

IMPRESE & AI / La sfida di Alessandra Riva con "àvalore" e "Talent of being Human"



Luglio 2026 Euro 4,50



# Economy

MODELLI. OPPORTUNITÀ. SOLUZIONI.

www.economymagazine.it

## RIORGANIZZIAMO L'ITALIA

Un «Manifesto» di Federmanager per la ripresa: più dirigenti nelle Pmi, meno bonus a pioggia e più competenze, collaborazione intergenerazionale e molto altro. Gli ingredienti per rilanciare il Paese



ECONOMY I ANNO XI N. 101 | MENSILE | LUGLIO | DATA DI USCITA IN EDICOLA: 7 LUGLIO 2026 | POSTE ITALIANE S.P.A. - SPEDIZIONE IN ABBONAMENTO POSTALE - D.L. 383/2003 (CONVERTITO IN LEGGE 27/02/2004 N. 46) ART. 1, COMMA 1, L. 001



**«LA MIA ARERA VI TUTELERÀ»**  
Intervista con Nicola Dell'Acqua, nuovo presidente dell'Autorità per l'energia

**«LAVORO, PIÙ AGENZIE CHE AI»**  
Parla il vicepresidente di Assosom, Michele Borghi: «Altro che precariato»



**231 NUOVA (E SEVERA)**  
La riforma delle regole è esattiva e incrementa il rischio contenzioso

**ALT AL RISCHIO-STRADA**  
I rimedi al centro del Forum di The Urban Mobility Council di Unipol

**L'UE AIUTA LE «IPO»**  
Borsa più accessibile per le Pmi con il nuovo «listing act» europeo

**SAN LEUCIO RINASCE**  
Il «progetto seta» di Giuseppe Menniti, l'imprenditore di Barbuti



## BILANCI, IL VERO NUMERO CHE CONTA È LA CASSA

Un conto è festeggiare fatturato e utile, un altro è capire se capitale circolante, flussi di cassa e indicatori “scomodi” (Ebitda, Pfm/Ebitda, produttività per addetto) raccontano davvero la tenuta finanziaria dell’azienda

di Ivan Fogliata\*

L'annuale “ondata” di approvazione dei bilanci d’esercizio è il momento a seguito del quale si rendono disponibili non solo i dati aziendali ma anche quelli della concorrenza, dei clienti e dei fornitori. Un’occasione per condurre una profonda analisi “introspettiva” ma anche per esaminare ciò che accade al di fuori dell’impresa. Come sono andati i concorrenti più simili alla mia impresa? Il mio cliente principale è sempre sano? Il mio fornitore strategico non scomparirà dall’oggi al domani?

Riflessioni utilissime, eppure molto spesso ci si ferma al solo esame delle “metriche della vanità”: il fatturato, l’utile netto a fondo pagina, qualche percentuale di incremento rispetto all’anno precedente. Sono numeri importanti, ma da soli raccontano una storia incompleta, possiamo fare di meglio! Iniziamo, qual è all’interno dell’azienda, la grandezza più pericolosa? La risposta può sembrare controintuitiva ma è

il capitale circolante netto commerciale. Usualmente definiamo il Ccnc come la “saponetta aziendale” ovvero una grandezza che scivola dalle mani. Tecnicamente è l’attivo corrente al netto del passivo corrente: crediti commerciali, magazzino e altri attivi a breve, meno debiti commerciali e altre passività a breve. Una grandezza insidiosa: tende a sfuggire senza fare rumore ma ahinoi con impatti finanziari rilevanti.

Pensiamo a un’azienda che cresce rapidamente, magari perché apre filiali commerciali all’estero o serve mercati con tempi di incasso più lunghi. Si spedisce prodotto, si fattura, si attende l’incasso, intanto si lavora un nuovo ordine. Il conto economico va benissimo: vendite in aumento, margini stabili, utile in espansione. Nel frattempo, però, il circolante si gonfia: i crediti si allungano (le partecipate estere magari non riescono a paga-

re perché in fase di start-up), il magazzino cresce, i debiti verso fornitori non possono crescere oltre. Il risultato è il paradosso della cassa: mentre l’utile sale, il cash flow scende perché il circolante “assorbe”.

Il circolante è grandezza delicatissima; se ci pensiamo ogni giorno accade qualcosa che impatta sul circolante: vendite, acquisti, acconti, depositi cauzionali, credito Iva ecc. È facilissimo che i numeri divengano scivolosi: un cliente che non paga, la necessità di acquistare più scorte per penuria

di materie prime o per accedere a prezzi migliori, la necessità di versare un acconto per un macchinario Industria 5.0 in attesa del finanziamento bancario. Come si capisce allora se il circolante è sano? Anzitutto misurando se ha assorbito liquidità attraverso l’analisi del cash flow e poi attraverso la “quarta” dimensione

**IL COSIDDETTO “CIRCOLANTE”  
È UNA GRANDEZZA DELICATISSIMA  
CHE DIVENTA SCIVOLOSA  
AL MINIMO IMPREVISTO**



di analisi del bilancio, ovvero il tempo. Immaginiamo di esaminare il bilancio del nostro principale cliente attraverso una serie storica degli ultimi 5 bilanci: se notassimo che i giorni medi di incasso (calcolando l'indice Dso) per 4 anni sono stati mediamente a 90 giorni mentre nell'ultimo sono divenuti 130, quali prime conclusioni potremmo trarre? Che il nostro cliente vende ma non incassa e magari ha del credito commerciale deteriorato. Ecco perché ha ritardato qualche pagamento anche a noi... E se la situazione peggiorasse potrebbe iniziare a non onorare i suoi debiti coi fornitori, fra i quali la nostra impresa?

