

ANALISI ECONOMICO - FINANZIARIA DELLE IMPRESE EDILI BRESCIANE

2001 - 2005



**COLLEGIO DEI COSTRUTTORI
EDILI
DI BRESCIA E PROVINCIA**



Camera di Commercio
Industria Artigianato Agricoltura
Brescia

INDICE

PRESENTAZIONE	pag. 3
PREFAZIONE.....	pag. 5
1. INTRODUZIONE	pag. 7
2. LA METODOLOGIA DELL'ANALISI	pag. 9
3. L'ANALISI ECONOMICA 2001-2005: RICLASSIFICAZIONE E PERCENTUALIZZAZIONE DEI VALORI DI BILANCIO	pag. 10
3.1 La riclassificazione dei prospetti di conto economico e di stato patrimoniale	» 10
3.2 I bilanci riclassificati e percentualizzati 2001-2005.....	» 14
4. LA STRUTTURA PATRIMONIALE DELLE IMPRESE EDILI BRESCIANE	pag. 20
4.1 Premessa	» 20
4.2 Il rapporto di indebitamento	» 20
4.3 La correlazione fonti – impieghi.....	» 22
5. LA REDDITIVITÀ DELLE IMPRESE EDILI BRESCIANE .	pag. 24
5.1 Premessa	» 24
5.2 La redditività del capitale investito.....	» 24
5.3 La redditività del capitale proprio.....	» 25
5.4 Il margine di contribuzione.....	» 28
6. LIQUIDITA' E DINAMICA FINANZIARIA DELLE IMPRESE EDILI BRESCIANE	pag. 30
6.1 Premessa	» 30
6.2 I quozienti finanziari.....	» 30
6.3 Il rendiconto finanziario.....	» 33
7. CONCLUSIONI	pag. 37

PRESENTAZIONE

Il Collegio dei Costruttori Edili di Brescia, con il supporto della locale Camera di Commercio, riprende a pubblicare, dopo l'ultima edizione comparsa nel 2000, il proprio Studio sull'evoluzione del comparto bresciano dell'edilizia, svolto mediante l'analisi di un campione che si riferisce ai circa 1.300 bilanci di aziende, rette in forma di società di capitali e con un "Valore della Produzione" superiore a un milione di euro, associate al Collegio.

L'analisi del campione, che per le proprie caratteristiche risulta significativamente rappresentativo dell'intero comparto delle costruzioni nel territorio della Provincia, offre lo spunto per effettuare non poche riflessioni e valutazioni - alcune positive, altre foriere di qualche preoccupazione - relativamente allo stato di salute delle imprese edili bresciane per gli anni che vanno dal 2001 al 2005.

Lo Studio che qui si presenta prende avvio con un capitolo introduttivo ove vengono illustrati gli obiettivi dell'indagine, gli strumenti utilizzati, nonché i limiti informativi che connotano i contenuti delle ricerche basate sull'analisi di bilanci aggregati; prosegue con un capitolo interamente dedicato alla metodologia dell'analisi e sviluppa poi, nei quattro capitoli successivi, le riflessioni e le valutazioni relative alla struttura patrimoniale, alla redditività e alla dinamica finanziaria delle imprese appartenenti al comparto bresciano delle costruzioni edili.

Il Collegio dei Costruttori, con la ripresa della pubblicazione del presente Rapporto, si propone di fornire alle imprese associate un utile strumento di lavoro, volto a consentire - fra l'altro - l'analisi della struttura economico-finanziaria e patrimoniale della propria impresa in confronto a quella media del settore di appartenenza.

Il Rapporto, aggiornato al 2005, viene pubblicato pochi mesi dopo il deposito dei bilanci presso il Registro Imprese della locale Camera di Commercio. La tempestività con cui i suoi funzionari hanno reso disponibili tali bilanci ha consentito di procedere celermente alla loro classificazione e al loro inserimento nel campione.

I professionisti dello Studio Camodeca Scalvini di Brescia, Prof. Renato Camodeca e Dott. Luca Scalvini, hanno infine curato l'impostazione dell'analisi, i commenti ai dati e le elaborazioni quantitative che vengono presentate.

A loro, come ai funzionari della Camera di Commercio di Brescia, va il mio sentito ringraziamento personale e quello dei Costruttori bresciani.

Brescia, 6 ottobre 2006

Giuliano Campana
Presidente Collegio Costruttori
Edili di Brescia

PREFAZIONE

Il Rapporto “*Analisi economico-finanziaria delle imprese edili bresciane 2001 – 2005*” ha ad oggetto l’analisi delle condizioni di equilibrio reddituale, finanziario e patrimoniale delle imprese edili, rette in forma di società di capitali e associate al Collegio, nel periodo 2001 – 2005.

L’indagine è stata svolta con l’obiettivo di evidenziare ed illustrare - per sintesi, e tenuto conto delle difficoltà tecniche relative all’esame di un campione di bilanci aggregati - i profili che maggiormente hanno qualificato l’economicità delle imprese edili osservate nel quinquennio considerato; essa, pertanto, si focalizza sull’esame congiunto delle dinamiche reddituali, dei flussi finanziari, nonché degli assetti patrimoniali, utilizzando la tecnica dell’analisi di bilancio per indici, quozienti e flussi.

Lo strumento utilizzato per svolgere le considerazioni di seguito riportate è costituito da un campione, costruito grazie all’attività del Collegio e con il supporto della locale Camera di Commercio, composto da quasi 1.300 bilanci di società di capitali con sede nella provincia di Brescia e con “Valore della produzione” annuo superiore a un milione di euro: si tratta, pertanto, di un campione aperto, avente ad oggetto i bilanci dal 2001 al 2005, nel quale - per ogni esercizio considerato - sono state inserite ed escluse le imprese che, rispettivamente, hanno superato o ridotto il parametro reddituale di cui sopra.

La metodologia adottata - in linea con gli approcci diffusi in dottrina e nella prassi professionale - ha condotto alla selezione di indici, quozienti e dati segnaletici, atti a rappresentare le condizioni di equilibrio economico delle imprese esaminate nei profili reddituale, monetario-finanziario e patrimoniale.

La disamina che ne è derivata risulta articolata come segue:

- a) analisi degli stati patrimoniali aggregati e riclassificati per il quinquennio 2001 – 2005, 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 2001 – 2005, al fine di porre in evidenza, fra gli altri indicatori, l’andamento del margine di contribuzione nonché la redditività operativa e netta (R.o.a. e R.o.e.);
- c) analisi dei rendiconti finanziari aggregati per il quinquennio 2001 – 2005, al fine soprattutto di illustrare gli andamenti tipici dei *cash flows* operativi e netti.

I contenuti qui di seguito presentati, più che fornire risposte o soluzioni a problemi noti alle imprese ed agli operatori, offrono molteplici spunti di interesse e stimoli alla riflessione, il tutto con l’obiettivo di delineare un quadro di riferimento, parziale ma senza dubbio significativo, del settore delle costruzioni edili in Brescia e provincia.

Renato Camodeca
Università degli Studi di Brescia
Dottore Commercialista

Luca Scalvini
Dottore Commercialista in Brescia

1. INTRODUZIONE

Oggetto del presente documento è l'analisi delle condizioni di equilibrio economico, finanziario e patrimoniale delle imprese edili bresciane, rette in forma di società di capitali e associate al Collegio dei Costruttori Edili della provincia di Brescia, nel periodo 2001 – 2005.

L'indagine è stata svolta con l'obiettivo di evidenziare ed illustrare - per sintesi, e tenuto conto delle difficoltà tecniche relative all'esame di un campione di bilanci aggregati - i profili che maggiormente hanno qualificato l'*economicità* delle imprese edili osservate nel quinquennio considerato; essa, pertanto, si focalizza sull'esame congiunto delle dinamiche reddituali, dei flussi finanziari, nonché degli assetti patrimoniali, esame svolto con l'utilizzo della tecnica dell'analisi di bilancio per indici, quozienti e flussi.

I contenuti del presente documento, per quanto esposti secondo una diversa impostazione metodologica, sono stati elaborati tenendo conto, per quanto possibile, dell'esigenza di continuità rispetto ai Rapporti precedenti ed in particolare rispetto al Rapporto "Analisi Economico-finanziaria delle imprese edili bresciane" per il quinquennio 1995 – 2000.

Lo strumento utilizzato per svolgere le considerazioni di seguito riportate è costituito da un campione, costruito grazie all'attività degli uffici del Collegio dei Costruttori Edili di Brescia e con il supporto della locale Camera di Commercio, composto da quasi 1.300 bilanci di società di capitali con sede nella provincia di Brescia e con "Valore della produzione" annuo superiore a un milione di euro: si tratta, pertanto, di un campione *aperto*, avente ad oggetto i bilanci dal 2001 al 2005, nel quale - per ogni esercizio considerato - sono entrate ed uscite le imprese che, rispettivamente, hanno superato o ridotto il parametro reddituale di cui sopra.

In particolare, il campione utilizzato è risultato così composto:

- n. 228 imprese nel 2001;
- n. 244 imprese nel 2002;
- n. 255 imprese nel 2003;
- n. 277 imprese nel 2004;
- n. 285 imprese nel 2005.

Il campione in parola riporta i dati contabili - reddituali, monetario-finanziari e patrimoniali - tratti dai bilanci depositati, redatti secondo gli schemi e i criteri previsti dalla normativa civilistica vigente: le tecniche di analisi di bilancio, applicate ai documenti in parola, hanno pertanto risentito delle semplificazioni e degli adattamenti imposti dalla natura, dalla quantità e dalla qualità intrinseca dei dati pubblicati.

I contenuti qui di seguito presentati offrono spunti di notevole interesse al fine di interpretare e delineare i profili caratteristici dell'*economicità* delle imprese appartenenti al campione, e conseguentemente i tratti tipici che, nel periodo con-

siderato, hanno qualificato l'economia delle imprese edili bresciane nel contesto settoriale di riferimento.

Le elaborazioni, gli indicatori e le valutazioni di seguito espresse, tuttavia, risentono fatalmente di alcuni limiti informativi, fra i quali:

- a) le caratteristiche del campione utilizzato e la rappresentatività complessiva che lo connota;
- b) la carenza di alcuni dati e informazioni integrative, utili all'analista esterno per integrare e non di rado confermare i risultati 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 che dalle stesse si possono trarre con riferimento 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 ed interpretare i risultati emersi.

Tenuto conto delle osservazioni introduttive di cui sopra, l'indagine sul *data-set* costruito dal Collegio dei Costruttori Edili della Provincia di Brescia, dopo averne evidenziato le caratteristiche quali-quantitative ed aver illustrato la metodologia dell'analisi, 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.

2. LA METODOLOGIA DELL'ANALISI

L'analisi, e la conseguente interpretazione dei dati risultanti dagli elaborati tratti dal campione di imprese costruito dal Collegio dei Costruttori, 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 dello Studio.

