

**ANCE** | BRESCIA



COLLEGIO  
DEI COSTRUTTORI  
EDILI  
DI BRESCIA E PROVINCIA

# **ANALISI ECONOMICO - FINANZIARIA DELLE IMPRESE EDILI BRESCIANE**

**2011 - 2015**



**CAMERA DI COMMERCIO  
INDUSTRIA ARTIGIANATO E AGRICOLTURA  
BRESCIA**

*Il Rapporto Analisi economico - finanziaria delle imprese edili bresciane 2011 - 2015 è stato redatto dal prof. Renato Camodeca, Dottore Commercialista e Professore Associato di Economia Aziendale presso il Dipartimento di Economia e Management dell'Università degli Studi di Brescia.*

*L'autore ringrazia ANCE Brescia per il costante supporto fornito nell'inserimento e nella successiva elaborazione dei molteplici dati contabili del campione oggetto di analisi.*

*ANCE Brescia, con l'autore, ringraziano altresì la locale Camera di Commercio per la tempestiva e fattiva collaborazione nell'attività di reperimento e trasmissione dei bilanci depositati.*

*L'autore, infine, ringrazia il Dott. Mario Nicolielo per il contributo fornito in sede di analisi ed interpretazione dei dati.*

*Brescia, lì 28 ottobre 2016*

## INDICE

<b>PREFAZIONE.....</b>	<b>3</b>
<b>1. INTRODUZIONE .....</b>	<b>5</b>
<b>2. LA METODOLOGIA DELL'ANALISI .....</b>	<b>7</b>
<b>3. L'ANALISI ECONOMICA 2011 - 2015.....</b>	<b>8</b>
3.1 I bilanci riclassificati e percentualizzati.....	8
3.2 La struttura patrimoniale .....	11
3.3 La redditività.....	18
3.4 La liquidità e la dinamica finanziaria .....	27
<b>4. I SOTTOGRUPPI EDILI E STRADALI .....</b>	<b>33</b>
<b>5. CONCLUSIONI .....</b>	<b>34</b>



## PREFAZIONE

Il Rapporto “Analisi economico - finanziaria delle imprese edili bresciane 2011 - 2015” ha per oggetto l’indagine delle condizioni di equilibrio reddituale, finanziario e patrimoniale delle imprese edili, rette in forma di società di capitali e associate ad ANCE Brescia, nel periodo 2011 - 2015.

L’indagine annuale, la trentatreesima che l’Associazione pubblica e che copre un periodo storico che va dal 1979 al 2015, è stata svolta con l’obiettivo di evidenziare in maniera sintetica - e tenuto conto delle ovvie difficoltà tecniche connesse all’esame di un campione di bilanci aggregati - i profili che maggiormente hanno qualificato gli aspetti economici delle imprese edili nel quinquennio considerato.

Essa, pertanto, si focalizza sull’esame congiunto delle dinamiche reddituali e finanziarie, nonché degli assetti patrimoniali, utilizzando la tecnica dell’analisi di bilancio per indici, quozienti e flussi.

Per svolgere lo studio è stato costruito - grazie all’attività di ANCE Brescia e col supporto della locale Camera di Commercio - un campione composto da 1.074 bilanci di società di capitali con sede nella provincia di Brescia e con “Valore della Produzione” annuo superiore al milione di euro. Si tratta, pertanto, di un “campione mobile”, avente ad oggetto i bilanci dal 2011 al 2015, nel quale per ciascun anno indagato sono state inserite ed escluse le imprese che, rispettivamente, hanno superato o ridotto il parametro reddituale citato. Rispetto agli anni passati in questa edizione dello studio il numero di bilanci analizzati nel quinquennio di riferimento ha toccato il minimo storico, segno inequivocabile di come la crisi finanziaria abbia inciso pesantemente in maniera negativa sul comparto.

La metodologia di analisi - in linea con gli approcci diffusi in dottrina e utilizzati dalla prassi professionale - si fonda sulla riclassificazione dei dati aggregati risultanti dai bilanci depositati per il periodo preso in considerazione e sulla conseguente selezione di indicatori e quozienti idonei per rappresentare le condizioni di equilibrio economico delle imprese esaminate nei citati profili reddituale, monetario-finanziario e patrimoniale.

I contenuti del Rapporto possono rappresentare un concreto ausilio alle singole imprese di costruzione, utile sia per disporre di un quadro di settore sufficientemente analitico dal punto di vista anche temporale, sia per effettuare gli opportuni confronti delle proprie posizioni economico-finanziarie con quelle medie del comparto. Lo studio in parola può essere poi utilizzato dagli *stakeholders* del settore, in *primis* gli istituti di credito, che possono così disporre di un ulteriore strumento di valutazione delle aziende del edili bresciane.

Per questi motivi, il Rapporto - pur senza voler fornire risposte o soluzioni a specifici problemi, oggi particolarmente significativi e peraltro noti alle imprese e agli operatori - delinea un quadro di riferimento - parziale, ma senza dubbio significativo - del settore delle costruzioni edili in Brescia e provincia.

Renato Camodeca  
Dottore Commercialista  
Università degli Studi di Brescia

## 1. INTRODUZIONE

Oggetto del presente documento è l'analisi delle condizioni di equilibrio reddituale, finanziario e patrimoniale delle imprese edili bresciane, rette in forma di società di capitali e associate ad ANCE Brescia, nel periodo 2011 - 2015.

L'indagine è stata svolta con l'obiettivo di evidenziare in maniera sintetica - e tenuto conto delle ovvie difficoltà tecniche connesse all'esame di un campione di bilanci aggregati - i profili che maggiormente hanno qualificato l'economicità delle imprese edili nel quinquennio considerato, focalizzando l'attenzione soprattutto sui mutamenti intervenuti nell'ultimo esercizio osservato, il 2015.

I contenuti del presente documento sono stati elaborati in continuità rispetto ai Rapporti precedenti e, in particolare, rispetto all'“Analisi economico - finanziaria delle imprese edili bresciane 2010-2014”, realizzata lo scorso anno.

L'oggetto dello studio è costituito da un campione - costruito da ANCE Brescia con il supporto della locale Camera di Commercio - composto da 1.074 bilanci di società di capitali con sede nella provincia di Brescia e con Valore della Produzione annuo superiore a un milione di euro. Da ciò consegue come l'indagine quinquennale sia basata su un “campione mobile”, avente ad oggetto i bilanci dal 2011 al 2015, nel quale - per ciascun anno indagato - sono entrate ed uscite le imprese che, rispettivamente, hanno superato o ridotto il parametro reddituale sopra indicato.

In particolare, per ciascuno degli esercizi osservati, il campione è risultato così composto:

- n. 273 imprese nel 2011;
- n. 214 imprese nel 2012;
- n. 218 imprese nel 2013;
- n. 197 imprese nel 2014;
- n. 172 imprese nel 2015.

Già dall'analisi di questi numeri emerge come la situazione generale di crisi economica abbia prodotto pesanti conseguenze negative nel settore indagato. Mai in passato il campione quinquennale era stato composto da meno di 1.100 bilanci. Nel periodo 2011-2015 sono stati invece 1.074 i bilanci ricompresi nell'analisi. In particolare, tra il primo e l'ultimo anno indagato più di 100 imprese sono state escluse, in quanto non hanno raggiunto il parametro fissato per essere ricompresi nello studio.

Il campione si è quindi assottigliato con tutte le conseguenze che ne possono derivare sulla piena confrontabilità tra i dati del primo e dell'ultimo anno di indagine.

Più nel dettaglio, tra il 2011 e il 2015 il numero delle imprese incluse annualmente nell'indagine si è ridotto di oltre un terzo (-37%), a conferma di una generalizzata contrazione dei volumi di vendita e, ancor prima, di quelli produttivi.

Posta tale premessa, il Rapporto può offrire spunti di un certo interesse al fine di interpretare e delineare i profili caratteristici delle imprese appartenenti al campione; conseguentemente, esso consente di evidenziare i tratti tipici che, nel periodo considerato, hanno qualificato l'economia delle imprese edili bresciane nel contesto settoriale di riferimento. Va però tenuto in considerazione che tutti i valori analizzati sono tratti dai bilanci depositati, redatti secondo gli schemi e i criteri previsti dalla normativa vigente. Le tecniche di analisi di bilancio, applicate ai documenti in parola, hanno di conseguenza risentito delle semplificazioni e degli adattamenti imposti dalla natura, dalla quantità e dalla qualità intrinseca dei dati pubblicati.

Le elaborazioni e le valutazioni di seguito espresse risentono quindi di alcuni limiti informativi, dei quali è necessario tenere conto in fase di lettura e interpretazione dei dati; fra questi:

a) le caratteristiche del campione utilizzato e la rappresentatività complessiva che lo connota;

b) la carenza di alcune informazioni integrative, utili all'analista esterno per completare, e non di rado confermare, i risultati altrimenti parziali della propria indagine;

c) infine, la natura stessa delle tecniche di analisi per quozienti e flussi, di rilevante valore segnaletico, ma comunque non prive di rischi dal punto di vista delle conclusioni riferite a un'impresa e, a maggior ragione, a un aggregato di imprese, nel caso di specie composto da aziende eterogenee quanto a caratteristiche, dimensioni e profili di sviluppo.

Tali limiti, seppur in alcuni casi significativi, non hanno tuttavia costituito ostacolo ai fini delle valutazioni che gli aggregati esaminati hanno consentito di svolgere nelle pagine che seguono; essi, viceversa, vengono qui richiamati quali premesse prudenziali, al fine di porre il Lettore in condizione di meglio apprezzare e interpretare i risultati emersi.

Tenuto conto delle osservazioni introduttive di cui sopra, l'indagine sul *dataset* costruito da ANCE Brescia, dopo averne evidenziato le caratteristiche, è stata svolta mediante l'approfondimento dei profili connessi alla struttura patrimoniale, alla redditività e alla dinamica finanziaria, per concludersi poi con osservazioni sintetiche di portata più generale. Infine sono stati indagati, seppur in prima approssimazione, i profili caratteristici di maggior rilievo relativi ai sottogruppi "edili" e "stradali".



## 2. LA METODOLOGIA DELL'ANALISI

L'analisi, e la conseguente interpretazione dei dati risultanti dagli elaborati tratti dal campione di imprese costruito da ANCE Brescia, è stata effettuata tenendo conto degli obiettivi divulgativi del presente lavoro, oltre che delle caratteristiche specifiche del campione utilizzato. Essa, pertanto, evidenzia solo gli indicatori e le informazioni giudicati di volta in volta rilevanti per gli scopi del Rapporto.

Le semplificazioni adottate trovano peraltro giustificazione sia nella necessità di evidenziare note di commento, per quanto possibile chiare e sintetiche, a dati che per propria natura presentano caratteristiche di complessità, sia nella consapevolezza che le tecniche di analisi di bilancio si adattano tipicamente all'esame della singola impresa, presentando invece potenziali margini di debolezza se impiegate per l'analisi di dati contabili aggregati.

Ciò premesso, la metodologia adottata nel presente lavoro - in linea con gli approcci diffusi in letteratura e utilizzati dalla prassi professionale - ha condotto alla selezione di indicatori e quozienti idonei a rappresentare le condizioni economiche delle imprese esaminate negli aspetti reddituali (conto economico) e monetari (rendiconto finanziario), nonché nei profili di struttura patrimoniale e finanziaria (stato patrimoniale).