Passiamo ora ai competitor. Se ci pensiamo sono una sorta di "specchio" con quale possiamo mettere a paragone le metriche della nostra impresa. Se l'analisi interna di clienti e fornitori serve a evitare di finire fuori strada, il benchmarking competitivo serve a capire a quale velocità stiamo correndo rispetto al mercato. La tentazione più diffusa è partire dal fatturato ma un vecchio adagio del mondo anglosassone recita: "Volume is vanity, profit is sanity, but cash is reality!". Il fatturato è pura vanità, fare profitti è indice di salute ma è il flusso di cassa la realtà dei fatti!

Per ottenere una mappa più fedele del proprio posizionamento competitivo conviene utilizza-

re quattro indicatori in combinazione fra loro: Ebitda margin, valore della produzione per dipendente (con costo medio per dipendente), rapporto Pfn/Ebitda e Cash Flow Corrente, ovvero Ebitda +/- la variazione del capitale circolante. Nessuno dei quattro da solo dice tutto. Letti insieme, però, restituiscono una prima immagine della redditività operativa, dell'efficienza organizzativa e della sostenibilità finanziaria.

Il primo indicatore è quindi l'Ebitda margin, cioè il rapporto tra Ebitda e valore della produzione. Misura la redditività del core business, prima degli ammortamenti, struttura finanziaria e carico fiscale. Se in un settore i concorrenti viaggiano stabilmente intorno al 15% e la nostra impresa si ferma all'8-10% il dato va subito attenzionato. Cosa succede? Prezzi troppo bassi? Costi industriali troppo alti? Mix di prodotto sfavorevole? Catena di fornitura

**QUALSIASI INDICATORE  
DI BILANCIO VA LETTO  
SU UN PERIODO DI ALMENO  
TRE O QUATTRO ANNI**

meno efficiente? O importante presenza di "utili travestiti da costi" quali compensi agli amministratori (spesso anche soci) molto generosi? L'indicatore non fornisce automaticamente la risposta, ma ha il merito di farci porre le "domande giuste".

Il secondo indicatore è il valore della produzione per dipendente e il costo medio per dipendente. Apparentemente grezzo, è molto eloquente quando si confrontano aziende dello stesso settore, con modelli di business e dimensioni comparabili. Misura l'efficacia con cui ciascuna impresa valorizza il fattore lavoro. Un valore per addetto sensibilmente inferiore rispetto ai competitor può essere segnale di inefficienze nei processi, colli di bottiglia, duplicazioni organizzative o scarso uso della tecnologia. Un alto costo medio per dipendente può essere sintomo di una struttura ricca di "white collar" e magari un po' troppo "idrocefala". Può però anche riflettere una scelta consapevole di maggiore qualificazione del personale o un diverso livello di servizio. Proprio per questo

sono indicatori utilissimi: non chiudono il ragionamento, lo aprono a importanti riflessioni. Il terzo indicatore è il rapporto tra posizione finanziaria netta ed Ebitda. È la misura di leva finanziaria per eccellenza: indica quante annualità di Ebitda servirebbero, teoricamente, per rimborsare il debito finanziario netto. Il debito non è un male in sé: se sano, finanzia investimenti, crescita e acquisizioni. Ma un indice Pfn/Ebitda più elevato (universalmente un valore superiore a 5 è ritenuto eccessivo nella maggior parte dei settori) rispetto alla media del settore segnala un concorrente appesantito. Pagherà più interessi, avrà meno spazio per nuovi investimenti, sarà più fragile in caso di contrazione dei margini e meno libero di sostenere una guerra dei prezzi. Al contrario, un competitor con leva contenuta potrebbe avere il "fiato lungo" per investire quando altri sono costretti a frenare.

Il quarto indicatore è un flusso di cassa di primo livello e segnala se l'Ebitda diventa davvero cassa o viene assorbito da crediti verso clienti crescenti, magazzini in espansione, fornitori che chiedono acconti o pagamenti alla consegna. Generare margini per anni senza convertirli in cassa può essere il segnale di numerosi problemi.

Una raccomandazione metodologica fondamentale vale per tutti e quattro gli indicatori: leggerli almeno su un triennio/quinquennio. Un Ebitda margin brillante in un solo esercizio può dipendere da una commessa eccezionale; un Pfn/Ebitda elevato può riflettere un'acquisizione appena chiusa; un valore della produzione per dipendente anomalo può essere l'effetto temporaneo di una riorganizzazione, una carenza di cash flow in un anno può dare i suoi frutti il successivo.

In sintesi, misurare le performance, proprie e altrui, è un esercizio meno banale di quanto si pensi. La vera forza di un indicatore non sta nel numero in sé, ma nella qualità delle domande che ci costringe a porci. E poi, detto sottovoce, i concorrenti sui nostri bilanci stanno già facendo esattamente lo stesso...

*\* Executive Partner inFinance*