Le semplificazioni adottate, peraltro, trovano 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 dottrina e nella prassi professionale - ha condotto alla selezione di indici, quozienti e dati segnaletici atti a rappresentare le condizioni di equilibrio economico delle imprese esaminate negli aspetti reddituali e monetari (dati di conto economico e di rendiconto finanziario), nonché nei profili di struttura patrimoniale e finanziaria (dati di 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 2001 – 2005, 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 2001 – 2005, al fine di porre in evidenza, fra gli altri indicatori, l'andamento del margine di contribuzione nonché la redditività operativa e netta (R.o.a. e R.o.e.);
- c) analisi dei rendiconti finanziari aggregati per il quinquennio 2001 – 2005, al fine soprattutto di illustrare gli andamenti tipici dei *cash flows* operativi e netti.

3. L'ANALISI ECONOMICA 2001–2005: RICLASSIFICAZIONE E PERCENTUALIZZAZIONE DEI VALORI DI BILANCIO

3.1 - La riclassificazione dei prospetti di conto economico e di stato patrimoniale

Il lavoro di rielaborazione dei dati risultanti dal campione costruito dal Collegio dei Costruttori Edili della provincia di Brescia ha condotto alla selezione e alla costruzione dei seguenti prospetti di sintesi:

- 1) conto economico a “valore della produzione effettuata e valore aggiunto”;
- 2) stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario;
- 3) stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio funzionale.

Il conto economico a “valore della produzione effettuata e a valore aggiunto”, rappresentato in sintesi nella *Tabella 1*, pone in evidenza il processo di formazione del reddito e distingue, tipicamente, i profili di redditività delle gestioni caratteristica, patrimoniale, finanziaria e tributaria.

Tabella 1 - Il conto economico a “valore della produzione effettuata e valore aggiunto”

+ Vendite
+ Lavorazioni in economia
+/- Variazione magazzino sl e pf
= VALORE DELLA PRODUZIONE
- Acquisti di materiali
+/- Variazione magazzino materie prime
- Costi di costruzione beni immobili
- Costi generali
= Valore aggiunto
- Costo del lavoro
= Margine operativo lordo
- Ammortamenti
- Accantonamenti
= Reddito operativo
+ Proventi finanziari
- Oneri finanziari
+/- Componenti straordinari
= Reddito ante imposte
- Imposte
= Risultato d'esercizio

La scelta per lo schema di conto economico «a valore della produzione e valore aggiunto» si è fondata sull'analisi dell'attività tipica che connota il comparto dell'edilizia, nella quale – si è scritto più sopra – notevole rilevanza assumono sia il fatturato, sia il dato relativo alle rimanenze di lavori in corso di esecuzione.

Tale schema, oltre ad evidenziare i singoli risultati parziali (e fra tutti il risultato operativo della gestione caratteristica), pone in luce - nello specifico - il confronto fra «valore prodotto» nel periodo e «costi esterni» - variabili e di struttura - relativi all'attività caratteristica, evidenziando così il «valore aggiunto» da destinare alla copertura, principalmente, dei costi di lavoro dipendente, degli ammortamenti e degli accantonamenti.

La distinta indicazione del risultato operativo della gestione caratteristica - comune peraltro a tutti gli schemi di riclassificazione del conto economico - consente poi, nell'analisi, di separare i giudizi riguardanti l'attività tipica, svolti a prescindere dalle scelte di finanziamento effettuate dall'impresa, dalle considerazioni relative all'andamento della gestione nel suo complesso, la quale, com'è noto, risente sia delle dinamiche reddituali connesse all'attività principale (lavori edili ed immobiliari), sia degli effetti - in termini di interessi passivi e oneri bancari in generale - delle politiche finanziarie intraprese dalle imprese nel periodo oggetto di osservazione.

Lo stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio della liquidità/esigibilità, esposto in *Tabella 2*, offre un'indicazione sufficientemente completa con riferimento alla natura ed alla composizione di impieghi e fonti di finanziamento in essere alla chiusura di ogni esercizio.

La separazione fra attività circolanti e fisse, nonché fra fonti a breve e a medio-lungo termine, è stata effettuata sulla base delle informazioni e delle classificazioni risultanti dai bilanci di esercizio esaminati, utilizzando dunque il criterio convenzionale dei dodici mesi.

Per completare la rappresentazione patrimoniale e finanziaria, in aggiunta allo schema classico fondato sulla contrapposizione «fonti-impieghi» (*Tabella 2*) è stato altresì utilizzato, per ogni esercizio oggetto dell'analisi, anche un prospetto di stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio funzionale, al fine di presentare direttamente - e distintamente - la dimensione del capitale circolante netto operativo, nonché il capitale investito coperto da passività esplicitamente onerose (*Tabella 3*).

Tabella 2 - Lo Stato Patrimoniale secondo il criterio finanziario

+ Liquidita' immediate
+ Liquidita' differite
+ MAGAZZINO
= Capitale circolante operativo
+ Immobilizzazioni tecniche nette
+ Immobilizzazioni finanziarie nette
= Capitale fisso
= CAPITALE INVESTITO
+ Passivita' correnti
+ Passivita' consolidate
= Mezzi di terzi
+ Mezzi propri
= TOTALE FONTI

Tabella 3 - Lo stato patrimoniale secondo il criterio funzionale

IMPIEGHI	
+ Crediti vs clienti	
- Debiti vs fornitori	
+ Altri crediti	
+ Rimanenze	
- Altri debiti a breve	
- Altri debiti a m/l termine	
+ Ratei e risconti attivi	
- Ratei e risconti passivi	
= Capitale circolante operativo	
- Fondo TFR	
- Altri fondi	
= Capitale circolante operativo netto	
+ Crediti a lungo termine	
+ Partecipazioni	
+ Immob. Materiali	
+ Immob. Immateriali	
= Attivo fisso	

FONTI	
-	Cassa e banche attive
+	Debiti vs banche
+	Banche a m/l termine
=	Posizione finanziaria netta
+	Capitale sociale
+	Riserve
+/-	Utile/perdite a nuovo
+/-	Risultato d'esercizio
=	Totale Patrimonio netto

La lettura critica dei prospetti riclassificati secondo i criteri ora esposti, e in particolare la percentualizzazione dei dati contabili ivi indicati, consente di estrarre alcune interessanti considerazioni in merito alle condizioni di equilibrio reddituale, finanziario-monetario e patrimoniale delle imprese oggetto dell'analisi.

Per questi motivi, e quale premessa tecnica al calcolo degli indici e dei quozienti, il paragrafo che segue presenta i prospetti di conto economico e di stato patrimoniale aggregati, riclassificati e percentualizzati con riferimento alle imprese edili appartenenti al campione.

3.2 - I bilanci riclassificati e percentualizzati 2001-2005

Il conto economico “a valore della produzione effettuata e valore aggiunto”, riferito al comparto edile bresciano per il quinquennio 2001 – 2005, è esposto in *Tabella 4*.

Tabella 4 - I conti economici aggregati delle imprese edili bresciane 2001 - 2005

C.E. (€/1.000)	2005		2004		2003		2002		2001	
+Vendite	1.780.740	95,7%	1.690.250	94,5%	1.472.552	92,7%	1.441.817	96,1%	1.170.259	95,0%
+Lavorazioni in economia	4.831	0,3%	3.669	0,2%	6.579	0,4%	5.305	0,4%	2.127	0,2%
+/-Variaz. magazzino S.L. e P.F.	75.096	4,0%	94.293	5,3%	109.815	6,9%	53.176	3,5%	59.041	4,8%
=Valore della produzione	1.860.667	100,0%	1.788.211	100,0%	1.588.945	100,0%	1.500.297	100,0%	1.231.427	100,0%
-Acquisti di materiali	612.098	32,9%	591.045	33,1%	525.122	33,0%	493.389	32,9%	402.325	32,7%
+/-Variaz. magazzino M.P.	(14.217)	-0,8%	(2.363)	-0,1%	(10.874)	-0,7%	(9.393)	-0,6%	5.550	0,5%
-Costi di costruzione beni immobili	835.947	44,9%	804.853	45,0%	710.378	44,7%	659.826	44,0%	524.248	42,6%
-Costi generali	30.059	1,6%	31.833	1,8%	29.801	1,9%	23.622	1,6%	18.767	1,5%
=Valore aggiunto	396.780	21,3%	362.843	20,3%	334.519	21,1%	332.854	22,2%	280.535	22,8%
-Costo del lavoro	256.312	13,8%	232.743	13,0%	211.740	13,3%	196.979	13,1%	177.342	14,4%
=Margine operativo lordo	140.468	7,6%	130.100	7,3%	122.779	7,7%	135.875	9,1%	103.193	8,4%
-Ammortamenti	35.839	1,9%	36.837	2,1%	37.253	2,3%	33.875	2,3%	32.588	2,6%
-Accantonamenti	482	0,0%	344	0,0%	396	0,0%	664	0,0%	539	0,0%
=Reddito operativo	104.148	5,6%	92.918	5,2%	85.130	5,4%	101.335	6,8%	70.067	5,7%
+Proventi finanziari	10.001	0,5%	3.315	0,2%	7.374	0,5%	12.891	0,9%	4.824	0,4%
-Oneri finanziari	36.710	2,0%	32.544	1,8%	28.724	1,8%	38.065	2,5%	27.475	2,2%
+/-Componenti straordinari	10.863	0,6%	4.136	0,2%	629	0,0%	155	0,0%	(2.435)	-0,2%
=Reddito ante imposte	88.302	4,7%	67.825	3,8%	64.410	4,1%	76.316	5,1%	44.981	3,7%
-Imposte	44.429	2,4%	38.292	2,1%	35.769	2,3%	34.171	2,3%	25.436	2,1%
=Risultato d'esercizio	43.873	2,4%	29.533	1,7%	28.641	1,8%	42.145	2,8%	19.544	1,6%

Dai dati esposti in *Tabella 4* emerge che il fatturato aumenta, dal 2001 al 2005, del 52,2%, in linea con il saggio di crescita del valore della produzione (51,1%).

Entrambi gli aggregati registrano un aumento generalizzato in tutto il quinquennio, anche se in proporzioni diverse nei diversi anni. In particolare, si assiste a una crescita più sostenuta nel 2002 e nel 2004; nel 2003 e nel 2005, viceversa, l'incremento risulta tendenzialmente più modesto (cfr. *Grafico 1*).

La dinamica ora evidenziata è ben espressa dai due indicatori esposti in *Tabella 5*: i saggi di variazione del fatturato e del valore della produzione, infatti, confermano - nel periodo esaminato - una linea di costante crescita dei volumi di attività, con punte significative negli anni 2002 e 2004.