La disamina che ne è derivata, e che trova svolgimento nelle pagine successive, risulta articolata nelle fasi logiche di seguito evidenziate:

a) analisi degli stati patrimoniali aggregati e riclassificati per il quinquennio 2011 - 2015, al fine di indagare, fra gli altri, i profili relativi al grado di capitalizzazione, nonché alle determinanti dell'equilibrio "fonti - impieghi" delle imprese appartenenti al campione;

b) analisi dei conti economici aggregati e riclassificati per il quinquennio 2011 - 2015, al fine di porre in evidenza, fra gli altri indicatori, l'andamento della marginalità della gestione caratteristica nonché la redditività operativa e netta;

c) analisi dei rendiconti finanziari aggregati per il periodo 2011 - 2015, al fine soprattutto di illustrare gli andamenti tipici dei *cash flows* operativi e netti.

Sulla base delle analisi sopra citate, si presentano gli indicatori e i quozienti di bilancio ritenuti maggiormente rilevanti ai fini degli obiettivi del Rapporto, allo scopo di tracciare un quadro sintetico, ma allo stesso tempo sufficientemente rappresentativo, delle condizioni economiche delle imprese appartenenti al comparto bresciano dell'edilizia.

### 3. ANALISI ECONOMICA DELLE IMPRESE EDILI BRESCIANE 2011 - 2015

#### 3.1 - I bilanci riclassificati e percentualizzati

In linea con la metodologia sinteticamente descritta nel paragrafo precedente, l'elaborazione dei dati aggregati tratti dai bilanci delle imprese appartenenti al campione per il periodo 2011 - 2015 ha condotto alla formazione dei prospetti di stato patrimoniale, di conto economico e di rendiconto finanziario presentati nelle *Tabelle 1, 2, 3 e 4.*

**Tabella 1 - Stati patrimoniali riclassificati e percentualizzati  
2011 - 2015 - Schema n. 1 (valori in milioni di euro)**

	2015		2014		2013		2012		2011	
+ Liquidità immediate	67,7	4,0%	56,4	3,0%	68,7	3,1%	44,5	2,1%	52,1	2,2%
+ Liquidità differite	607,7	36,0%	668,0	35,9%	862,0	39,5%	830,5	39,9%	912,8	39,1%
+ Magazzino	399,6	23,7%	481,7	25,9%	595,9	27,3%	550,7	26,4%	666,9	28,6%
= <b>Capitale circolante</b>	<b>1.075,0</b>	<b>63,7%</b>	<b>1.206,1</b>	<b>64,9%</b>	<b>1.526,6</b>	<b>70,0%</b>	<b>1.425,7</b>	<b>68,5%</b>	<b>1.631,8</b>	<b>69,9%</b>
+ Immobilizzazioni tecniche	484,6	28,7%	466,2	25,1%	441,1	20,2%	495,3	23,8%	469,9	20,1%
+ Immobilizzazioni finanziarie	129,3	7,7%	186,3	10,0%	213,9	9,8%	161,1	7,7%	232,1	9,9%
= <b>Capitale fisso</b>	<b>613,9</b>	<b>36,3%</b>	<b>652,5</b>	<b>35,1%</b>	<b>655,0</b>	<b>30,0%</b>	<b>656,4</b>	<b>31,5%</b>	<b>701,9</b>	<b>30,1%</b>
<b>Capitale investito</b>	<b>1.688,9</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.858,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.181,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.082,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.333,8</b>	<b>100,0%</b>
+ Passività correnti	786,9	46,6%	809,3	43,5%	1.142,6	52,4%	1.083,4	52,0%	1.206,6	51,7%
+ Passività consolidate	385,6	22,8%	463,1	24,9%	463,2	21,2%	505,5	24,3%	560,6	24,0%
= <b>Mezzi di terzi</b>	<b>1.172,5</b>	<b>69,4%</b>	<b>1.272,4</b>	<b>68,5%</b>	<b>1.605,8</b>	<b>73,6%</b>	<b>1.588,9</b>	<b>76,3%</b>	<b>1.767,2</b>	<b>75,7%</b>
+ Mezzi propri	516,4	30,6%	586,2	31,5%	575,8	26,4%	493,3	23,7%	566,6	24,3%
<b>Totale fonti</b>	<b>1.688,9</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.858,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.181,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.082,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.333,8</b>	<b>100,0%</b>

**Nota:** eventuali differenze nei totali derivano dal fatto che i valori evidenziati sono stati divisi per 1 milione e visualizzati con arrotondamento ad un decimale.

**Tabella 2 - Stati patrimoniali riclassificati e percentualizzati**  
**2011 - 2015 - Schema n. 2 (valori in milioni di euro)**



**Nota:** eventuali differenze nei totali derivano dal fatto che i valori evidenziati sono stati divisi per 1 milione e visualizzati con arrotondamento ad un decimale.

**Tabella 3 - Conti economici riclassificati a Valore della Produzione e Valore Aggiunto 2011 - 2015 (valori in milioni di euro)**

		2015		2014		2013		2012		2011	
Conto Economico											
+	Ricavi delle Vendite + altri ricavi	1.214,9	108,93%	1.130,0	105,87%	1.291,6	91,83%	1.359,2	100,32%	1.528,0	97,07%
+	Lavorazioni in economia	1,8	0,16%	2,9	0,27%	4,4	0,31%	10,2	0,75%	2,8	0,18%
+	Variazione Magazzino S.L. e P.F.	-101,4	-9,09%	-65,6	-6,15%	110,5	7,86%	-14,5	-1,07%	43,3	2,75%
=	Valore della Produzione	1.115,2	100,00%	1.067,3	100,00%	1.406,6	100,00%	1.354,9	100,00%	1.574,1	100,00%
-	Acquisti di materiali	355,6	31,89%	350,9	32,88%	398,0	28,29%	425,4	31,39%	529,0	33,61%
-	Variazione Magazzino M.P.	-0,7	-0,06%	1,1	0,10%	8,6	0,61%	15,8	1,16%	-9,4	-0,60%
-	Costi di costruzione beni immobili	449,1	40,27%	421,3	39,47%	628,6	44,69%	571,5	42,18%	629,4	39,98%
-	Costi generali	26,1	2,34%	27,1	2,53%	38,2	2,72%	32,2	2,38%	34,3	2,18%
=	Valore aggiunto	285,2	25,57%	267,0	25,02%	333,2	23,69%	310,0	22,88%	390,8	24,83%
-	Costo del lavoro	201,0	18,02%	201,6	18,89%	265,8	18,90%	247,4	18,26%	281,4	17,87%
=	Margine Operativo Lordo	84,2	7,55%	65,4	6,13%	67,4	4,79%	62,6	4,62%	109,5	6,95%
-	Ammortamenti	32,2	2,89%	33,8	3,17%	34,0	2,42%	34,7	2,56%	39,1	2,48%
-	Accantonamenti	1,0	0,09%	0,5	0,04%	3,3	0,23%	1,4	0,10%	0,3	0,02%
=	Reddito Operativo	51,1	4,58%	31,1	2,92%	30,1	2,14%	26,5	1,96%	70,1	4,45%
-	Proventi finanziari	4,0	0,36%	9,6	0,90%	18,3	1,30%	6,4	0,47%	5,5	0,35%
-	Oneri finanziari	22,4	2,01%	29,7	2,79%	36,1	2,57%	37,3	2,75%	37,7	2,39%
-	Componenti straordinari	-18,0	-1,62%	-7,7	-0,72%	-33,3	-2,37%	-22,3	-1,64%	-14,1	-0,90%
=	Reddito ante imposte	14,7	1,32%	3,3	0,31%	-21,1	-1,50%	-26,6	-1,97%	23,7	1,51%
-	Imposte	15,9	1,43%	12,6	1,18%	19,5	1,39%	18,6	1,37%	25,7	1,63%
Risultato d'esercizio		-1,3	-0,11%	-9,2	-0,87%	-40,6	-2,89%	-45,2	-3,34%	-2,0	-0,12%

**Nota:** eventuali differenze nei totali derivano dal fatto che i valori evidenziati sono stati divisi per 1 milione e visualizzati con arrotondamento ad un decimale.

**Tabella 4 - Flussi di cassa operativi e netti 2011 - 2015**  
(valori in milioni di euro)

	2015	2014	2013	2012
<b>Ebitda</b>	<b>84</b>	<b>65</b>	<b>67</b>	<b>63</b>
Variazione CCN operativo	4	79	-3	2
di cui variazione debiti	-128	-227	89	-175
di cui variazione crediti	50	191	-47	61
di cui variazione magazzino	82	114	-45	116
<b>Flusso di cassa della gestione corrente</b>	<b>88</b>	<b>144</b>	<b>64</b>	<b>65</b>
Variazione immobilizzazioni materiali e immateriali	-52	-59	17	-62
Variazione immobilizzazioni finanziarie	54	19	-73	66
Variazione fondi	-3	-11	-10	16
<b>Flusso di cassa operativo</b>	<b>88</b>	<b>92</b>	<b>-2</b>	<b>85</b>
Oneri finanziari	-22	-30	-36	-37
Altri proventi finanziari	4	10	18	6
Oneri e proventi straordinari	-5	5	2	5
Imposte	-16	-13	-20	-19
<b>Flusso di cassa al netto degli oneri/proventi finanziari, straordinari e delle imposte</b>	<b>49</b>	<b>64</b>	<b>-37</b>	<b>40</b>
Variazione Patrimonio netto	-68	19	123	-28
<b>Flusso di cassa netto</b>	<b>-19</b>	<b>84</b>	<b>85</b>	<b>12</b>
PFN inizio periodo	-348	-432	-517	-529
<b>PFN fine periodo</b>	<b>-368</b>	<b>-348</b>	<b>-432</b>	<b>-517</b>

**Nota:** eventuali differenze nei totali derivano dal fatto che i valori evidenziati sono stati divisi per 1 milione e visualizzati con arrotondamento ad un decimale.

Il commento ai dati aggregati esposti nelle *Tabelle 1, 2, 3 e 4* è sviluppato, unitamente al calcolo e all'analisi dei principali indicatori di struttura patrimoniale-finanziaria, di liquidità e di redditività, nei paragrafi che seguono.

### 3.2 - La struttura patrimoniale

Dall'analisi dei valori esposti in *Tabella 1* si possono svolgere le seguenti considerazioni di sintesi con riferimento agli impieghi (attività) e alle fonti (passività e patrimonio netto).

#### a) Gli impieghi

Nel periodo osservato il capitale investito si riduce del 28%, muovendo dai 2.333 milioni di euro del 2011 ai 1.688 milioni di euro del 2015. Anche nell'ultimo anno indagato la dinamica segue lo stesso andamento decrescente registrato nel 2014, con un ulteriore calo del 8% su base annua.

In particolare, il calo così netto degli impieghi riscontrato nel quinquennio - seppur spiegabile nel dettaglio solo esaminando i singoli dati di bilancio - pare poter essere ricondotto alla evidente contrazione del capitale circolante, fenomeno che ha accompagnato l'intero periodo osservato - in particolare dal 2011 al 2012 (-12,6%), dal 2013 al 2014 (-20,9%) e da ultimo dal 2014 al 2015 (-11%) - in seguito alla costante politica di recupero di risorse finanziarie tramite lo smobilizzo di crediti e magazzino.

Molto più stabile è la dinamica del capitale fisso, che in cinque anni si è ridotto in valori assoluti del 13%, aumentando però la propria incidenza percentuale sul totale del capitale investito. Più nel dettaglio, mentre nel 2011 il capitale circolante pesava per il 70% e il capitale fisso per il 30%, nel 2015 il circolante si attesta al 63,7% del capitale investito, mentre il capitale immobilizzato pesa per il restante 36,3%.