Grafico 1 – Evoluzione del fatturato e del valore della produzione 2001-2005

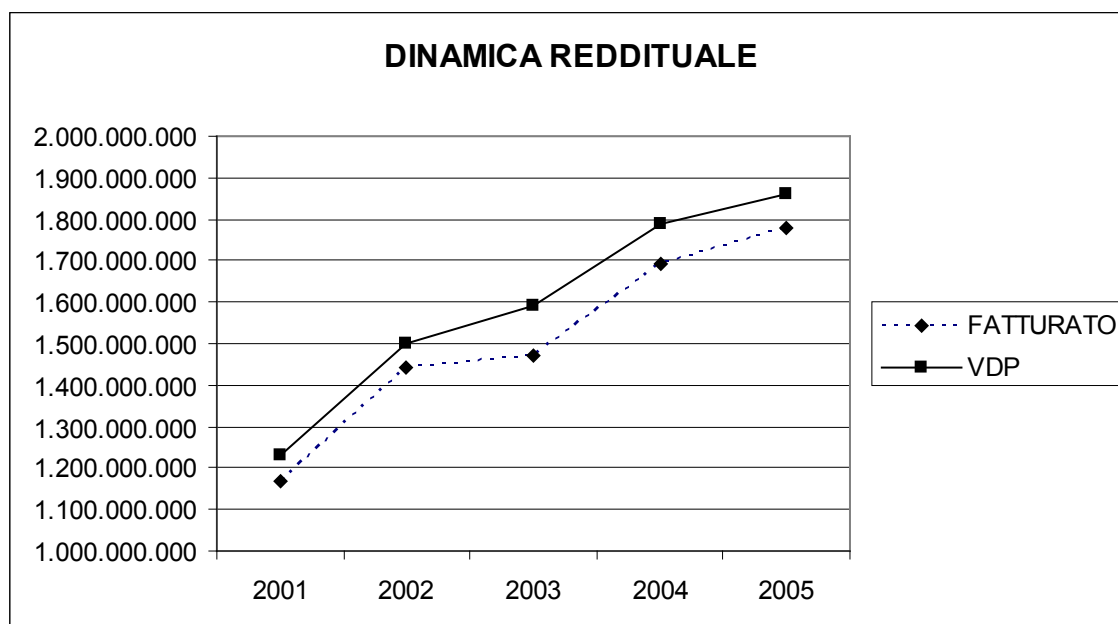


Tabella 5 - Saggi di variazione del fatturato e del valore della produzione 2001-2005

	2005	2004	2003	2002	2001
Variatione Fatturato	5,4%	15,0%	1,9%	23,6%	n.c.
Variatione Valore della produzione	4,1%	12,5%	5,9%	21,8%	n.c.

L'incidenza degli acquisti di materiali sul valore della produzione rimane stabile, in un intorno del 33%, per tutto il periodo considerato; la categoria dei costi di costruzione dei beni immobili (aggregato comprendente costi per servizi, oneri per godimento beni di terzi e accantonamenti per rischi) registra viceversa un aumento dal 42% al 45%.

Per questo motivo, nonostante un aumento in termini assoluti di circa 116 milioni di euro, l'incidenza del Valore aggiunto sul Valore della produzione diminuisce, nel periodo considerato, dal 22,8% al 21,3%.

Il costo del lavoro registra un andamento simile al Valore aggiunto: dal 2001 al 2005, infatti, si verifica un aumento in termini assoluti, ma un calo dell'incidenza percentuale rispetto al Valore della Produzione (dal 14,4% al 13,8%).

La dinamica più sopra descritta per il Fatturato e il Valore della produzione si ripropone anche nell'andamento del margine operativo lordo (M.o.l.) e del reddito operativo. Entrambi gli aggregati, infatti, aumentano nel 2002 rispetto al 2001, nel 2004 in confronto all'anno precedente e nel 2005 rispetto al 2004; viceversa, nell'anno 2003, registrano una flessione rispetto al 2002. In termini percentuali,

l'incidenza del M.o.I. sul Valore della Produzione, per tutto il periodo considerato, passa così dall'8,4% al 7,5%, quella del reddito operativo dal 5,7 % al 5,6%, con valori medi che – per quest'ultima grandezza – si assestano ad una media del 5,74%, nonostante la crescita costante ed evidente, in valori assoluti, dei volumi di attività.

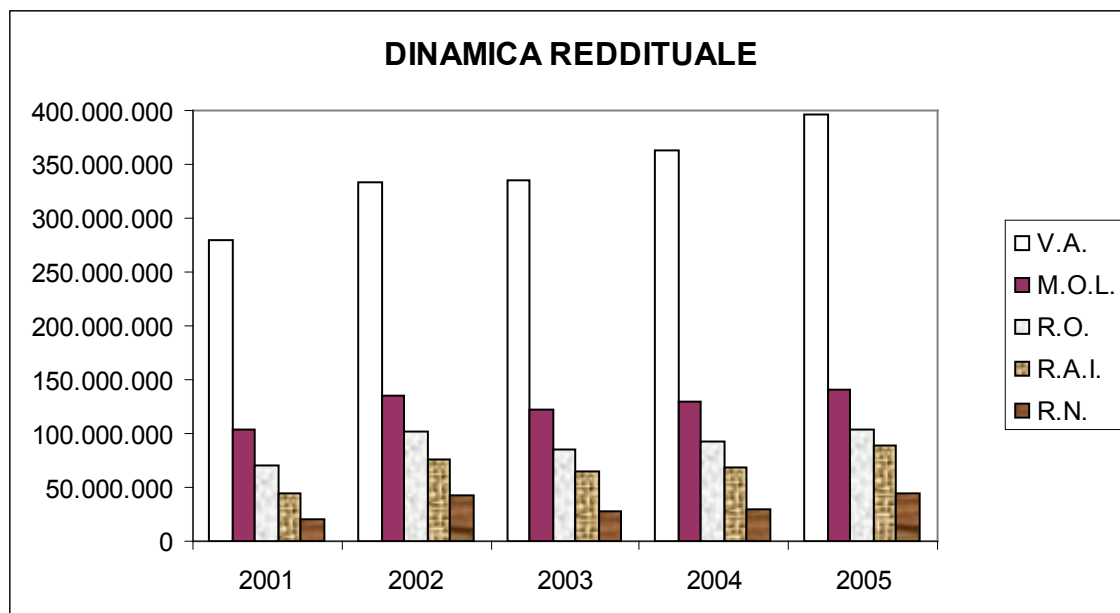
Con riferimento alle altre classi di valori, gli oneri finanziari registrano un andamento in linea con quello del M.o.I. e del reddito operativo (l'incidenza sul valore della Produzione diminuisce dal 2,2% al 2%), mentre le imposte - pur aumentando in termini assoluti lungo l'intero periodo - si mantengono sostanzialmente in un intorno del 2% del Valore della Produzione.

I risultati netti d'esercizio aumentano nel quinquennio del 124%, passando dai 19 milioni di euro del 2001 ai 43,8 milioni di euro del 2005. L'incidenza percentuale sul valore della produzione, nel medesimo periodo, aumenta di otto decimi di punto, dall'1,6% al 2,4%.

L'andamento degli utili netti non pare tuttavia del tutto lineare nei cinque anni osservati: nel 2002, infatti, il risultato cresce di oltre il 100% se paragonato a quello dell'esercizio precedente; tra il 2002 e il 2003 si verifica invece un calo di oltre il 30%; nel 2004 si registra un lieve aumento del 3% in confronto al risultato del 2003; infine, nel 2005, il dato aumenta rispetto al 2004 del 49%.

L'andamento degli aggregati reddituali appena descritti è riassunto nel *Grafico 2*.

Grafico 2 – Evoluzione di valore aggiunto, margine operativo lordo, reddito operativo, reddito ante imposte e reddito netto 2001-2005



Lo Stato Patrimoniale rielaborato in logica finanziaria, riferito al quinquennio osservato, è rappresentato nella *Tabella 6*.

Tabella 6 – Gli stati patrimoniali riclassificati secondo il criterio finanziario 2001-2005

S.P. (€/1.000)	2005		2004		2003		2002		2001	
+Liquidità immediate	94.053	4,9%	79.235	4,6%	59.550	4,2%	64.512	4,9%	65.493	6,1%
+Liquidità differite	777.741	40,6%	709.599	40,8%	562.963	39,8%	560.495	42,3%	463.148	42,9%
+Magazzino	599.952	31,4%	568.671	32,7%	464.781	32,9%	384.648	29,1%	305.831	28,3%
=Capitale Circolante	1.471.746	76,9%	1.357.505	78,0%	1.087.294	76,9%	1.009.655	76,3%	834.472	77,2%
+Immobilizzazioni tecniche	289.504	15,1%	253.260	14,6%	253.983	18,0%	228.736	17,3%	185.383	17,2%
+Immobilizzazioni finanziarie	152.364	8,0%	128.897	7,4%	72.486	5,1%	85.324	6,4%	60.722	5,6%
=Capitale fisso	441.869	23,1%	382.156	22,0%	326.469	23,1%	314.060	23,7%	246.105	22,8%
=Capitale investito	1.913.615	100,0%	1.739.662	100,0%	1.413.763	100,0%	1.323.715	100,0%	1.080.577	100,0%
+Passività correnti	1.150.179	60,1%	1.084.533	62,3%	888.199	62,8%	1.036.430	78,3%	860.789	79,7%
+Passività consolidate	388.000	20,3%	330.059	19,0%	256.837	18,2%	48.736	3,7%	40.961	3,8%
=Mezzi di terzi	1.538.180	80,4%	1.414.592	81,3%	1.145.036	81,0%	1.085.166	82,0%	901.750	83,5%
+Mezzi propri	375.435	19,6%	325.070	18,7%	268.727	19,0%	238.548	18,0%	178.827	16,6%
=Totale fonti	1.913.615	100,0%	1.739.662	100,0%	1.413.763	100,0%	1.323.715	100,0%	1.080.577	100,0%

Con riferimento agli impieghi, dai valori riclassificati ed esposti in *Tabella 6* emerge in primo luogo il dato relativo alla crescita del capitale investito nel periodo esaminato: complessivamente, infatti, l'aggregato in parola aumenta del 77%, ma la sua composizione non muta. In particolare, il capitale circolante si attesta su una percentuale pari quasi all'80% dell'intero capitale investito, mentre il capitale fisso supera di poco il 20%.

All'interno del capitale circolante la classe di valore predominante è costituita dalle liquidità differite, ovvero i crediti di funzionamento e di finanziamento a breve termine: essi si attestano, per tutto il periodo in esame, in un intorno del 40% del capitale investito. Oscillante invece su un valore pari al 30% del capitale investito è il dato contabile delle rimanenze (rappresentate dalle materie prime, dai lavori in corso e dai prodotti/lavori finiti).

Per quanto concerne le fonti, i dati pongono in evidenza un equilibrio di struttura finanziaria che non fa emergere sostanziali differenze fra le imprese analizzate e la media delle piccole e medie aziende italiane: prevalgono infatti i mezzi di terzi, il cui valore supera - nell'intero quinquennio - l'80% del totale delle fonti, evidenziando così una situazione di stabile e strutturale sotto-capitalizzazione.

Sul punto, peraltro, va specificato che - in generale e per tutto il periodo considerato - si riscontra una diminuzione dell'incidenza percentuale dei mezzi di terzi sul totale delle fonti (dall'83,5% all'80,4%) e un conseguente aumento dell'incidenza dei mezzi propri (dal 16,5% al 19,6%).

Un dato di particolare interesse è rappresentato dalla composizione dei mezzi di terzi. Infatti, dal 2001 al 2005, si assiste ad una costante diminuzione dell'incidenza delle passività correnti (dal 79,7% del totale fonti al 60,1%), e ad un notevole incremento del peso delle passività consolidate (dal 3,8% al 20,3%): ciò, pur non cancellando il problema della eccessiva dipendenza dai mezzi di terzi, pone in chiara luce un processo di consolidamento progressivo del debito a breve a favore delle posizioni di medio e lungo termine, favorevole per quanto attiene alla situazione della liquidità delle imprese appartenenti al comparto, ma

certo potenziale indice rivelatore di una relativa difficoltà nel giro del capitale circolante operativo (in particolare delle rimanenze e dei crediti).

Lo Stato Patrimoniale rielaborato in logica funzionale, riferito al periodo indagato, è rappresentato nella *Tabella 7*.

Tabella 7 – Gli stati patrimoniali riclassificati secondo il criterio funzionale 2001-2005

IMPIEGHI	2005	2004	2003	2002	2001
+Crediti vs clienti	578.322	544.150	434.572	445.648	370.513
-Debiti vs fornitori	433.506	447.411	317.478	290.124	233.655
+Altri crediti	160.471	134.833	98.506	88.073	68.897
+Rimanenze	599.952	568.671	464.781	384.648	305.831
-Altri debiti a breve	373.495	323.074	348.463	454.217	358.526
-Altri debiti a m/l termine	89.688	98.790	68.195	2.696	1.082
+Ratei e risconti attivi	18.566	17.805	16.264	14.958	11.440
-Ratei e risconti passivi	10.544	17.361	10.803	6.751	8.240
=Capitale circolante operativo	450.079	378.824	269.184	179.540	155.177
-Fondo TFR	52.780	47.533	41.837	39.330	34.290
-Altri fondi	15.153	11.930	10.546	9.406	6.671
=Capitale circolante operativo netto	382.145	319.361	216.801	130.804	114.216
+Crediti a lungo termine	59.263	51.083	27.738	54.432	35.948
+Partecipazioni	114.138	91.384	58.955	43.235	37.760
+Immob. Materiali	261.950	237.865	238.441	215.077	173.314
+Immob. Immateriali	27.554	15.395	15.542	13.659	12.069
=Attivo fisso	462.905	395.727	340.676	326.403	259.091
CAPITALE INVESTITO NETTO	845.050	715.088	557.477	457.207	373.307
FONTI	2005	2004	2003	2002	2001
-Cassa e banche attive	93.398	78.475	58.964	63.985	64.806
+Debiti vs banche	332.712	280.211	215.103	282.643	259.285
+Banche a m/l termine	230.301	188.283	132.611	0	0
=Posizione finanziaria netta	469.615	390.018	288.750	218.659	194.480
+Capitale sociale	124.126	117.139	90.714	101.906	76.598
+Riserve	201.162	172.549	145.972	93.073	81.437
+Utili a nuovo	6.237	5.835	3.398	1.424	1.248
+Risultato d'esercizio	43.910	29.547	28.643	42.145	19.544
=Totale Patrimonio netto	375.435	325.070	268.727	238.548	178.827
TOTALE FONTI	845.050	715.088	557.477	457.207	373.307

Il prospetto qui sopra riportato offre evidenza della dinamica della posizione finanziaria netta (P.f.n.), costituita – in sostanza – dal debito finanziario, considerato al netto delle eventuali giacenze di cassa: tale indicatore pone in luce un aumento dell'indebitamento finanziario nel corso del quinquennio. Il valore della P.f.n., infatti, quasi si triplica nel periodo d'indagine, passando da 194 milioni di

euro ad oltre 469 milioni di euro.

Da una più approfondita analisi della composizione della P.f.n. si nota poi come l'indebitamento bancario a medio lungo termine venga utilizzato dalle imprese edili bresciane soltanto negli anni 2003, 2004 e 2005, risultando una strada non percorsa negli esercizi precedenti.

Per quanto riguarda il capitale investito si evidenzia una crescita generalizzata di quasi tutti i valori nel corso del periodo osservato, crescita sulla quale si tornerà nelle pagine che seguono.

I dati percentualizzati ora presentati e commentati costituiscono una valida premessa tecnica per affrontare l'analisi degli indici e dei quozienti che possono ricavarsi dall'interpretazione dei dati contabili relativi al periodo considerato.

Su queste basi, pertanto, i paragrafi che seguono hanno quale oggetto:

- a) l'analisi della struttura patrimoniale, volta ad approfondire gli equilibri di struttura finanziaria e a indagare la composizione del patrimonio aziendale nei profili quantitativo e qualitativo (§ 4);
- b) l'analisi della redditività, e in particolare l'esame delle relazioni intercorrenti tra risultati ottenuti e mezzi impiegati (§ 5);
- c) l'analisi della dinamica finanziaria, volta infine ad approfondire i profili di equilibrio dinamico dei flussi monetari e finanziari generati dalla gestione, nonché gli indicatori di liquidità e disponibilità risultanti dai dati patrimoniali riclassificati (§ 6).

Come già evidenziato nelle pagine precedenti, si presentano nel seguito unicamente i quozienti di bilancio ritenuti maggiormente rilevanti ai fini degli obiettivi dello Studio, allo scopo di tracciare un quadro sintetico, ma allo stesso tempo sufficientemente rappresentativo, delle condizioni di *economicità* delle imprese appartenenti al comparto bresciano dell'edilizia.

4. LA STRUTTURA PATRIMONIALE DELLE IMPRESE EDILI BRESCIANE

4.1 - Premessa

L'indagine in merito all'evoluzione della struttura patrimoniale del campione di imprese appartenenti al comparto bresciano dell'edilizia è stata svolta mediante la selezione e l'analisi di due quozienti:

- il rapporto di indebitamento;
- l'indice di copertura.

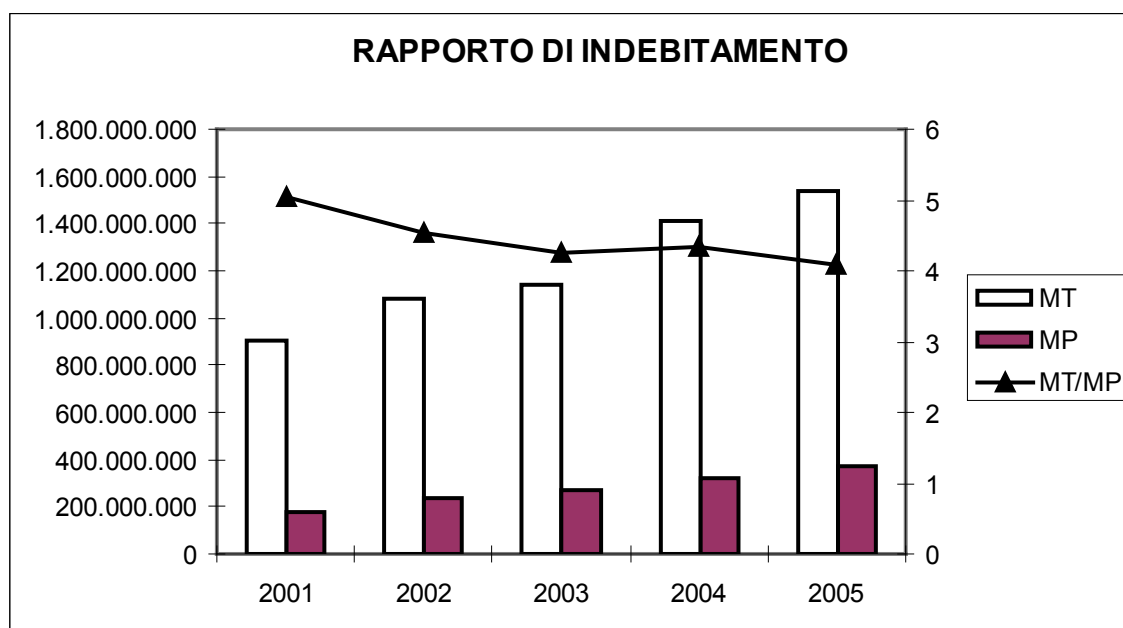
4.2 - Il rapporto di indebitamento

Il quoziente di indebitamento presenta - per il periodo considerato nell'analisi - i dati esposti in *Tabella 8* ed illustrati nel *Grafico 3*.

Tabella 8 – Rapporto di indebitamento 2001-2005

	2005	2004	2003	2002	2001
Rapporto di indebitamento (MT/MP)	4,10	4,35	4,26	4,55	5,04

Grafico 3 – Andamento del rapporto di indebitamento nel periodo 2001-2005



Il quoziente 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 [1]). L'indicatore assume valori compresi tra 4 e 5 evidenziando, a conferma di quanto già annotato, una struttura patrimoniale complessivamente sotto-capitalizzata, quindi con una netta prevalenza dell'indebitamento rispetto ai mezzi propri.

Il rapporto, peraltro, risulta in diminuzione nel corso del quinquennio osservato. Infatti, se nel 2001 per ogni centesimo di capitale proprio vi erano 5,04 centesimi di debito, nel 2005 lo stesso valore risulta pari a 4,10. Ciò evidenzia come, in proporzione nel periodo osservato, l'aumento dei mezzi propri sia stato superiore rispetto a quello dei mezzi di terzi: in altri termini, le imprese hanno diminuito l'incidenza dell'esposizione debitoria, migliorando conseguentemente la propria capitalizzazione

La questione della sotto-capitalizzazione emerge con chiarezza dall'analisi di due ulteriori indicatori, sostanzialmente complementari al rapporto di indebitamento: si tratta, nel caso di specie, del "leverage" e dell'incidenza dei mezzi di terzi sul totale delle fonti (*Tabella 9*).

Tabella 9 – Rapporto di leverage e incidenza dei mezzi di terzi sul totale fonti 2001-2005

	2005	2004	2003	2002	2001
Rapporto di leverage (CI/MP)	5,10	5,35	5,26	5,55	6,04
Incidenza mezzi di terzi (MT/CI)	80,4%	81,3%	81,0%	82,0%	83,5%

Entrambi i quozienti evidenziano e confermano le considerazioni finora svolte.

Nel periodo oggetto di osservazione, infatti, la capitalizzazione delle imprese edili bresciane risulta migliorata e, conseguentemente, si denota una minore incidenza dei mezzi di terzi.

In particolare, il *leverage* (calcolato quale rapporto fra capitale investito e mezzi propri) diminuisce da 6,04 a 5,10; l'incidenza dei mezzi di terzi sul totale delle fonti passa invece dall'83,5% all'80,4%.

Ulteriori considerazioni sul tema in esame possono essere svolte osservando la composizione dell'indebitamento, esposta in *Tabella 10*.

[1] A ben vedere nel calcolo del patrimonio netto non si dovrebbe considerare l'importo dei dividendi già deliberati, che sarebbe da inserire invece tra le passività correnti. Tuttavia, non avendo a disposizione tale informazione, nel presente lavoro tra i mezzi propri è stato considerato l'intero risultato economico dell'anno.