Il calo del capitale circolante ha interessato sia le “liquidità differite” (principalmente crediti di funzionamento e di finanziamento a breve termine), il cui peso percentuale sul capitale investito passa dal 39% al 36%, sia il magazzino, la cui incidenza sul totale dell’attivo muove dal 28,6% del 2011 per giungere a quota 23,7% nel 2015. In termini assoluti, nel quinquennio i crediti calano di oltre 300 milioni di euro, mentre le rimanenze di merci si assottigliano di oltre 260 milioni di euro. Di converso, l’unica classe del circolante in crescita sono le liquidità immediate, passate dai 52 milioni del 2011 ai 67 milioni del 2015, con una crescita dell’incidenza sul capitale investito dal 2,2% al 4%.

Nell’ambito del capitale fisso, invece, è crescente il *trend* delle immobilizzazioni tecniche (da 469 a 484 milioni di euro), mentre è di segno opposto la dinamica delle immobilizzazioni finanziarie (da 232 a 129 milioni di euro). In particolare, dopo un calo tra il 2012 e il 2013, negli ultimi due anni le immobilizzazioni utilizzate nel processo produttivo aumentano progressivamente, attestandosi nell’ultimo anno indagato al 28,7% del capitale investito. Le immobilizzazioni finanziarie, invece, dopo essere cresciute nel 2013, sono calate sensibilmente nell’ultimo biennio, registrando nel 2015 un peso percentuale sul capitale investito pari al 7,7%.

## **b) Le fonti**

Volgendo lo sguardo sulle fonti di finanziamento, come già evidenziato nei rapporti degli anni passati, anche nel quinquennio 2011-2015 i dati aggregati del comparto edile evidenziano una struttura finanziaria sostanzialmente coerente con i dati medi relativi alle piccole e medie aziende italiane, e bresciane in particolare.

Si assiste alla netta prevalenza dei mezzi di terzi, il cui valore rappresenta mediamente nell’intero periodo osservato il 73% del totale delle fonti, evidenziando così una situazione di stabile e ormai strutturale sottocapitalizzazione. Tuttavia se nel 2014 si era registrata una contrazione dell’incidenza percentuale dell’indebitamento, accompagnata a una riduzione in termini assoluti dell’aggregato, nel 2015 si può annotare soltanto una delle due tendenze. Nell’ultimo anno osservato, infatti, l’incidenza dei mezzi di terzi, pur rimanendo sotto la soglia del 70%, è aumentata di quasi un punto percentuale, passando dal 68,5% al 69,4% del totale delle fonti. Il tutto nonostante una decrescita in valore assoluto di 100 milioni di euro. Va comunque osservato come, nel quinquennio, l’incidenza dei mezzi di terzi sia calata di 6 punti percentuali (dal 75% al 69%), che tradotti in termini assoluti evidenziano un decremento di 600 milioni di euro. Tale tendenza riguarda sia le passività correnti che le consolidate, con una riduzione più marcata delle prime rispetto alle seconde.

Nel quinquennio le passività correnti si sono infatti ridotte del 35%, transitando dai 1.206 milioni del 2011 ai 786 milioni del 2015, con l'incidenza percentuale sul totale delle fonti passata dal 51,7% al 46,6%.

Il calo ha interessato tutti gli anni ad eccezione del 2013. Nel 2015 alla riduzione in termini assoluti (-22 milioni) si è accompagnato un aumento dell'incidenza percentuale (dal 43% al 46%), che spiega l'aumento del peso dei mezzi di terzi descritto in precedenza.

Leggermente inferiore la variazione delle passività consolidate, la cui incidenza percentuale sul totale delle fonti cala di 1,2 punti nel quinquennio (dal 24% al 22,8%), mentre in termini assoluti i 560 milioni del 2011 diventano 385 milioni nel 2015 (-31%).

Sul punto va osservato come il dato dell'ultimo anno sia il più piccolo del quinquennio sia per le passività consolidate, sia per le passività correnti, a testimonianza del percorso di riduzione dell'indebitamento, soprattutto di natura finanziaria, intrapreso dal settore. Nell'ultimo anno, comunque, il calo dell'indebitamento è da ascrivere esclusivamente ai debiti diversi considerando la crescita sia dei debiti di fornitura che della posizione finanziaria netta.

Di interesse è l'analisi della dinamica dei mezzi propri, che - pur riducendosi nel quinquennio di 50 milioni di euro (dai 566 del 2011 ai 516 milioni del 2015) - vedono aumentare il proprio peso percentuale sul totale delle fonti (dal 24% al 30%); in sintesi la riduzione quinquennale della capitalizzazione (-9%) risulta di molto inferiore a quella dell'indebitamento (-34%).

Sul punto va osservato come il 2015 registri un'inversione di tendenza abbastanza netta. Se infatti nel 2013 e nel 2014 i mezzi propri erano costantemente in crescita, nell'ultimo anno l'aggregato cala di 70 milioni di euro, specialmente a causa della contrazione delle riserve, erose dalle ingenti perdite d'esercizio registrate negli anni passati.

In definitiva, sottolineando il cronico stato di strutturale sottocapitalizzazione, va osservato come il rapporto di indebitamento sia peggiorato nel 2015 per via della modesta riduzione dell'indebitamento (-8%) rispetto a quella dei mezzi propri (-12%). Il *trend* dell'indicatore nel corso del quinquennio è comunque decrescente.

I dati relativi alla struttura patrimoniale e finanziaria delle imprese edili bresciane, così come risultanti dalla *Tabella 1*, possono essere ulteriormente esaminati mediante l'approfondimento dei principali indicatori risultanti dalla *Tabella 2*, dove si possono visualizzare, fra gli altri aggregati, sia il capitale circolante netto operativo, sia la posizione finanziaria netta, la quale evidenzia - nei dati aggregati oggetto di analisi, e per tutto il quinquennio preso in considerazione - una posizione di indebitamento netto nei confronti del sistema bancario.

In particolare, l'apprezzamento della posizione finanziaria netta - vale a dire l'indebitamento esplicitamente oneroso al netto delle disponibilità liquide - è di supporto per individuare il grado di dipendenza del sistema nel suo complesso dal finanziamento bancario. Osservando la *Tabella 2* e, in termini di flussi, anche la *Tabella 4*, emerge come l'indebitamento finanziario si sia ridotto dal 2011 al 2015 del 31% da 529 a 368 milioni, sebbene nell'ultimo anno ci sia stato un incremento di 20 milioni di euro.

La complessiva riduzione del quinquennio trova spiegazione da un lato nella stretta creditizia, dall'altro nella riduzione dei volumi di attività.

Soffermandoci invece sull'ultimo anno indagato, la dinamica della posizione finanziaria netta è stata influenzata in positivo da tre fattori:

- il contributo offerto dalla gestione caratteristica che nel 2015 ha generato risorse per 84 milioni di euro (Ebitda positivo);
- la variazione positiva del capitale circolante netto, che nell'anno ha prodotto flussi di cassa per 4 milioni di euro, derivanti dalla riduzione di crediti commerciali e magazzino, un calo che ha compensato la pur cospicua diminuzione dell'indebitamento di fornitura;
- un equilibrio nel ciclo degli investimenti, con un sostanziale bilanciamento tra quanto assorbito dalle immobilizzazioni tecniche e quanto generato dalle immobilizzazioni finanziarie.

Ad incidere invece in maniera negativa sulla posizione finanziaria netta è stata la dinamica del patrimonio netto, che nel 2015 ha bruciato flussi di cassa per 68 milioni di euro, un valore maggiore rispetto a quanto generato dalle altre aree gestionali, e che pertanto ha contribuito in maniera decisiva all'incremento dell'indebitamento finanziario di fine anno.

I dati percentualizzati ora presentati e commentati costituiscono una valida premessa tecnica per affrontare l'analisi degli indicatori e dei quozienti che possono ricavarsi dall'interpretazione dei valori contabili relativi al periodo considerato. Al riguardo, e secondo le premesse evidenziate al paragrafo 2, sono stati ritenuti particolarmente significativi:

- a) il rapporto di indebitamento;
- b) gli indicatori di copertura delle attività fisse nette.

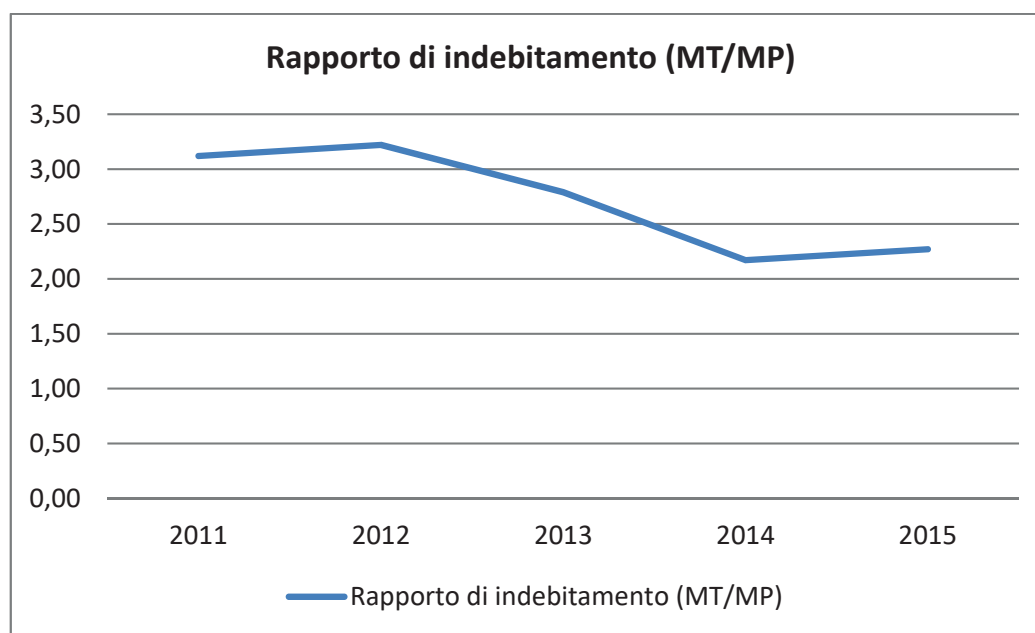
#### **a) Il rapporto di indebitamento**

Il quoziente di indebitamento presenta - per il periodo considerato nell'analisi - i dati esposti in *Tabella 5* ed illustrati nel *Grafico 1*.



**Tabella 5 - Rapporto di indebitamento 2011 - 2015**

	2015	2014	2013	2012	2011
Rapporto di indebitamento (MT/MP)	2,27	2,17	2,79	3,22	3,12

**Grafico 1 - Andamento del rapporto di indebitamento 2011 - 2015**

Il quoziente - sulla base dei dati disponibili e in assenza di ulteriori dettagli atti a rendere ancor più efficace l'informativa - è ottenuto rapportando i mezzi di terzi (costituiti dall'indebitamento corrente e consolidato) ai mezzi propri (aggregato che comprende tutte le voci del patrimonio netto).

L'indicatore assume valori compresi tra 3,22 (2012) e 2,17 (2014) evidenziando, a conferma di quanto già analizzato, una struttura patrimoniale complessivamente sotto-capitalizzata a livello aggregato, con una conseguente netta prevalenza dell'indebitamento rispetto ai mezzi propri.

Tuttavia, come si evince dai dati riportati in *Tabella 5*, il rapporto di indebitamento evidenzia una riduzione significativa nel periodo indagato: si registra pertanto un miglioramento dell'indicatore che esprime il grado di dipendenza dai mezzi di terzi. Nell'ultimo anno va però segnalato un leggero peggioramento, dovuto - come già espresso in precedenza - alla riduzione dei mezzi propri che nel 2015 è risultata più cospicua rispetto al calo dei mezzi di terzi. In sostanza, nell'ultimo anno le ingenti perdite accumulate negli esercizi precedenti non sono state coperte con nuovi aumenti di capitale sociale, bensì con l'utilizzo delle riserve e la conseguente erosione dei mezzi propri. Pertanto, pur in presenza di una riduzione dell'indebitamento, si è assistito a un peggioramento del grado di dipendenza da terze economie.

Le considerazioni sinora svolte sono avvalorate dall'analisi dell'andamento del rapporto che misura l'incidenza dei mezzi di terzi sul totale delle fonti di finanziamento, osservabile in *Tabella 6*. Anche in questo caso si evidenziano una progressiva riduzione dal 2013 in avanti, con il 2014 che segna il valore minimo al 68,46%, e un peggioramento dell'indicatore nel 2015, col dato cresciuto di quasi un punto percentuale rispetto all'esercizio precedente. La ragione risiede nella decrescita dei mezzi propri, che ha portato l'indebitamento a pesare di più sul totale delle fonti.

**Tabella 6 - Incidenza dei mezzi di terzi sul totale fonti 2011 - 2015**

	2015	2014	2013	2012	2011
Incidenza mezzi di terzi sul totale fonti	69,42%	68,46%	73,61%	76,31%	75,72%

Considerazioni aggiuntive sul punto possono essere effettuate osservando la composizione dell'indebitamento, esposta in *Tabella 7*.

**Tabella 7 - Incidenza debiti finanziari e di fornitura sui mezzi di terzi 2011 - 2015**

	2015	2014	2013	2012	2011
Debiti finanziari a breve termine	20,96%	16,76%	18,53%	20,07%	18,29%
Debiti verso fornitori	22,99%	15,43%	20,50%	20,39%	19,04%
Debiti verso altri a breve termine	22,99%	30,89%	31,80%	27,38%	30,50%
Debiti finanziari a medio-lungo termine	16,15%	15,01%	12,58%	15,24%	14,55%
Debiti verso altri a medio-lungo termine	10,30%	15,48%	10,76%	10,41%	12,57%

Si segnala che le modalità di calcolo degli indicatori riportati nella *Tabella 7* sono cambiate rispetto alle analisi precedenti. In particolare, per il quinquennio 2011 - 2015 si è tenuto conto anche dei debiti inseriti nelle voci di bilancio denominate "Debiti entro 12 mesi" e "Debiti oltre 12 mesi", importi che, a causa della loro genericità, non erano stati presi in considerazione in passato.

Delle cinque categorie evidenziate, nel quinquennio presentano un andamento decrescente solo i debiti verso altri, sia a breve termine (dal 30,50% al 22,99%) sia a lungo termine (dal 12,57% al 10,30%). È dunque proprio da ascrivere esclusivamente a queste categorie la riduzione dell'indebitamento registrata nel 2015, un calo più volte evidenziato nelle pagine precedenti e che in questa sede è possibile analizzare in modo più approfondito.

La *Tabella 7* conferma infatti come nel 2015 sia cresciuta l'incidenza sia dei debiti di fornitura (con i giorni medi di pagamento che sono passati da 88 a 115), sia dei debiti finanziari a breve e lungo termine, con un conseguente peggioramento della posizione finanziaria netta. Nel quinquennio osservato l'incidenza dei debiti commerciali sul totale delle fonti è passata dal 19% al 22%, mentre quella dei debiti finanziari è cresciuta dal 18% al 20% per la parte a breve termine e dal 14% al 16% per il lungo termine. Su tali dinamiche ha inciso esclusivamente l'incremento registrato nell'ultimo anno.

In definitiva, quindi, il miglioramento registrato nei mezzi di terzi nell'esercizio 2015 è dipeso pressoché esclusivamente dalla contrazione dei debiti diversi, una classe di valore residuale che - con i dati a disposizione - non è possibile analizzare nel dettaglio.

### **b) La copertura delle attività fisse nette**

L'indicatore in oggetto è stato ottenuto confrontando da una parte il patrimonio netto e i debiti a medio lungo termine, dall'altra le immobilizzazioni; esso, com'è noto, consente di verificare - pur nei limiti delle convenzioni che reggono la classificazione dei valori - se vi sia stata una corretta correlazione fra investimenti a lento ciclo di realizzo (immobilizzazioni) e fonti di finanziamento aventi caratteristiche di durata simile (mezzi propri e mezzi di terzi consolidati).

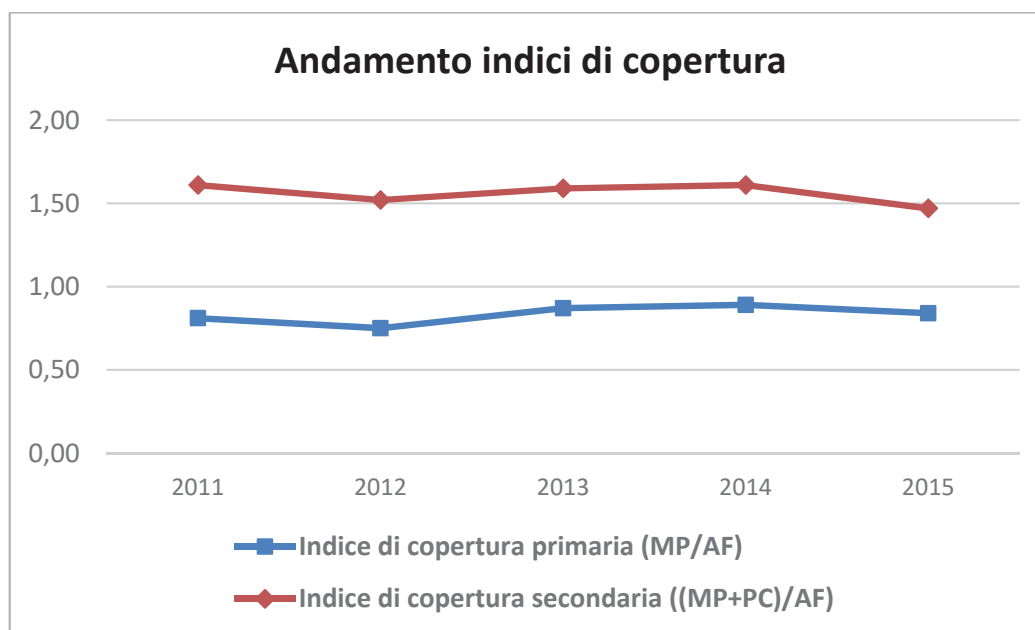
Il quoziente in parola, inoltre, offre indirettamente la misura dell'incidenza che le immobilizzazioni assumono rispetto al totale del capitale investito.

La *Tabella 8* e il *Grafico 2* pongono in evidenza l'andamento dell'indice di copertura - primaria e secondaria - risultante dai bilanci esaminati per il periodo 2011 - 2015.

Come è noto, i valori dell'indice di copertura secondaria superiori all'unità evidenziano, a parità di altre condizioni, che le fonti a medio-lungo termine (passività consolidate e mezzi propri) finanziano tutto il capitale fisso e anche, per l'eccedenza, una parte del capitale circolante (questa individuabile - in termini ideali - nei valori di magazzino aventi natura di scorta permanente); ove al numeratore del rapporto venga invece indicato il solo dato dei mezzi propri (indice di copertura primaria), valori superiori all'unità evidenziano una situazione di norma considerata ottimale.

**Tabella 8 - Indici di copertura primaria e secondaria 2011 - 2015**

	2015	2014	2013	2012	2011
Indice di copertura primaria (MP/AF)	0,84	0,89	0,87	0,75	0,81
Indice di copertura secondaria ((MP+PC)/AF)	1,47	1,61	1,59	1,52	1,61

**Grafico 2 - Andamento degli indici di copertura 2011 - 2015**

Entrambi gli indicatori presentano un andamento altalenante nel quinquennio osservato.

L'indice di copertura primaria cresce da 0,81 a 0,84, registrando nel 2015 un peggioramento dovuto, come più volte indicato, al calo dei mezzi propri che nell'ultimo anno hanno segnato un -12% rispetto al -6% dell'attivo fisso.

L'indice di copertura secondaria passa da 1,61 a 1,47, segnando anche in questo caso una decisa contrazione nel 2015, anno in cui il numeratore si è ridotto anche per il deciso calo (-17% sul 2014) delle passività consolidate.

### 3.3 - La redditività

I conti economici riclassificati "a Valore della Produzione effettuata e valore aggiunto", riferiti al comparto edile bresciano per il quinquennio 2011 - 2015, sono esposti in *Tabella 3* al paragrafo 3.1.

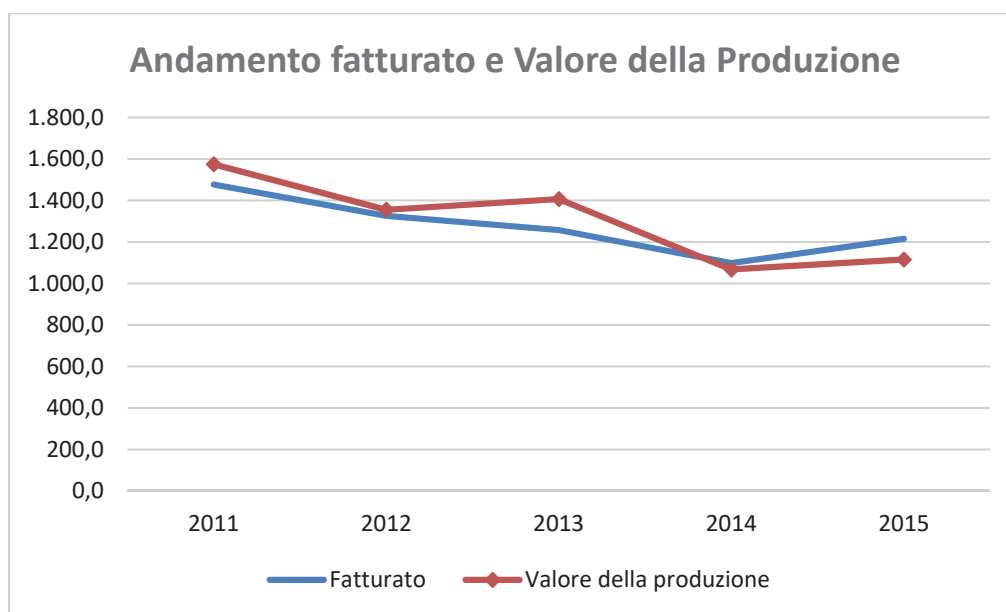
I dati, con riferimento all'anno 2015, evidenziano finalmente un'inversione di tendenza nel fatturato rispetto al triennio precedente. Se dal 2012 al 2014 la variazione annuale dei ricavi di vendita era stata sempre negativa, nell'ultimo anno indagato si registra invece una crescita del 7% rispetto all'anno precedente. Nonostante ciò, il livello assoluto del fatturato (1.214 milioni di euro) si mantiene nel 2015 a una quota di molto inferiore rispetto ai primi tre anni del lustro osservato.

Considerazioni simili possono essere svolte anche per analizzare la dinamica del Valore della Produzione che, come il fatturato, cresce rispetto al 2014 (+4%), ma risulta comunque nel 2015 ad un livello molto più basso rispetto agli anni 2011, 2012 e 2013.

Sul punto va osservato come nel 2015 il Valore della Produzione sia inferiore al fatturato a seguito della variazione negativa delle rimanenze di prodotti finiti, che tra il 2014 e il 2015 calano di 101 milioni di euro.

Nell'ultimo anno, quindi, c'è stato un aumento dei volumi di vendita anche derivante dallo smobilizzo del magazzino.

### **Grafico 3 - Andamento del fatturato e del Valore della Produzione 2011-2015**



Il *Grafico 3* evidenzia come, negli ultimi anni, il fatturato del comparto si sia ormai attestato su valori ben al di sotto rispetto agli anni pre-crisi.