Tabella 10 – Incidenza dei mezzi di terzi sul totale fonti per il periodo 2001-2005

	2005	2004	2003	2002	2001
Incidenza dei debiti bancari	36,6%	33,1%	30,4%	26,1%	28,8%
Incidenza dei debiti verso fornitori	28,3%	33,0%	27,9%	27,0%	26,0%
Incidenza indebit. a m/l termine	20,8%	19,1%	17,9%	n.d.	n.d.

Come si evince dalla *Tabella 10*, nel corso del quinquennio aumenta sia l'incidenza dei debiti bancari, sia quella dei debiti di fornitura rispetto al totale delle fonti; la loro dinamica, però, risulta differente.

L'incidenza dell'indebitamento bancario, infatti, cresce di quasi otto punti percentuali, passando dal 26,8% al 36,6%; l'indice, nel 2002, diminuisce rispetto al 2001, per poi aumentare con ritmi di crescita del 3% annuo nel triennio 2003 – 2005.

L'indebitamento verso i fornitori, invece, registra una crescita cospicua - pari 7 punti percentuali, passando dal 26% al 33% - nel periodo 2001 – 2004, mentre decresce di quasi 5 punti nel 2005, con un'oscillazione quinquennale che si assesta al 2,3% (dal 26% al 28,3%).

A muovere dall'anno 2003, infine, risultano dai bilanci esaminati le classi di valori relative ai debiti a medio lungo termine diversi dai fondi rischi e spese: ciò pone in evidenza un processo di progressivo ricorso all'indebitamento bancario consolidato, con tutta probabilità spiegato dalla riduzione, altrettanto progressiva, dei debiti finanziari a breve.

4.3 - La correlazione fonti – impieghi

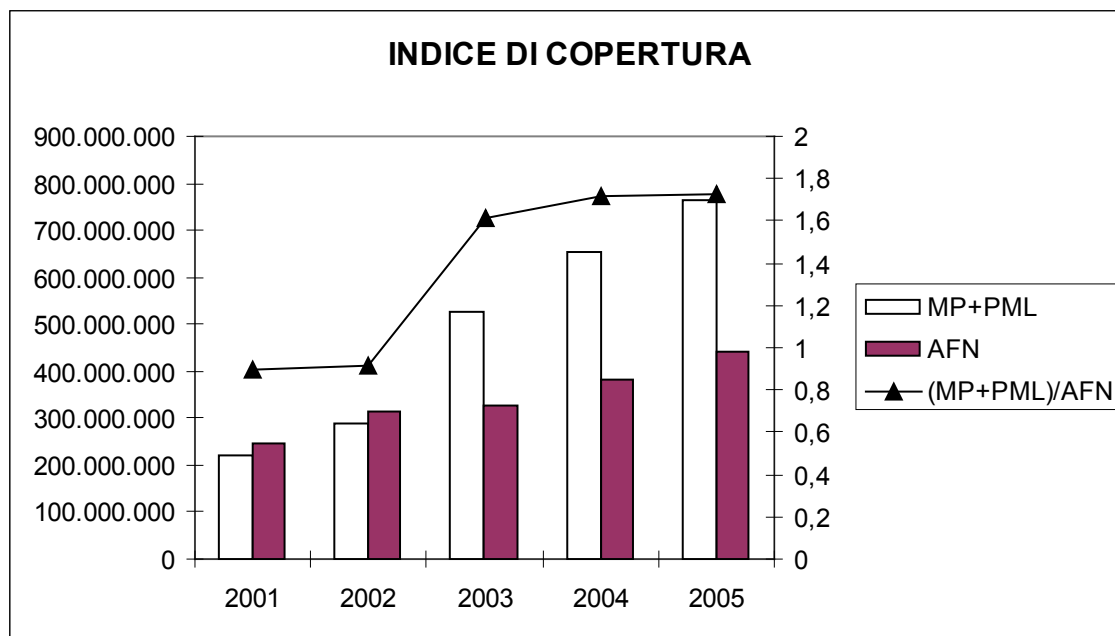
La *Tabella 11* e il *Grafico 4* pongono in evidenza l'andamento dell'indice di copertura risultante dai bilanci esaminati per il periodo 2001 – 2005.

Il quoziente in parola è stato ottenuto ponendo a rapporto da una parte il patrimonio netto e i debiti a medio lungo termine, dall'altra le immobilizzazioni; esso, com'è noto, consente di apprezzare, nel tempo, il processo di mobilitazione dei capitali: consente cioè di verificare che vi sia stata una corretta correlazione fra investimenti a lento ciclo di realizzo (immobilizzazioni) e fonti di finanziamento aventi durata simile (mezzi propri e mezzi di terzi consolidati). L'indicatore in parola, inoltre, offre indirettamente la misura dell'incidenza che le immobilizzazioni assumono rispetto al totale del capitale investito.

Per quanto concerne l'interpretazione, ove l'indicatore citato assuma valori maggiori dell'unità, ciò starebbe a significare che le passività consolidate finanziano tutto il capitale fisso e anche, per l'eccedenza, una parte del capitale circolante (individuabile - in termini ideali – nei valori di magazzino aventi natura di scorta permanente).

Tabella 11 – Indice di copertura 2001-2005

	2005	2004	2003	2002	2001
Indice di copertura (MP+PML)/AF	1,73	1,71	1,61	0,91	0,89

Grafico 4 – Andamento dell'indice di copertura nel periodo 2001-2005

Per quanto riguarda i valori sottoposti ad indagine, l'indice di copertura, nel comparto esaminato, migliora sensibilmente nel corso del quinquennio, passando da 0,89 a 1,73. Tale miglioramento, dovuto alla crescita dei mezzi propri e al consolidamento dell'indebitamento in misura maggiore rispetto all'incremento dell'attivo fisso, si è verificato soprattutto nell'esercizio 2003, esercizio nel quale l'indicatore in questione si è attestato a 1,61 in confronto allo 0,91 dell'anno precedente.

L'indice di copertura evidenzia una soddisfacente correlazione tra le fonti e gli impieghi, denotando una generale capacità delle imprese edili bresciane a finanziare i propri investimenti in capitale fisso con finanziamenti a medio lungo termine e/o con mezzi propri.

5. LA REDDITIVITÀ DELLE IMPRESE EDILI BRESCIANE

5.1 - Premessa

L'analisi della redditività delle imprese edili bresciane si è focalizzata soprattutto sull'esame dei seguenti rapporti:

- il rendimento del capitale investito nell'attività corrente (R.o.a.), articolato nelle sue determinanti tipiche (redditività delle vendite, R.o.s., e rotazione del capitale investito);
- il rendimento del capitale proprio (R.o.e.).

Le sintesi dei suddetti quozienti, unitamente all'andamento dei medesimi nel periodo considerato, sono riepilogate nella *Tabella 12* che segue.

Tabella 12 – Indicatori di redditività 2001-2005

	2005	2004	2003	2002	2001
ROE (RN/MP)	11,7%	9,1%	10,7%	17,7%	10,9%
ROA (RO/CI)	5,4%	5,3%	6,0%	7,7%	6,5%
ROS (RO/F)	5,9%	5,5%	5,8%	7,0%	6,0%
Rotazione C.I. (F/CI)	0,93	0,97	1,04	1,09	1,08

5.2 - La redditività del capitale investito

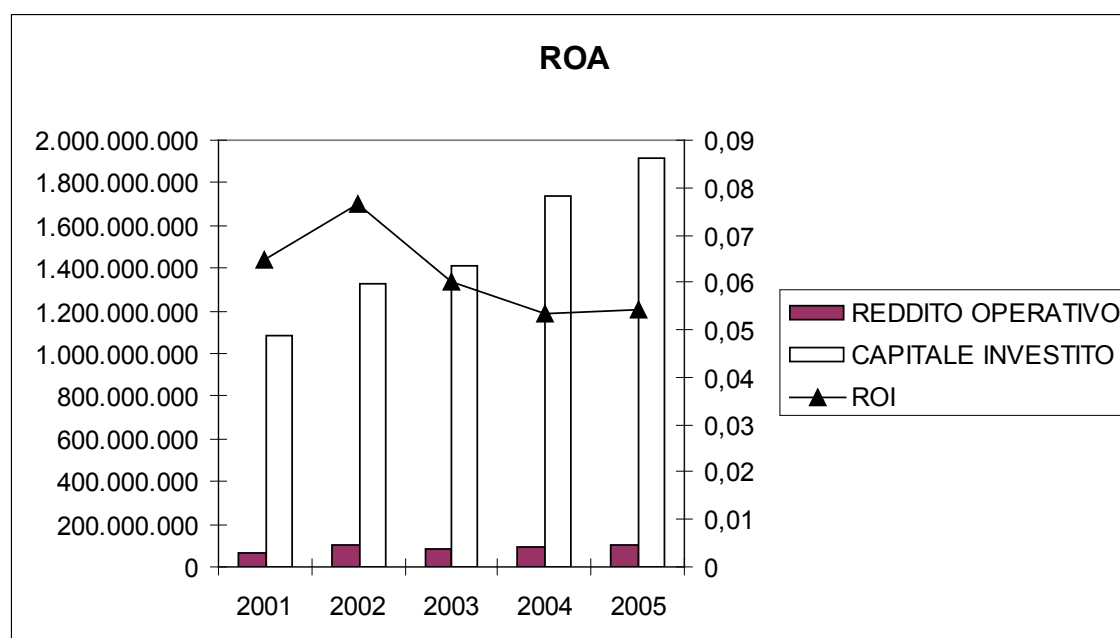
Il R.o.a. (*Return on assets*), dato dal rapporto tra risultato operativo e capitale investito, misura la redditività del capitale investito nella gestione corrente dell'impresa; si tratta di un indicatore fondamentale nell'analisi di bilancio, il quale pone in luce la redditività lorda del capitale investito a prescindere sia dai componenti di reddito straordinari, sia soprattutto dalle scelte finanziarie (mezzi propri, non onerosi, o mezzi di terzi, esplicitamente onerosi [2]) .

L'indicatore in questione evidenzia, nel quinquennio di riferimento, valori altalenanti, oscillanti tra il 7,7% del 2002 e il 5,4% del 2005: esso, in particolare, aumenta nel 2002 rispetto al 2001, manifestando poi, nel triennio successivo, una netta tendenza alla diminuzione (si veda *Grafico 5*).

[2] *Sul punto, occorre precisare che si è deciso di non esaminare il rendimento del capitale investito nell'attività tipica o caratteristica (cioè il R.o.i., return on investment) non essendo stato possibile, dall'analisi esterna dei bilanci, individuare con certezza né il capitale investito nell'attività tipica, né l'ammontare del reddito scaturente da tale attività.*

Tale tendenza pare spiegabile osservando l'incremento costante del capitale investito (grandezza posta al denominatore), seguito da un andamento - prima crescente, poi decrescente - del risultato operativo (posto al numeratore), dato, quest'ultimo, che riprende a crescere soltanto nel 2005.

Grafico 5 – Il R.o.a. 2001–2005



La redditività del capitale investito viene di norma scomposta in due ulteriori indicatori: il R.o.s. e il tasso di rotazione del capitale investito.