Nel periodo osservato, quindi, il comparto è stato interessato da una contrazione dei volumi di attività, con le imprese che hanno registrato fatturati sempre minori e con oscillazioni in rialzo del Valore della Produzione dovute esclusivamente alla valorizzazione delle scorte. L'auspicio è che il rialzo del 2015 possa assumere natura strutturale e confermarsi anche nei periodi successivi, così da ridare slancio a un settore in condizioni di evidente difficoltà.

**Tabella 9 - Andamento dei ricavi e del Valore della Produzione 2006-2015**

	2015	2014	2013	2012	2011
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	1.214,8	1.097,9	1.257,4	1.325,2	1.476,7
Saggio di sviluppo dei ricavi di vendita	10,65%	-12,68%	-5,11%	-10,26%	1,13%
Valore della produzione	1.115,2	1.067,3	1.406,5	1.354,9	1.574,1
Saggio di sviluppo del valore della produzione	4,46%	-24,12%	-3,80%	-13,92%	3,60%
	2010	2009	2008	2007	2006
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	1.460,2	2.165,6	2.228,7	2.306,3	1.987,8
Saggio di sviluppo dei ricavi di vendita	-32,57%	-2,83%	-3,37%	162%	11,63%
Valore della produzione	1.519,4	2.125,2	2.453,6	2.513,1	2.161,5
Saggio di sviluppo del valore della produzione	-28,51%	-13,38%	-2,37%	16,27%	16,17%

L'andamento del Valore della Produzione può essere ulteriormente esaminato mediante la tecnica "ABC" (*Tabella 10*), la quale consente di capire la composizione del dato aggregato, raggruppando le società analizzate per classi.

In particolare, su un totale di 172 imprese (mai c'era stato nel campione un anno con un numero di imprese così basso), si può notare quanto segue:

- soltanto 21 società (cioè il 12% del totale) hanno fatto registrare un Valore della Produzione superiore a 10 milioni di euro, e di queste solamente 4 (cioè il 2%) superiore a 50 milioni di euro;

- ben 151 società (cioè l'88% del totale) hanno fatto registrare un Valore della Produzione inferiore a 10 milioni di euro;

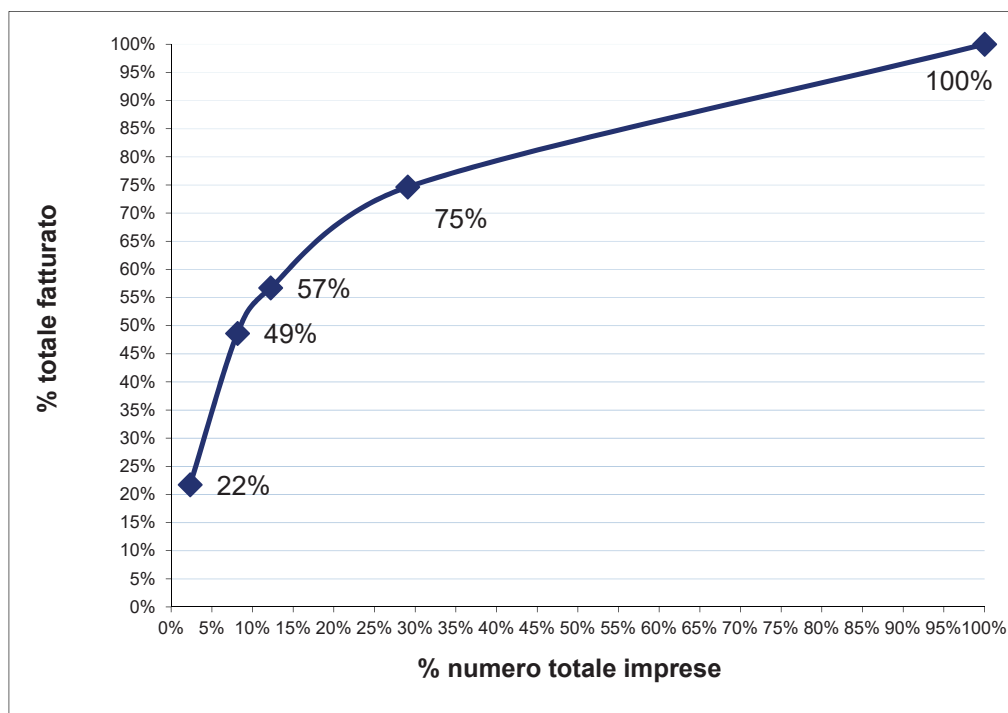
- le prime 21 imprese (cioè il 12% del totale) sviluppano un Valore della Produzione pari al 57% del Valore della Produzione complessivo; il restante 43% è suddiviso su 151 imprese.

Si conferma, pertanto, la prevalenza di imprese di minore dimensione che, come evidenziato, rappresentano il 25% del valore della produzione del comparto, determinando una elevata polverizzazione dello stesso; al contempo, vi è una concentrazione del 57% del valore della produzione su un numero esiguo di società di medie/grandi dimensioni.

**Tabella 10 - Ripartizione Valore della Produzione 2015 tecnica "ABC"**

Classe di VdP (euro)	Anno 2015							
	N° società	%	VdP	%	N° progr.	% progr.	VdP progr.	% progr.
> 50 ml	4	2%	242	22%	4	2%	242	22%
20 ml - 50 ml	10	6%	300	27%	14	8%	542	49%
10 ml - 20 ml	7	4%	90	8%	21	12%	632	57%
5 ml - 10 ml	29	17%	200	18%	50	29%	832	75%
1 ml - 5 ml	122	71%	283	25%	172	100%	1.115	100%
	172	100%	1.115	100%				

**Grafico 4 - Ripartizione Valore della Produzione 2015 tecnica "ABC"**



Sul fronte dei costi operativi, nel 2015, si registra complessivamente un aumento inferiore rispetto ai ricavi, cosicché il valore aggiunto tocca quota 285 milioni, pari al 25,57% del valore della produzione, percentuale mai raggiunta nel quinquennio.

Il 2015 è stato quindi l'anno migliore dal punto di vista della marginalità operativa. A conferma di ciò l'incidenza del margine operativo sul valore della produzione arriva al 7,55%, il valore più alto del quinquennio. In più, mai dopo il 2011 il MOL aveva raggiunto il livello del 2015: gli 84,2 milioni dell'ultimo anno sono inferiori solo ai 109,5 milioni del primo esercizio indagato.

In linea generale, pertanto, si può osservare come nel 2015 la dinamica della gestione caratteristica del comparto edile bresciano abbia prodotto risultati migliori rispetto ai tre anni precedenti, ma le risultanze si attestano comunque, in valore assoluto, a livelli inferiori rispetto ai dati del 2011, che del quinquennio osservato resta l'anno con i risultati reddituali più significativi (*Tabella 11*). In termini di incidenza percentuale, invece, è proprio il 2015 l'anno migliore del quinquennio.

**Tabella 11 - Il Margine Operativo Lordo percentuale e il rapporto MOL/VdP**

	2015	2014	2013	2012	2011
Margine operativo lordo / Vendite	6,93%	5,79%	5,22%	4,61%	7,16%
Margine operativo lordo / Valore della Produzione	7,55%	6,13%	4,79%	4,62%	6,95%

La stessa dinamica del MOL interessa anche il reddito operativo, che nel 2015 si attesta a 51,1 milioni di euro (inferiore solo ai 70,1 milioni del 2011), ma in termini percentuali l'incidenza del 4,58% sul valore della produzione è la più alta del quinquennio.

Considerando la riduzione del peso degli oneri finanziari (da 29 a 22 milioni, dal 2,79% sul valore della produzione al 2,01%, dovuta soprattutto ai tassi decrescenti), che ha controbilanciato l'aumento dei costi straordinari (svalutazioni, rettifiche di valore e componenti non ricorrenti) nell'ultimo anno il reddito *ante imposte* registra valori decisamente migliori rispetto al triennio precedente; in presenza di un leggero aumento delle imposte rispetto al 2014 (da 12 a 15 milioni, dall'1,18% all'1,43%), il reddito d'esercizio, pur essendo negativo, è il migliore del quinquennio osservato.

I dati di andamento del risultato netto di bilancio sono esposti nella *Tabella 12*.

**Tabella 12 - Andamento del Risultato netto di bilancio 2011 - 2015**

	2015	2014	2013	2012	2011
Risultato netto di bilancio (migliaia di euro)	-1.264	-9.236	-40.624	-45.196	-1.966



Nel periodo analizzato, il conto economico aggregato si è sempre chiuso con un risultato d'esercizio negativo, seppur con valori prossimi al pareggio nel 2011 e nel 2015, con perdite ingenti nel 2012 e nel 2013 e con una perdita cospicua, ma inferiore al biennio precedente, nel 2014.

Il 2015 presenta pertanto la perdita d'esercizio più bassa del quinquennio. Tale dato, unito alle considerazioni svolte sul fatturato e sulla redditività operativa, porta ad esprimere un giudizio positivo sulla redditività dell'ultimo anno.

Sul punto, per meglio analizzare la redditività del comparto sono stati esaminati i seguenti rapporti:

a) il rendimento del capitale investito nell'attività corrente (ROA), articolato nelle sue determinanti tipiche (redditività delle vendite e rotazione del capitale investito);

b) il rendimento del capitale proprio (ROE).

Le sintesi dei suddetti quozienti, unitamente all'andamento dei medesimi nel periodo considerato, sono riepilogate nella *Tabella 13*.

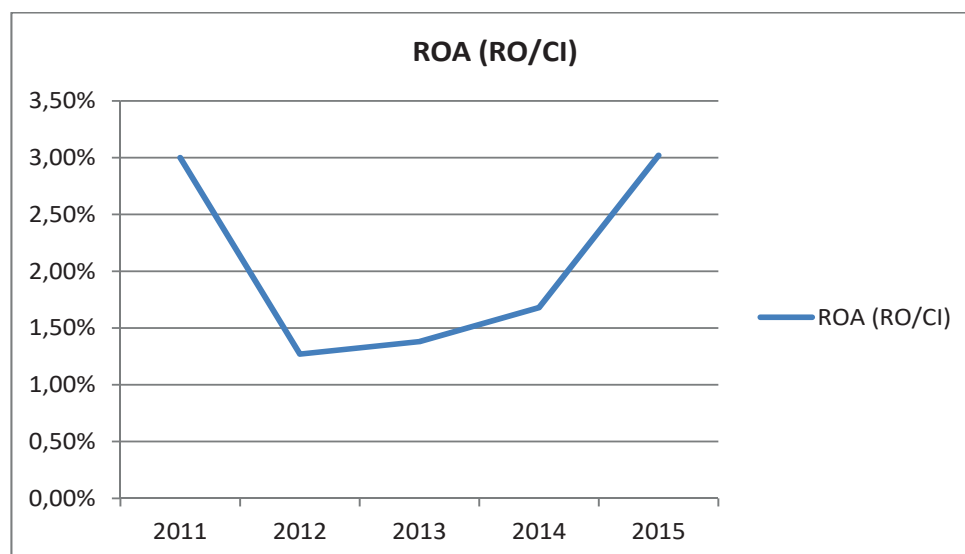
**Tabella 13 - Indicatori di redditività 2011 - 2015**

	2015	2014	2013	2012	2011
ROA (RO/CI)	3,02%	1,68%	1,38%	1,27%	3,00%
ROS (RO/F)	4,20%	2,76%	2,33%	1,95%	4,59%
Rotazione CI (F/CI)	0,72	0,61	0,59	0,65	0,65
ROE (RN/MP)	-0,24%	-1,58%	-7,06%	-9,16%	-0,35%

#### **a) La redditività del capitale investito**

Il ROA (*Return on assets*), dato dal rapporto tra risultato operativo e capitale investito, misura la redditività del capitale investito nella gestione corrente dell'impresa; si tratta di un indicatore fondamentale nell'analisi di bilancio poiché pone in luce la redditività lorda del capitale investito a prescindere sia dai componenti di reddito straordinari, sia soprattutto dalle scelte finanziarie (mezzi propri, non onerosi, o mezzi di terzi, esplicitamente onerosi).

Dopo un calo evidente tra il 2011 e il 2012, l'indicatore in commento presenta una dinamica crescente negli ultimi anni, raggiungendo il picco proprio nel 2015, quando si attesta al 3,02%, valore leggermente superiore a quello del 2011 (3,00%). Si può quindi affermare che sul piano della redditività operativa il comparto sia tornato a respirare dopo un periodo di importanti difficoltà.

**Grafico 5 - Il ROA 2011 - 2015**

Le componenti del ROA, ovvero il ROS e il tasso di rotazione del capitale investito (*Tabella 13*), evidenziano quanto segue.

Il ROS (*Return on sales*), dato dal rapporto tra reddito operativo e fatturato, misura la redditività delle vendite; l'indicatore in questione segue lo stesso andamento del ROA ma, a differenza dell'indice precedentemente descritto, il ROS non raggiunge il proprio picco nel 2015. Nell'ultimo anno indagato l'indicatore in parola si attesta infatti al 4,20%, valore di gran lunga migliore rispetto ai tre anni precedenti, ma inferiore al 4,59% del 2011.

Il tasso di rotazione del capitale investito, dato dal rapporto tra fatturato e capitale investito, esprime viceversa la velocità di rigiro delle risorse investite nell'attività aziendale, consentendo fra l'altro di comprendere se il volume di attività sia adeguato alla struttura disponibile.

Nel 2015 l'indicatore in parola risulta pari a 0,72, valore mai raggiunto nei precedenti anni osservati. Sul fronte della rotazione del capitale investito, pertanto, l'ultimo anno indagato segna il miglior risultato del comparto, che in definitiva ha vissuto un anno di miglioramento sul piano della marginalità e della velocità di disinvestimento delle risorse. Due aspetti positivi - questi - che consentono di esprimere giudizi positivi sul fronte della redditività rispetto a quanto invece fatto in precedenza sulla solidità.

**b) La redditività del capitale proprio**

Il ROE (*Return on equity*), ottenuto dal rapporto tra reddito netto d'esercizio e mezzi propri (capitale sociale e riserve, più utili, meno perdite), evidenzia la redditività netta dei mezzi propri, considerando pertanto - a differenza del ROA

che si ferma al risultato operativo - la gestione nel suo complesso, dalla operativa alla finanziaria, dalla corrente non operativa alla straordinaria.

L'interpretazione del quoziente in parola richiede particolari cautele logiche e metodologiche; esso, infatti, nel caso di specie risente:

a) dell'aggregazione di un numero considerevole di imprese appartenenti al campione, con conseguenti dinamiche compensative;

b) della qualità complessiva dei bilanci depositati, anche con riferimento all'influsso delle norme tributarie nel processo di calcolo del reddito ai fini civilistici;

c) infine, dell'attendibilità complessiva del dato rappresentato dai mezzi propri, in un settore ove le politiche di capitalizzazione operate per il tramite di finanziamenti infruttiferi dei soci risultano relativamente diffuse.

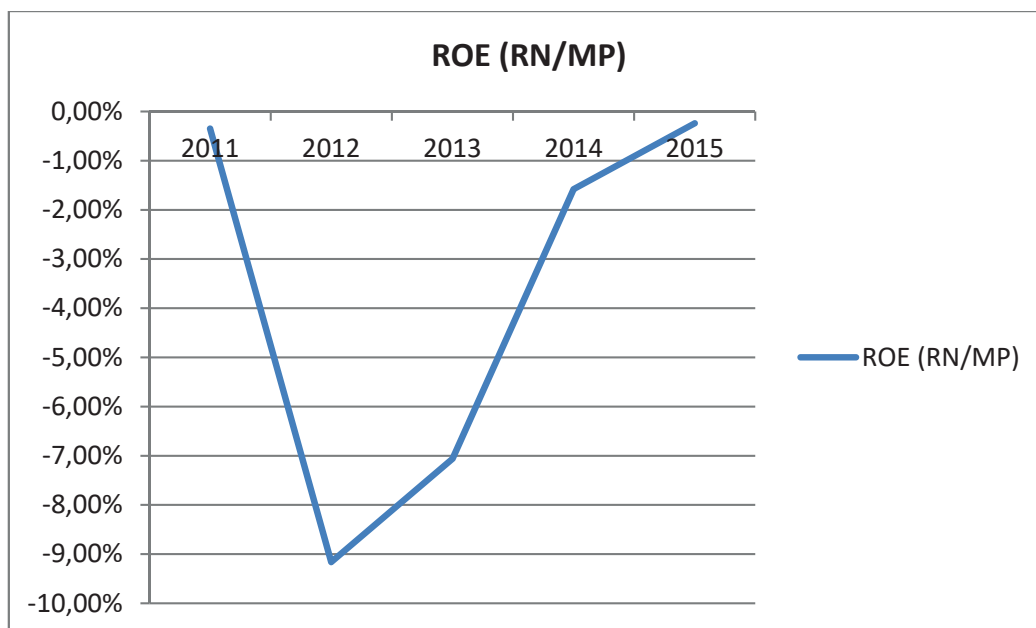
Non va poi trascurato l'effetto complessivo, sul quoziente in commento, delle componenti straordinarie, soprattutto nei casi in cui esse si manifestino soltanto in alcuni degli anni presi a riferimento per la formulazione dell'analisi.

Il commento alla dinamica del ROE, tenendo conto delle cautele sopra evidenziate, consente di poter annotare quanto segue:

a) in tutti e cinque gli anni osservati il ROE è negativo poiché il conto economico aggregato del comparto si chiude sempre con una perdita;

b) nel 2012 si registra il dato peggiore del quinquennio esaminato, con un dato significativamente negativo (-9,16%), causato dalla particolare rilevanza delle perdite nette registrate nell'anno in parola;

c) nel 2015 il valore è pari a -0,24%, in netto miglioramento rispetto ai tre anni precedenti sia per la decisa contrazione della perdita d'esercizio (così da aumentare il numeratore) sia per la diminuzione dei mezzi propri (riduzione del denominatore).

**Grafico 6 - Il ROE 2011 - 2015**

Come è noto, il ROE dipende in sostanza da quattro variabili:

- 1) la redditività del capitale investito (ROA);
- 2) il rapporto di indebitamento (Mt/Mp);
- 3) l'incidenza dei componenti straordinari e delle imposte (Rn/Rc);
- 4) il costo medio dell'indebitamento (Of/Mt).

I quattro fattori ora ricordati si collegano tra loro come segue:

$$ROE = [Ro/Ci + (Ro/Ci - Of/Mt) \times Mt/Mp] \times Rn/Rc$$

ove è:

- Ro = reddito operativo;
- Ci = capitale investito;
- Of = oneri finanziari;
- Mt = mezzi di terzi;
- Mp = mezzi propri;
- Rn = reddito netto;
- Rc = reddito ante componenti straordinari e imposte.

Tale relazione - nota come "effetto di leva finanziaria" - evidenzia come la diversa struttura finanziaria (espressa dal rapporto tra mezzi di terzi e mezzi propri) operi da fattore moltiplicatore del ROA sul saggio del reddito netto (ROE): a parità di altre condizioni, in sostanza, ove la redditività del capitale investito superi il costo medio del debito, la leva dell'indebitamento dovrebbe determinare

un miglioramento della redditività netta per l'azionista (ROE); viceversa, qualora il differenziale rendimento/costo delle risorse finanziarie risulti negativo, la leva dell'indebitamento avrebbe effetti riduttivi sul ROE, tanto maggiori al crescere del suo valore.

Nella *Tabella 14* - ove vengono considerati soltanto i mezzi di terzi esplicitamente onerosi, cioè i debiti bancari e obbligazionari sia a breve che a medio lungo termine - si presenta il costo medio dell'indebitamento per le imprese edili bresciane nel corso del periodo indagato, nonché l'effetto complessivo della leva finanziaria.

Come si può osservare, essendo il costo medio dell'indebitamento maggiore della redditività del capitale investito, l'effetto complessivo della leva finanziaria risulta negativo per l'intero quinquennio esaminato. Nel 2015 però, per il combinato effetto dell'aumento del ROA e della riduzione del costo del credito, l'effetto leva migliora sensibilmente attestandosi a -1,71%, il valore negativo più basso del quinquennio.

**Tabella 14 - Costo medio dell'indebitamento e leva finanziaria 2011 - 2015**

	2015	2014	2013	2012	2011
Costo medio dell'indebitamento (Of/Mt onerosi)	5,14%	7,36%	7,23%	6,65%	6,49%
Effetto complessivo leva finanziaria (Ro/Ci - Of/Mt onerosi x Mt on./Mp)	-1,71%	-3,88%	-5,04%	-6,07%	-3,49%

### 3.4 - La liquidità e la dinamica finanziaria

L'esame della liquidità e della dinamica finanziaria delle imprese edili bresciane è stato effettuato ricorrendo sia alla già illustrata tecnica dei quozienti di bilancio, sia all'analisi dei flussi grazie alla costruzione di un rendiconto finanziario aggregato.

In particolare, l'analisi si è concentrata soprattutto sull'esame dei seguenti rapporti:

- a) il quoziente di disponibilità;
- b) il quoziente di liquidità;
- c) la durata media dei crediti verso clienti;
- d) la durata media del magazzino;
- e) la durata media dei debiti verso i fornitori.

Le sintesi dei citati quozienti, unitamente all'andamento dei medesimi nel periodo considerato, sono riepilogate nella *Tabella 15*.

**Tabella 15 - Indicatori finanziari 2011 - 2015**

	2015	2014	2013	2012	2011
Quoziente di disponibilità (AB/PB)	1,37	1,49	1,34	1,32	1,35
Quoziente di liquidità [(AB-RIMANENZE)/PB]	0,86	0,90	0,81	0,81	0,80
Durata media dei crediti verso clienti	128,68	160,33	181,33	167,59	164,93
Durata media del magazzino	136,99	249,44	266,58	213,34	152,49
Durata media dei debiti verso fornitori	115,76	88,64	110,82	113,04	101,64

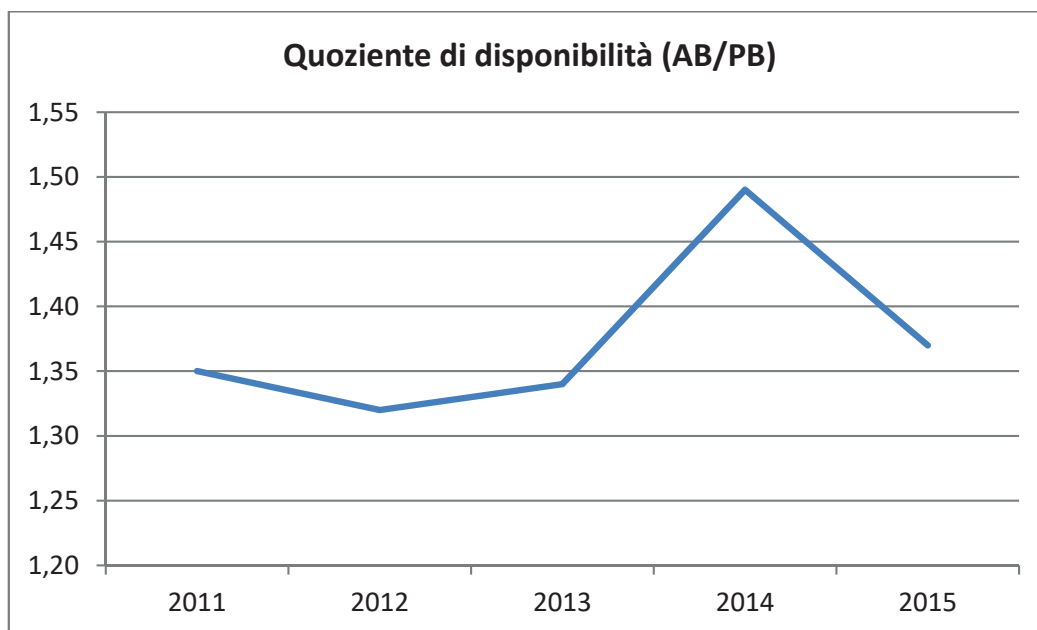
#### **a) Il quoziente di disponibilità**

Il quoziente di disponibilità pone in relazione l'attivo corrente (costituito dalle disponibilità liquide, dai crediti scadenti entro l'esercizio successivo e dal magazzino al netto degli acconti ricevuti) con il passivo corrente (rappresentato dai debiti a breve termine).