Il R.o.s. (*return on sales*), dato dal rapporto tra reddito operativo e fatturato, misura la redditività delle vendite: nel campione analizzato, l'indicatore in parola segue la stessa dinamica del R.o.a., segnando dapprima un aumento di un punto percentuale nel 2002 rispetto al 2001, poi una diminuzione di un punto e un decimo percentuale nel triennio successivo. Nel complesso, pertanto, il quoziente in questione diminuisce di un decimo di punto nell'intero quinquennio osservato.

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

Nel caso del comparto edile bresciano l'indicatore in questione evidenzia valori oscillanti intorno all'unità, compresi tra 1,09 (nel 2002) e 0,93 (nel 2005).

5.3 - La redditività del capitale proprio

Il R.o.e. (*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 R.o.a. - 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:

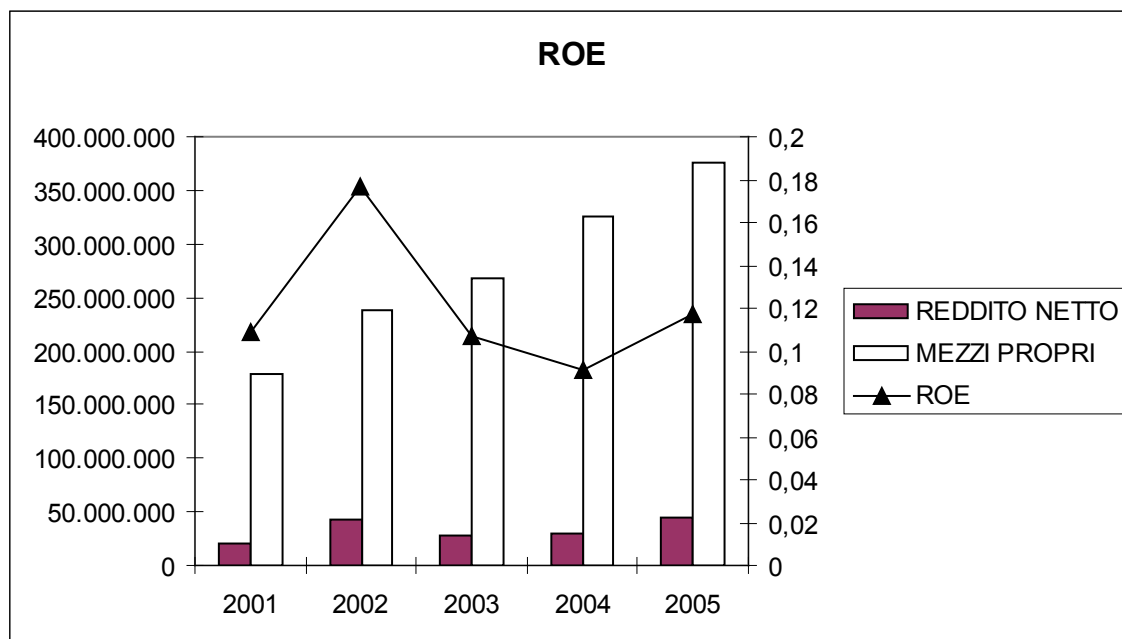
- a) dell'aggregazione di un numero considerevole di imprese appartenenti al campione, con conseguenti dinamiche compensative;
- b) della qualità complessiva dei bilanci depositati, in particolare con riferimento all'influsso sempre decisivo delle norme tributarie nel processo di calcolo del reddito 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.

Nel quinquennio osservato, la dinamica dell'indicatore è sostanzialmente simile a quella degli altri quozienti analizzati in precedenza.

Ad una crescita sostenuta nel biennio 2001 – 2002, ove si assiste ad un passaggio dal 10,9% al 17,7%, segue un calo che si protrae fino al 2004, anno nel quale l'indicatore si assesta al 9,1%.

Il 2005 infine, come negli altri casi, segna la ripresa della redditività, con un R.o.e. aggregato che si porta all'11,7% (confronta *Grafico 6*).

Grafico 6 – Il R.o.e. 2001-2005



Più nel dettaglio, si osserva nel periodo una crescita costante dei mezzi propri (denominatore) e un andamento - prima crescente, poi decrescente ed infine

ancora crescente nel 2005 - del reddito netto d'esercizio (posto al numeratore).

Il R.o.e. dipende in sostanza da quattro variabili:

- 1) la redditività del capitale investito (R.o.a.);
- 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 nel seguente modo:

$$R.o.e. = [Ro/CI + (Ro/CI - Of/Mt) \times Mt/Mp] \times Rn/Rc$$

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 R.o.a. sul saggio del reddito netto (R.o.e.): 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 (R.o.e.); viceversa, qualora il differenziale rendimento/costo delle risorse finanziarie risulti negativo, la leva dell'indebitamento avrebbe effetti riduttivi sul R.o.e., tanto maggiori al crescere del suo valore.

Nella *Tabella 13* – ove vengono considerati soltanto i mezzi di terzi esplicitamente onerosi, cioè i debiti bancari 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.

Tabella 13 – Costo medio dell'indebitamento e leva finanziaria 2001-2005

	2005	2004	2003	2002	2001
Costo medio dell'indebitamento (OF/MT onerosi)	6,52%	6,95%	8,26%	13,47%	10,60%
Effetto complessivo leva finanziaria (RO/CI – OF/MT onerosi) x MT/MP	-1,33%	-2,00%	-2,52%	-6,53%	-5,61%

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, pur evidenziando un progressivo e costante miglioramento, dovuto – fra gli altri fattori – al processo di consolidamento dei debiti onerosi a cui più sopra si è fatto cenno.

5.4 - Il margine di contribuzione

Dall'esame più analitico delle classi di valore del conto economico si possono svolgere ulteriori considerazioni in merito al margine di contribuzione.

Condizione necessaria per svolgere tale approfondimento è la suddivisione delle componenti reddituali in due macro-categorie:

- costi variabili, componenti che variano al variare delle quantità prodotte e vendute;
- costi fissi, componenti che - viceversa - non variano al variare del volume di produzione entro i limiti della capacità produttiva data.

Nell'ambito del presente Studio, viste le limitate informazioni che possono assumersi a tal riguardo dai bilanci pubblicati, saranno considerate componenti variabili il costo di acquisto dei materiali, la variazione delle rimanenze di materie prime, il costo di costruzione dei beni immobili, il costo del lavoro e le imposte. Si considereranno convenzionalmente fissi, invece, i costi generali, gli ammortamenti, gli accantonamenti e gli oneri finanziari.

La *Tabella 14* che segue raggruppa le due tipologie di costo ora ricordate per il periodo osservato.

Tabella 14 – Costi fissi, costi variabili e margine di contribuzione 2001–2005

	2005	2004	2003	2002	2001
VALORE DELLA PRODUZIONE	1.860.667	1.788.211	1.588.945	1.500.297	1.231.427
Acquisto materiali	612.098	591.045	525.122	493.389	402.325
Variazione magazzino m.p.	(14.217)	(2.363)	(10.874)	(9.393)	5.550
Costi di costruzione beni immobili	835.947	804.853	710.378	659.826	524.248
Costo del lavoro	256.312	232.743	211.740	196.979	177.342
Imposte	44.429	38.271	35.767	34.171	25.436
COSTI VARIABILI	1.734.570	1.664.550	1.472.133	1.374.971	1.134.902
Costi generali	30.059	31.833	29.801	23.622	18.767
Ammortamenti	35.839	36.837	37.253	33.875	32.588
Accantonamenti	482	344	396	664	539
Oneri finanziari	36.710	32.544	28.724	38.065	27.475
COSTI FISSI	103.090	101.559	96.173	96.227	79.368
MARGINE DI CONTRIBUZIONE	126.098	123.661	116.813	125.326	96.524

Il margine di contribuzione, ottenuto dalla differenza tra il valore della produzione e i costi variabili, esprime la capacità dell'impresa di generare margini positivi dall'attività caratteristica, di importo tale da consentire la copertura dei costi fissi.

Il valore in questione - e il dato appare significativo nel contesto dell'analisi qui effettuata - aumenta nel quinquennio indagato del 30%, attestandosi, nel 2005, all'importo di 126 milioni di euro; l'indicatore, dal canto suo, segue lo stesso andamento già osservato in precedenza: cresce nel 2002, nel 2004 e nel 2005 se confrontato con gli esercizi precedenti, mentre subisce un calo nel 2003 in misura pari al 7% rispetto al 2002.

6. LIQUIDITÀ E DINAMICA FINANZIARIA DELLE IMPRESE EDILI BRESCIANE

6.1 - Premessa

L'esame della liquidità e della dinamica finanziaria delle imprese edili bresciane è stata svolta ricorrendo sia alla già illustrata tecnica dei quozienti di bilancio, sia all'analisi dei flussi (con la costruzione di un rendiconto finanziario aggregato).

6.2 - I quozienti finanziari

I principali quozienti di bilancio, utili per indagare gli aspetti prettamente finanziari della gestione, sono riportati nella *Tabella 15*.

Tabella 15 – I quozienti finanziari 2001-2005

	2005	2004	2003	2002	2001
Disponibilità (AB/PB)	1,28	1,25	1,22	0,97	0,97
Liquidità [(AB-Rim.)/PB]	0,76	0,73	0,70	0,60	0,61

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

Quest'ultimo quoziente - pur considerando le convenzioni che ne stanno alla base - garantisce una maggiore affidabilità rispetto al quoziente di disponibilità in quanto, nel suo calcolo, non sono considerate nella formazione del numeratore le rimanenze di magazzino.

Analizzando i risultati del comparto edile bresciano, nel quinquennio 2001 – 2005 (si vedano in proposito i *Grafici 7 e 8*), si nota come entrambi gli indicatori migliorino nel periodo osservato, pur assestandosi su valori aggregati non sempre pienamente soddisfacenti.

L'indice di liquidità assume in tutto il quinquennio valori inferiori all'unità, ponendo così in evidenza la possibile sussistenza di situazioni di tensione sul piano finanziario e in particolare nell'aspetto del pagamento dei debiti correnti.

L'indice di disponibilità supera l'unità soltanto negli anni 2003, 2004 e 2005, ma valori pari a 1,22 - 1,25 e 1,28 non possono essere giudicati positivamente visto il rilievo che, nel rapporto in questione, assumono le rimanenze di magazzino e comunque i componenti dell'attivo patrimoniale non liquidabili entro l'esercizio.