Di norma, a parità di altre condizioni e tenuto conto della natura convenzionale dei ragionamenti parametrici, valori del presente indicatore superiori all'unità segnalano l'attitudine degli investimenti a breve ciclo di realizzo a generare incassi sufficienti a rispettare gli impegni a breve scadenza.

Tuttavia, viste le ipotesi che stanno alla base dei calcoli e considerato altresì che una buona parte del magazzino può essere monetizzata soltanto in periodi superiori all'anno, l'indice in parola potrebbe perdere di efficacia informativa, evidenziando la necessità di essere correlato ad altri indicatori, fra i quali il quoziente di liquidità.

Il quoziente di disponibilità si attesta su valori compresi tra 1,32 e 1,49 nei primi quattro anni del periodo, mentre nell'ultimo cala rispetto al 2014 a quota 1,37. Il peggioramento del 2015 è dovuto al fatto che nell'esercizio appena trascorso le attività concorrenti sono diminuite (-11%) di più rispetto alle passività correnti (-3%).

**Grafico 7 - Andamento del quoziente di disponibilità 2011 - 2015**

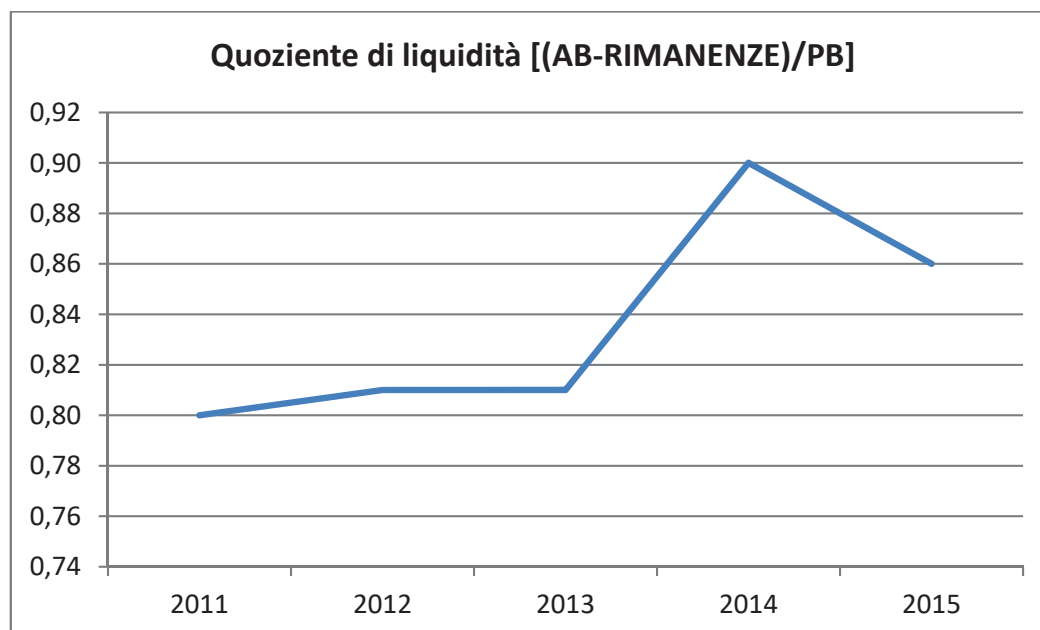
Il quoziente di disponibilità supera costantemente l'unità: i valori medi, tuttavia, vanno apprezzati con particolare cautela visto il rilievo che, nel rapporto in questione, assumono le rimanenze di magazzino e, in ogni caso, i componenti dell'attivo patrimoniale non liquidabili entro l'esercizio.

#### **b) Il quoziente di liquidità**

Il quoziente di liquidità, pur considerando le convenzioni alla base della sua costruzione, garantisce una maggiore affidabilità rispetto al rapporto di disponibilità in quanto, nel proprio calcolo, non vengono considerate le rimanenze di magazzino.

L'indicatore in questione evidenzia in tutto il quinquennio valori inferiori all'unità, assestandosi su un dato medio di 0,84 (*Grafico 8*). Anche in questo caso il dato del 2015 è peggiore rispetto a quello del 2014, con il rapporto che passa da 0,90 a 0,86.

La situazione non è pertanto positiva, in quanto rivelatrice di possibili tensioni sul piano finanziario. In definitiva, sul fronte della liquidità, il 2015 non è stato ai livelli del 2014, con un peggioramento di entrambi gli indicatori analizzati. Tale considerazione può essere avvalorata anche dalla dinamica dei giorni medi.

**Grafico 8 - Andamento del quoziente di liquidità 2011 - 2015****c) La durata media dei crediti verso clienti**

L'indice di durata media dei crediti verso clienti esprime i giorni medi con cui si rinnovano i crediti ed è espresso dal seguente rapporto <sup>(1)</sup>

$$\text{durata media crediti} = \text{Cr} / (\text{V} \times 1,2/360) \quad (2)$$

ove è:

Cr= Crediti verso clienti;

V = Vendite.

La durata media dei crediti presenta un andamento crescente tra il 2011 e il 2013, passando da 165 a 181 giorni, i dati sono poi decrescenti nel 2014 (160 giorni) e nel 2015 (il numero più basso del quinquennio con una durata media pari a 128 giorni). Il dato evidenzia quindi una sempre più efficace gestione dell'incasso dei crediti da parte delle aziende del comparto.

(1) Fino al 2013, il presente indicatore veniva calcolato considerando gli acconti ricevuti da clienti; la modifica in parola, resasi necessaria lo scorso anno in ragione delle anomalie risultanti dai dati del 2013, caratterizzati da acconti superiori ai crediti verso clienti, è stata effettuata per l'intero periodo 2011-2015 al fine di rendere comparabili i dati e i trend che gli stessi evidenziano.

(2) Nella presente Analisi l'indice è stato costruito senza considerare l'Iva. La ragione risiede nella seguente circostanza: le operazioni compiute dalle società del settore interessano tutte e tre le aliquote d'imposta attualmente in vigore in Italia (4%, 10% e 22%) ma, basandosi esclusivamente sui dati aggregati, non è possibile identificare in maniera puntuale l'ammontare delle specifiche operazioni imponibili riconducibili alle tre aliquote.



#### d) La durata media del magazzino

L'indice di durata media del magazzino, che indica i giorni medi di permanenza delle merci in magazzino e pertanto la velocità di ritorno in forma liquida del capitale investito in tale categoria del circolante, è espresso dal rapporto:

$$\text{durata media magazzino} = M / (V/360)$$

ove è:

M = Magazzino;

V = Vendite.

La durata media del magazzino, pur con tutte le cautele che un tale indicatore impone di considerare - soprattutto a livello aggregato - presenta nel quinquennio considerato un andamento altalenante. Si passa infatti dai 152 giorni del 2011, ai 213 giorni del 2012 e ai 266 del 2013, per poi riscendere a 249 giorni nel 2014 e a 137 nel 2015; emerge dunque, nell'ultimo anno, una ingente riduzione del magazzino.

#### e) La durata media dei debiti verso fornitori

L'indice di durata media dei debiti verso i fornitori, che esprime la dilazione media riconosciuta dai fornitori in giorni, è espresso dal seguente rapporto:

$$\text{durata media debiti di fornitura} = DF / (A \times 1,2/360)$$

ove è:

DF= Debiti verso fornitori;

A = Acquisti.

La durata media dei debiti verso fornitori presenta un andamento prima crescente (toccando quota 113 giorni nel 2012), poi decrescente (89 giorni nel 2014), quindi ancora crescente nel 2015, quando il valore si attesta a 115 giorni. Quest'ultimo valore, sintomatico dell'incremento dei debiti di fornitura, nell'ultimo periodo provoca pertanto un peggioramento sul fronte della liquidità.

Oltre al calcolo degli indicatori suesposti, la dinamica finanziaria delle imprese edili bresciane è stata approfondita anche attraverso l'analisi del rendiconto finanziario.

In particolare, l'analisi dei flussi e del relativo andamento - così come risultanti dai dati aggregati per il periodo 2011 - 2015 - è stata riportata nella *Tabella 4*, che consente di evidenziare quattro tipologie di flussi finanziari:

- flusso dell'attività gestionale, ovvero il flusso finanziario generato dalla gestione corrente;

- flusso da attività di investimento, correlato alla gestione delle immobilizzazioni tecniche e degli investimenti finanziari;

- flusso da attività di finanziamento e da gestione straordinaria, connesso alla dinamica dei debiti finanziari e delle componenti straordinarie di reddito;

- flusso di cassa derivante dalla movimentazione del patrimonio netto.

I dati esposti nella *Tabella 4* permettono di evidenziare, fra l'altro, quanto segue.

Il flusso di cassa della gestione corrente, nel 2015, risulta positivo nella misura di 88 milioni di euro, dato più basso rispetto ai 144 milioni di euro del 2014 nonostante nell'ultimo anno l'Ebitda sia stato superiore al precedente. A ben vedere, nel 2015 la variazione del capitale circolante netto ha generato flussi positivi per soli 4 milioni di euro contro i 79 del 2014.

Entrando nel dettaglio della variazione, la riduzione dei crediti commerciali ha prodotto cassa per 50 milioni, la contrazione del magazzino ha generato flussi per 82 milioni, mentre la riduzione dei debiti (principalmente i c.d. "Debiti diversi" che hanno compensato l'aumento di quelli di fornitura) ha assorbito cassa per 128 milioni.

Il flusso di cassa operativo è stato positivo nella stessa misura (88 milioni) di quello della gestione corrente poiché i flussi prodotti dalle immobilizzazioni finanziarie sono stati pari a quelli assorbiti dalle immobilizzazioni tecniche.

I flussi di cassa relativi all'attività di finanziamento e alla gestione straordinaria hanno determinato un esborso monetario di quasi 40 milioni di euro così che il flusso di cassa, prima della variazione del patrimonio netto, risulta positivo per 49 milioni di euro.

Negativo è invece il flusso di cassa netto: pari a -19 milioni di euro. Sul dato incide la movimentazione del patrimonio netto che ha bruciato cassa per ben 68 milioni di euro.

I fattori sopra ricordati contribuiscono a meglio spiegare le motivazioni alla base della variazione della posizione finanziaria netta aggregata, la quale transita dai 348 milioni di euro di fine 2014 ai 368 milioni di euro del 31 dicembre 2015: un peggioramento di 20 milioni di euro, pari al flusso di cassa negativo assorbito nel 2015.

## 4. I SOTTOGRUPPI EDILI E STRADALI 2011 - 2015

Un'ulteriore indagine, residuale ma di sicuro interesse, riguarda i due sottogruppi che di norma vengono esaminati nel più ampio contesto settoriale di riferimento; si tratta, nello specifico:

- del sottogruppo “edili”, composto da n. 122 società;
- del sottogruppo “stradali”, composto da n. 49 società .

Tra questi, il maggior peso in termini di volumi è rappresentato dagli “edili”, con un valore della produzione pari al 59% del totale, mentre gli “stradali” rappresentano il 41%.

L'esame dei dati aggregati, scomposti nei sotto-settori indicati, consente di svolgere le seguenti considerazioni di sintesi con riferimento alla redditività e alla posizione finanziaria netta.

Nell'anno 2015, l'incidenza percentuale del margine operativo lordo sul valore della produzione è pari al 6,6% nel comparto degli “edili” e al 8,9% nel comparto “stradali” (si ricorda che il dato generale si attesta al 7,5% in quanto pondera il maggior peso degli “edili” sul campione generale).

Quanto invece al risultato netto di esercizio i due sottogruppi registrano risultati opposti. In particolare, il comparto “edili” presenta una perdita di 3,4 milioni di euro, mentre il comparto “stradali” presenta un utile di 2,1 milioni di euro.

La posizione finanziaria netta, che nel 2015, a livello aggregato, presenta un aumento rispetto al 2014 fino a 368 milioni di euro, conferma una ripartizione tra i settori sostanzialmente coerente rispetto ai volumi di produzione dagli stessi realizzati.

In particolare, dell'importo totale di 368 milioni di euro, il 58% è riconducibile agli “edili” (che muovono il 59% del valore della produzione), mentre il 42% agli “stradali” (cui va il 41% del valore della produzione).

Analizzando il rapporto tra la posizione finanziaria netta e i mezzi propri emerge come nel 2015 l'indicatore peggiori in entrambi i sottogruppi: negli “edili” passa da 0,62 a 0,82, mentre negli “stradali” muove da 0,55 per attestarsi a quota 0,60.

Il rapporto di indebitamento, inteso come rapporto tra mezzi di terzi e mezzi propri, rispetto ad un valore complessivo di 2,27, nel 2015 risulta pari a 2,70 per gli “edili” e a 1,74 per gli “stradali”.

I dati ora riportati evidenziano dunque che gli elementi di debolezza risultanti dall'analisi - relativamente alla sottocapitalizzazione delle imprese - riguardano in modo particolare il sottogruppo degli “edili”, che conferma - e in certo senso amplifica - le risultanze già emerse. Decisamente migliore appare invece la situazione relativa agli “stradali”.

Da segnalare, infine, che anche quest'anno non è stato possibile prendere in esame il sottogruppo delle imprese di prefabbricazione in quanto il campione non era sufficientemente rappresentativo.

## 5. CONCLUSIONI

I bilanci aggregati delle imprese edili bresciane relativi al quinquennio 2011-2015 sono stati analizzati allo scopo di trarre alcune indicazioni di fondo sullo stato di salute del comparto nel quale le medesime risultano inserite.

Al fine di venire meglio analizzati, i risultati dell'indagine vanno poi calati nelle singole realtà aziendali, dal momento che l'analisi svolta non ha consentito l'approfondimento di alcuni ulteriori profili - reddituali, finanziari e patrimoniali - che di norma non emergono dai bilanci depositati.

Il quadro che risulta dai dati presentati, in particolare con riferimento all'aggiornamento dei valori riferiti all'anno 2015, è ancora preoccupante, ma mostra comunque segnali di miglioramento rispetto agli anni precedenti.

Dall'analisi, infatti, sono emersi valori e indicatori che rispecchiano lo stato di crisi economica generalizzata che ha investito il settore ormai dal 2009 e che nel 2015 ancora contraddistingue un contesto generale non positivo che inevitabilmente influenza l'operatività delle aziende del comparto.

Con riferimento specifico all'anno 2015, esaminato nell'ambito del quinquennio 2011 - 2015, la sintesi dei risultati aggregati, unitamente al quadro complessivo degli indicatori del bilancio, consente di riprendere alcune considerazioni già analiticamente svolte nei paragrafi che precedono, e di annotare, conclusivamente, quanto segue con riferimento a:

- a) volumi di attività;
- b) risultati economici;
- c) flussi di cassa.

### **a) Volumi di attività**

Nel 2015 il fatturato è cresciuto rispetto al 2014, sebbene si sia comunque attestato su valori inferiori rispetto al triennio 2011-2012-2013. Il dato sembra comunque confermare una leggera inversione di tendenza che, se riscontrata anche negli anni futuri, potrebbe far intravedere un ritorno alla crescita come peraltro evidenziato nei rapporti di analisi sulle tendenze del settore.

È ancora presto per esprimere giudizi positivi, ci si limita pertanto a evidenziare come il segno più nella variazione del fatturato tra 2014 e 2015 trovi riscontro anche nell'andamento del valore della produzione. In definitiva, pur restando i volumi di attività molto inferiori rispetto ai primi anni del quinquennio, qualche segnale positivo potrebbe costituire un primo passo verso la ripresa.

## **b) Risultati economici**

Considerazioni simili a quelle espresse sui volumi di attività si possono replicare anche sul fronte dei risultati economici. Nel 2015 infatti, seppur in valore assoluto i livelli toccati dai principali risultati intermedi reddituali (valore aggiunto, margine operativo lordo e reddito operativo) siano inferiori rispetto ai primi anni del quinquennio indagato, in valori percentuali si assiste alla migliore *performance* del periodo. Mai nei quattro anni precedenti i tre aggregati reddituali suesposti avevano raggiunto un'incidenza così elevata sul Valore della Produzione.

Così nel 2015 il comparto ha toccato livelli unici di marginalità operativa, lavorando sul fronte della riduzione dei costi e traducendo così in reddito l'aumento dei ricavi. Sul punto va anche registrato come, nell'ultimo anno, in valore assoluto tutti e tre i risultati economici intermedi siano superiori rispetto all'esercizio precedente.

Tutto ciò premesso, si comprende come anche sul fronte della redditività netta il 2015 abbia registrato un risultato migliore rispetto ai precedenti quattro anni. Il comparto è sì ancora in perdita, ma il dato negativo dell'ultimo anno è il minore registrato nel lustrò indagato.

Insomma, sul piano della redditività, l'anno appena concluso ha evidenziato importanti passi avanti che ora andranno confermati anche nei prossimi anni, a partire da quello in corso.

## **c) Flussi di cassa**

Sul fronte finanziario, il 2015 è stato un esercizio che ha assorbito risorse anziché generare cassa. Tutto quanto di buono osservato sul piano reddituale non si è tradotto quindi in un beneficio sul piano della liquidità. Anzi le due sfere hanno viaggiato su binari opposti: una è migliorata (redditività), l'altra è peggiorata (liquidità).

Sulla riduzione dei flussi di cassa, peraltro, più che la gestione corrente hanno però influito quasi esclusivamente le movimentazioni del patrimonio netto.

L'andamento negativo dei flussi di cassa ha dunque portato la posizione finanziaria netta a livello aggregato ad aumentare, con ovvie conseguenze anche sul fronte della solidità, altra dimensione che nel 2015 ha subito un ridimensionamento in negativo rispetto al 2014.

Il comparto ha infatti aumentato nell'ultimo anno il peso della dipendenza da terze economie, non tanto per l'aumento dell'indebitamento (che in generale è risultato in calo) quanto per la contrazione dei mezzi propri, intaccati dalle notevoli perdite degli esercizi passati (e non più ricostituiti).

Ciò posto con riferimento al quinquennio 2011 - 2015, pare utile, in conclusione, svolgere qualche ulteriore considerazione su taluni indicatori aggregati riferiti al decennio 2006 - 2015 (*Tabella 16*), così da poter collocare i giudizi di sintesi sopra espressi in un quadro evolutivo relativamente ampio dal punto di vista temporale.

**Tabella 16 - Evoluzione dei principali quozienti di bilancio 2006 - 2015**

	2015	2014	2013	2012	2011
ROE	-0,24%	-1,58%	-7,06%	-9,16%	-0,35%
ROA	3,02%	1,68%	1,38%	1,27%	3,00%
Rapporto di indebitamento (MT/MP)	2,27	2,17	2,79	3,22	3,12
Quoziente di disponibilità (AB/PB)	1,37	1,49	1,34	1,32	1,35
Indice di copertura secondario ((MP/PC)/AF)	1,47	1,61	1,59	1,52	1,61
	2010	2009	2008	2007	2006
ROE	-0,02%	-3,31%	3,40%	12,09%	12,97%
ROA	1,96%	2,56%	4,18%	6,02%	5,54%
Rapporto di indebitamento (MT/MP)	3,47	3,76	3,78	4,68	4,26
Quoziente di disponibilità (AB/PB)	1,36	1,25	1,28	1,21	1,28
Indice di copertura secondario ((MP/PC)/AF)	1,69	1,49	1,57	1,50	1,77

Per quanto riguarda la struttura patrimoniale e finanziaria, dal confronto fra i rapporti di indebitamento per il decennio 2006 - 2015 si coglie un significativo miglioramento della capitalizzazione delle imprese nell'ultimo triennio: dal 2013 al 2015 gli indicatori in parola, infatti, si collocano su valori inferiori a tre, mentre negli anni precedenti oscillavano tra il 3,12 e il 4,68.

Per quanto attiene alla redditività, dal confronto fra gli indicatori per il decennio 2006- 2015 emerge l'ottima *performance* della redditività operativa registrata nel 2015, (il ROA è risultato il più elevato degli ultimi 7 anni). Era dal 2008, cioè dall'anno in cui si è manifestata la crisi, che non si registrava una *performance* del genere. Anche per la redditività netta il 2015 è stato un anno di miglioramento con il valore che, seppur negativo, ha raggiunto un livello che non si toccava dal 2010.

Rapportando ai mezzi propri soltanto la posizione finanziaria netta (PFN) e non l'intero valore dei mezzi di terzi (*Tabella 17*), si osserva invece come il valore del quoziente scenda al di sotto dell'unità nel 2006, nel 2011 e nell'ultimo triennio indagato, in cui si attesta prima a 0,75, poi a 0,59 e infine a 0,71 nel 2015.

In definitiva, se il dato del 2015 rispetto al 2014 fa pensare a un peggioramento, lo stesso dato inserito nel decennio testimonia una generale situazione di miglioramento.

**Tabella 17 - Posizione Finanziaria Netta, Mezzi Propri e Margine Operativo Lordo 2006 - 2015**

	2015	2014	2013	2012	2011
PFN/MP	0,71	0,59	0,75	1,05	0,93
PFN/MOL	4,36	5,32	6,41	8,26	4,84
	2010	2009	2008	2007	2006
PFN/MP	1,13	1,05	1,41	1,50	0,95
PFN/MOL	7,15	5,32	5,23	3,43	2,53

Confrontando poi la PFN con un aggregato reddituale, il MOL, si osserva come il rapporto in questione - seppur contraddistinto da andamenti altalenanti nel decennio - cresca in maniera significativa a muovere dal 2008 sino a toccare la punta massima nel 2012 (8,26), per attestarsi poi a 6,41 nel 2013, 5,32 nel 2014 e infine 4,36 nel 2015.

La riduzione dell'ultimo triennio è senza dubbio un elemento positivo, che nei primi due anni è stato frutto soprattutto del calo della posizione finanziaria netta, mentre nel 2015 è stata originata dal deciso aumento del margine operativo lordo. Pare comunque essere proprio questo indicatore quello che più di tutti testimonia come, nell'ultimo anno, i conti del settore edile siano migliorati rispetto ai precedenti.

Di conseguenza, in conclusione dello studio, si può ribadire come il 2015 abbia confermato i segnali di ripresa già intravisti negli anni precedenti, in particolare sui fronti della marginalità operativa e della redditività (operativa e netta).