Grafico 7 – Andamento del quoziente di disponibilità per il periodo 2001-2005

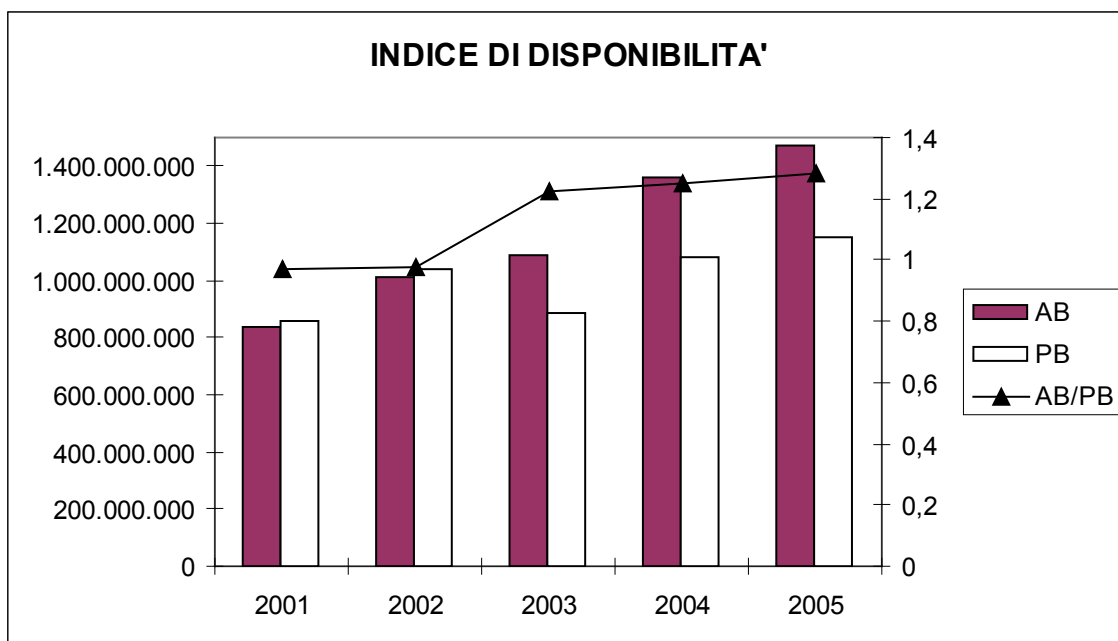
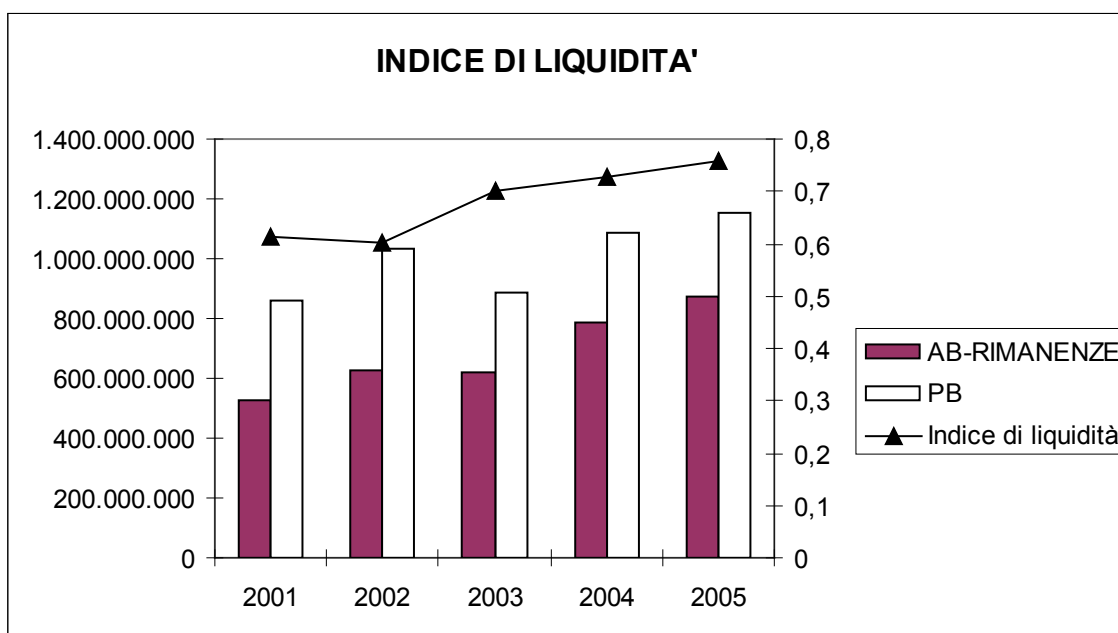


Grafico 8 – Andamento del quoziente di liquidità per il periodo 2001-2005



L'analisi della liquidità viene completata con il calcolo di tre indici di durata media, che costituiscono il reciproco degli indici di rotazione (si confronti la *Tabella 16*):

- la durata media dei crediti verso clienti;
- la durata media del magazzino;
- la durata media dei debiti verso i fornitori.

L'indice di durata media dei crediti verso i clienti, che indica i giorni medi di vendite ancora da incassare, è espresso dal seguente rapporto:

$$\text{Durata media crediti} = CR / (V \cdot 1,2/360)$$

ove è:

CR= Crediti verso clienti;

V = Vendite.

L'indice di durata media del magazzino, che indica i giorni medi di permanenza delle merci in magazzino, è espresso dal rapporto:

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

ove è:

M = Magazzino;

V = Vendite.

L'indice di durata media dei debiti verso i fornitori, che segnala i giorni medi di acquisti da pagare, è espresso dal rapporto seguente:

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

ove è:

DF= Debiti verso fornitori;

A = Acquisti.

Tabella 16 – Gli indici di durata media 2001-2005

	2005	2004	2003	2002	2001
Durata media dei crediti v/clienti	42	53	54	74	75
Durata media del magazzino	125	121	109	86	84
Durata media dei debiti v/fornitori	106	117	89	90	89

Gli indici di durata media dei crediti verso clienti e dei debiti verso fornitori migliorano nel quinquennio considerato e confermano la tendenza già osservata

per i quozienti di liquidità e disponibilità.

I giorni medi di incasso diminuiscono di oltre il 40% passando dai 75 del 2001 ai 42 del 2005; in particolare, il calo più cospicuo si verifica nel 2003, anno nel quale il dato diminuisce di 20 giorni rispetto a quello del 2002.

I giorni medi di pagamento, invece, aumentano del 20% passando da 89 nel 2001 fino a 106 nel 2005; in questo caso l'incremento notevole si verifica nel corso del 2004 (da 89 a 117), mentre nei tre esercizi precedenti il dato rimane pressoché immutato intorno ai 3 mesi; di minore significato il dato del 2005, che registra una diminuzione di 11 giorni.

Per quanto concerne la durata media del magazzino, infine, si assiste ad un costante aumento dell'indice, il quale, muovendo dagli 84 giorni del 2001, raggiunge quota 125 giorni nel 2005.

6.3 - Il rendiconto finanziario

Oltre al calcolo degli indici di liquidità, la dinamica finanziaria delle imprese appartenenti al comparto edile bresciano è stata esaminata anche attraverso l'analisi del rendiconto finanziario, il cui schema di riferimento viene riportato nella *Tabella 17*.

Tabella 17 – Lo schema di rendiconto finanziario

GRANDEZZA DI RIFERIMENTO
Liquidità immediate
Passività bancarie correnti
Passività bancarie consolidate
Posizione finanziaria netta

RENDICONTO FINANZIARIO
Utile/perdita d'esercizio
ammortamenti
accantonamenti
<u>variazione CCN:</u>
crediti verso clienti
altri crediti
rimanenze finali
ratei e risconti attivi
fondi per rischi e oneri
fondo TFR
debiti verso fornitori
altri debiti a breve termine
altri debiti a m/l termine
ratei e risconti passivi
Flussi di cassa da gestione operativa
<u>Attività d'investimento</u>
Immobilizzazioni materiali
immobilizzazioni immateriali
Immobilizzazioni finanziarie
Flussi di cassa da attività di investimento
<u>Attività di finanziamento</u>
variazioni Patrimonio Netto
Flussi di cassa da attività di finanziamento
Flussi di cassa totali dell'esercizio

L'analisi per flussi si è svolta costruendo ed utilizzando il rendiconto finanziario che misura, quale grandezza di riferimento, la Posizione Finanziaria Netta (P.f.n.): tale aggregato evidenzia l'esposizione finanziaria corrente e consolidata dell'impresa, al netto delle proprie disponibilità liquide.

I flussi di cassa totali dell'esercizio, rappresentanti la variazione della P.f.n.,

sono stati così suddivisi:

- flusso da gestione operativa, ovvero il flusso finanziario generato dalla gestione corrente;
- flusso da attività di investimento, legato alla gestione delle immobilizzazioni tecniche e degli investimenti finanziari;
- flusso da attività di finanziamento, connesso infine alla dinamica del patrimonio netto.

L'analisi dei flussi, così come risultanti dai dati aggregati per il quinquennio 2001 – 2005, è riportata nella *Tabella 18* [3], la quale evidenzia:

- un primo prospetto, ove viene illustrata la scomposizione della posizione finanziaria netta e quindi le cause endogene della sua variazione;
- un secondo prospetto, ove viceversa viene riportato il rendiconto finanziario vero e proprio, che espone le cause esogene della variazione della posizione finanziaria netta.

A differenza dei prospetti riportati nelle pagine che precedono, in questo caso tutti i valori sono espressi in unità di euro.

Dalla lettura dello schema di rendiconto finanziario si evince fra l'altro come la gestione operativa sia stata in grado di generare flussi positivi di cassa soltanto nel corso degli esercizi 2002 e 2005; nel 2003 e nel 2004 tale gestione ha viceversa drenato liquidità.

L'attività di investimento, dal canto suo, ha assorbito flussi di cassa nell'intero quadriennio per importi ben superiori rispetto ai *cash flows* prodotti dall'attività di finanziamento.

In conclusione, pertanto, emerge dai prospetti in commento che - nell'intero periodo osservato - i flussi di cassa aggregati sono stati negativi, rendendo così inevitabile l'incremento della posizione finanziaria netta delle imprese appartenenti al comparto, la quale passa da 194 milioni di euro di fine 2001 a 469 milioni di euro di fine 2005.

[3] Con i dati a disposizione è stato possibile calcolare i flussi soltanto per gli anni dal 2002 al 2005, in quanto - per poter indicare anche i valori dell'esercizio 2001 - si sarebbe dovuto disporre dei dati di bilancio del periodo 2000.

Tabella 18 – I flussi finanziari aggregati 2001-2005**GRANDEZZA DI RIFERIMENTO: PFN (Posizione Finanziaria Netta)**

	2005	2004	2003	2002
Liquidita' immediate	(93.398.159)	(78.475.297)	(58.964.015)	(63.984.919)
Passivita' bancarie correnti	332.712.234	280.210.722	215.102.746	282.643.430
Passivita' bancarie consolidate	230.300.800	188.282.890	132.611.036	0
Posizione finanziaria netta	469.614.875	390.018.315	288.749.767	218.658.511
Variazione PFN	79.596.560	101.268.548	70.091.256	24.178.639

	2005	2004	2003	2002
Utile/perdita d'esercizio	43.910.405	29.546.530	28.642.951	42.144.901
Ammortamenti	35.838.899	36.837.412	37.252.995	33.875.489
Accantonamenti	12.559.504	11.247.022	10.683.975	10.183.289
<u>variazione CCN:</u>				
crediti verso clienti	(34.172.338)	(109.578.250)	11.076.348	(75.135.257)
altri crediti	(25.637.775)	(36.326.763)	(10.433.911)	(19.175.196)
rimanenze finali	(31.281.040)	(103.889.953)	(80.133.157)	(78.817.107)
ratei e risconti attivi	(761.111)	(1.541.538)	(1.305.490)	(3.518.715)
fondi per rischi e oneri	2.741.877	1.039.977	743.750	2.070.957
Fondo TFR	(6.831.389)	(5.206.746)	(7.781.011)	(4.479.185)
debiti verso fornitori	(13.904.795)	129.932.967	27.354.694	56.468.965
altri debiti a breve termine	50.421.603	(25.389.719)	(105.753.473)	95.690.351
altri debiti a m/l termine	(9.102.036)	30.594.779	65.498.791	1.614.274
ratei e risconti passivi	(6.816.668)	6.558.154	4.052.199	(1.489.891)
Flussi di cassa da gestione operativa	16.965.136	(36.176.128)	(20.101.339)	59.432.875
<u>Attività d'investimento</u>				
Immobilizzazioni materiali	(59.924.349)	(36.261.229)	(60.617.450)	(75.638.604)
immobilizzazioni immateriali	(12.159.236)	147.355	(1.882.580)	(1.590.050)
Immobilizzazioni finanziarie	(30.933.576)	(55.774.671)	10.974.231	(23.958.896)
Flussi di cassa da attività di investimento	(103.017.161)	(91.888.545)	(51.525.799)	(101.187.550)
<u>Attività di finanziamento</u>				
variazioni Patrimonio Netto	6.455.465	26.796.125	1.535.882	17.576.036
Flussi di cassa da attività di finanziamento	6.455.465	26.796.125	1.535.882	17.576.036
Flussi di cassa totali dell'esercizio	(79.596.560)	(101.268.548)	(70.091.256)	(24.178.639)
PFN ad inizio esercizio	390.018.315	288.749.767	218.658.511	194.479.872
PFN a fine esercizio	469.614.875	390.018.315	288.749.767	218.658.511
variazione PFN	79.596.560	101.268.548	70.091.256	24.178.639

7. CONCLUSIONI

I bilanci aggregati delle imprese edili bresciane relativi al quinquennio 2001 - 2005 sono stati analizzati nei profili economico, finanziario e patrimoniale, allo scopo di trarre alcune indicazioni di fondo sullo stato di salute delle imprese esaminate e del comparto del quale esse fanno parte.

Le risultanze emerse dall'analisi in parola, in quanto riferibili ad un campione considerato sufficientemente rappresentativo, presentano un significativo valore segnaletico; esse, tuttavia, vanno poi calate nelle singole realtà aziendali, tenendo conto sia del contesto di riferimento, sia del fatto che l'indagine compiuta, di tipo esterno, non ha consentito l'analisi di alcuni profili ulteriori - di carattere economico, finanziario e patrimoniale - che di norma non emergono dai bilanci depositati.

La sintesi dei risultati aggregati, unitamente al quadro complessivo degli indicatori del bilancio, consente di annotare conclusivamente come il comparto dell'edilizia in Brescia e provincia, nel suo complesso, abbia fatto registrare, nel periodo osservato, a) risultati tendenzialmente positivi, ma altalenanti dal punto di vista reddituale, b) un netto e progressivo miglioramento della struttura patrimoniale (soprattutto in termini di correlazione tra investimenti e finanziamenti), infine c) una strutturale incapacità di auto-generare flussi di cassa positivi.

In termini generali, inoltre, i principali quozienti calcolati risultano confrontabili con quelli degli anni precedenti, come si può osservare nella *Tabella 19*.

Tabella 19 – Evoluzione dei principali quozienti di bilancio nel decennio 1995 – 2005

Analisi attuale	2005	2004	2003	2002	2001
ROE	11,7%	9,1%	10,7%	17,7%	10,9%
ROA	5,4%	5,3%	6,0%	7,7%	6,5%
Rapporto di indebitamento	4,1	4,35	4,26	4,55	5,04
Indice di disponibilità	1,28	1,25	1,22	0,97	0,97

Anni precedenti	2000	1999	1998	1997	1996	1995
ROE	9,7%	11,3%	5,9%	5,2%	6,3%	10,9%
ROA	7,2%	6,1%	5,5%	5,8%	3,5%	6,3%
Rapporto di indebitamento	5,39	5,23	5,87	5,09	5,14	5,57
Indice di disponibilità	1,04	0,97	1,01	1,02	1,01	1,12

a) - Redditività

In merito alla redditività del campione di imprese esaminate, il trend dei dati aggregati di conto economico mostra nel 2002, nel 2004 e nel 2005 valori crescenti rispetto agli esercizi precedenti, evidenziando viceversa una netta flessione nel solo anno 2003.

Dall'analisi dei quozienti di bilancio emergono valori particolarmente brillanti, in termini di redditività netta e lorda, nell'anno 2002. In particolare, nell'anno in questione il R.o.e. raggiunge un valore pari al 17%, con un dato medio degli altri anni oscillante in un intorno del nove per cento; il R.o.a., invece, raggiunge il 7,7% rispetto ad una media degli altri esercizi pari al 5,8%. Il fatto che l'anno 2002 sia il migliore rispetto a tutti gli altri osservati è testimoniato anche dal valore raggiunto dal risultato netto d'esercizio, dato - quest'ultimo- che dovrebbe sintetizzare l'intera dinamica reddituale annuale: in tale esercizio, infatti, l'utile netto è risultato pari a 42 milioni di euro, importo che è stato raggiunto e superato soltanto nell'ultimo anno osservato, il 2005; durante quest'ultimo esercizio, però, i quozienti di redditività risultano comunque inferiori se confrontati con quelli del 2002.

Entrando maggiormente nell'esame specifico delle singole componenti reddituali, si assiste alla pressoché medesima incidenza sul valore della produzione, per l'intero periodo osservato, degli acquisti di materiali (valore fluttuante tra il 32,7% e il 33,1%) e del costo del lavoro (oscillante tra il 13% e il 14,4%). Entrambe le categorie di costo sono perciò variabili rispetto alla produzione dell'esercizio. A tal proposito, nel periodo osservato, cresce anche il margine di contribuzione, che passa dai 96 milioni di euro del 2001 ai 126 milioni di euro del 2005.

Il comparto delle imprese edili bresciane, in conclusione, dal punto di vista dei risultati economici ha attraversato un periodo 2001 – 2005 migliore rispetto al quinquennio precedente, con risultati sopra la media soprattutto nel 2002.

b) - Struttura patrimoniale

Dal punto di vista della struttura patrimoniale, nel quinquennio indagato si assiste sia al miglioramento della capitalizzazione, sia all'allungamento delle scadenze dei debiti.

Nell'intero periodo, infatti, il quoziente di indebitamento segue un *trend* decrescente, giungendo, nel 2005, ad un rapporto pari a 4,10; tale valore - pur risultando mediamente elevato e denotando una significativa tendenza al finanziamento con mezzi di terzi (indebitamento) - è comunque il più basso dell'ultimo decennio.

Tale tendenza, se risulterà confermata negli anni a seguire, potrà essere considerata quale fattore positivo sia per quanto attiene alle *performances* economico-finanziarie nel loro complesso, sia non di meno con riferimento alla prossima entrata in vigore delle regole di Basilea 2, che mediamente premieranno le imprese

con più ampie ed idonee garanzie patrimoniali.

Rapportando ai mezzi propri soltanto la posizione finanziaria netta (P.f.n.) e non l'intero valore dei mezzi di terzi, si osserva invece come il valore del quoziente oscilli nel periodo osservato in maniera prima decrescente e poi crescente, segno che - in termini percentuali - l'indebitamento finanziario è aumentato in misura maggiore rispetto ai mezzi propri.

Ponendo a confronto la P.f.n. con un aggregato reddituale, il M.o.l., si osserva come il rapporto in questione passi da 1,88 del 2001 a 3,34 del 2005 (si confronti la *Tabella 20*), con ciò evidenziando un aumento della P.f.n. più che proporzionale rispetto alla dinamica crescente del margine operativo lordo aggregato.

Tabella 20 – Posizione finanziaria netta, mezzi propri e margine operativo lordo 2001-2005

	2005	2004	2003	2002	2001
PFN/MP	1,25	1,20	1,07	0,92	1,09
PFN/MOL	3,34	3,00	2,35	1,61	1,88

Nel quinquennio indagato, inoltre, all'aumento dell'incidenza dei mezzi propri sul totale delle fonti si accompagna anche un allungamento delle scadenze dei debiti: i due effetti producono il miglioramento dell'indice di copertura che, nel 2005, risulta pari a 1,73. Risulta dunque, a tal proposito, una più efficace correlazione fra investimenti e finanziamenti, nonché un beneficio economico-reddituale associato alla conseguente riduzione dei saggi di interesse.

Dall'analisi effettuata, infine, emerge un dato che conferma una situazione tipica, e non da oggi, di tutte le piccole e medie imprese italiane: rimane infatti, dal punto di vista patrimoniale, una generale sotto-capitalizzazione, con un'incidenza dei mezzi propri ancora non pienamente soddisfacente, pur in un quadro che pone in evidenza, nel periodo osservato, una sostanziale crescita dell'incidenza del patrimonio netto sul totale delle fonti.

c) - Dinamica finanziaria

Per quanto concerne la situazione finanziaria, occorre infine sottolineare il livello, non sempre pienamente soddisfacente, raggiunto dai quozienti di disponibilità e di liquidità.

L'analisi combinata dei due indicatori rivela infatti che il livello delle attività correnti (costituito in prevalenza dai crediti verso clienti e dalle rimanenze di magazzino) non supera, nel 2001 e nel 2002, quello delle passività correnti (date principalmente dai debiti di fornitura), mentre - nel 2003, nel 2004 e nel 2005 - il dato

del rapporto risulta essere rispettivamente 1,22, 1,25 e 1,28. Ciò, a parità di altre condizioni, pone in evidenza che, laddove i tempi di realizzo delle rimanenze (cioè di conclusione dei lavori e incasso dei corrispettivi) dovessero allungarsi rispetto alla media, le imprese potrebbero andare incontro a situazioni di tensione sul piano della liquidità, con un potenziale peggioramento del rapporto di indebitamento.

I giudizi ora formulati sulla situazione di liquidità del comparto edile bresciano vengono ulteriormente avvalorati con l'analisi del rendiconto finanziario. Tale prospetto, seppur costruito avendo a disposizione i soli dati dei bilanci depositati, evidenzia, in termini generali, l'incapacità della gestione nel suo complesso di generare flussi di cassa positivi, con conseguente ricorso all'indebitamento per fronteggiare le scadenze di breve termine.

Focalizzando invece l'analisi sulle singole aree gestionali, si è posto in evidenza sia il fatto che la gestione operativa ha prodotto *cash flows* positivi soltanto nel 2002 e nel 2005, sia il pressoché costante assorbimento di flussi di cassa dell'attività di investimento.

