

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

2005 - 2009



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



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

Il Rapporto Analisi economico-finanziaria delle imprese edili bresciane 2005-2009 è stato redatto dal prof. Renato Camodeca, Dottore Commercialista e docente presso la Facoltà di Economia dell'Università degli Studi di Brescia.

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

Il Collegio dei Costruttori, 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.

Brescia, li 30 ottobre 2010

INDICE

PREFAZIONE.....	3
1. INTRODUZIONE	5
2. LA METODOLOGIA DELL'ANALISI	7
3. L'ANALISI ECONOMICA 2005-2009: RICLASSIFICAZIONE E PERCENTUALIZZAZIONE DEI VALORI DI BILANCIO	8
3.1 La riclassificazione dei prospetti di conto economico e di stato patrimoniale	8
3.2 I bilanci riclassificati e percentualizzati 2005-2009.....	12
3.2.1 L'andamento economico 2005-2009: valore della produzione, margini operativi e risultati netti di esercizio	12
3.2.2 Gli equilibri patrimoniali e di struttura finanziaria 2005-2009.....	19
4. LA STRUTTURA PATRIMONIALE DELLE IMPRESE EDILI BRESCIANE	23
4.1 Premessa	23
4.2 Il rapporto di indebitamento.....	23
4.3 La correlazione fonti - impieghi	25
5. LA REDDITIVITÀ DELLE IMPRESE EDILI BRESCIANE.....	27
5.1 Premessa	27
5.2 La redditività del capitale investito.....	27
5.3 La redditività del capitale proprio.....	28
5.4 Il margine di contribuzione	32
6. LIQUIDITA' E DINAMICA FINANZIARIA DELLE IMPRESE EDILI BRESCIANE	34
6.1 Premessa	34
6.2 I quozienti finanziari.....	34
6.3 Il rendiconto finanziario	37
7. STRUTTURA FINANZIARIA E REDDITIVITA' DELLE IMPRESE APPARTENENTI AI SOTTOGRUPPI EDILE, STRADALE E PREFABBRICATORI	41
8. CONCLUSIONI	43

PREFAZIONE

Il Rapporto Analisi economico-finanziaria delle imprese edili bresciane 2005-2009 ha per 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 2005-2009.

L'indagine, che il Collegio dei Costruttori Edili di Brescia e provincia sostiene e presenta da ormai tre decenni, 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, ottenuto grazie all'attività del Collegio e con il supporto della locale Camera di Commercio, composto da 1.535 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 2005 al 2009, 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 2005-2009, svolta 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 2005-2009, effettuata con l'obiettivo di porre in evidenza, fra gli altri indicatori, l'andamento del margine di contribuzione, nonché la redditività operativa e netta;

c) analisi dei rendiconti finanziari aggregati per il quinquennio 2005-2009, finalizzata soprattutto ad illustrare gli andamenti tipici dei *cash flows* operativi e netti.

I contenuti del Rapporto rappresentano 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.

Allo stesso tempo, il Rapporto può costituire un supporto altrettanto concreto per gli istituti di credito, i quali potranno disporre di un ulteriore strumento per valutare le aziende del settore, nonché le peculiarità che le caratterizzano.

Per questi motivi, il Rapporto - pur senza voler fornire risposte o soluzioni a specifici problemi, peraltro noti alle imprese ed agli operatori - delinea 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

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 2005-2009.

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, focalizzando l'attenzione soprattutto sui mutamenti intervenuti nell'esercizio 2009; 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 sono stati elaborati in continuità rispetto ai Rapporti precedenti e, in particolare, rispetto allo Studio "Analisi economico-finanziaria delle imprese edili bresciane 2004-2008", pubblicato lo scorso anno.

Lo strumento utilizzato per svolgere le considerazioni di seguito riportate è costituito da un campione, ottenuto grazie all'attività degli uffici del Collegio dei Costruttori Edili di Brescia e con il supporto della locale Camera di Commercio, composto da 1.535 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 2005 al 2009, 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. 285 imprese nel 2005;
- n. 312 imprese nel 2006;
- n. 323 imprese nel 2007;
- n. 319 imprese nel 2008;
- n. 296 imprese nel 2009.

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; conseguentemente, essi consentono di evidenziare i

tratti tipici che, nel periodo considerato, hanno qualificato l'economia delle imprese edili bresciane nel contesto settoriale di riferimento.

Le elaborazioni e le valutazioni di seguito espresse, tuttavia, risentono di alcuni limiti informativi, dei quali 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 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 dataset costruito dal Collegio dei Costruttori Edili della Provincia di Brescia, dopo averne evidenziato le caratteristiche quali-quantitative, 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; grazie inoltre all'ulteriore dettaglio resi disponibile a partire dall'anno 2008, è stato possibile altresì indagare - anche se in prima approssimazione - i profili caratteristici di maggior rilievo relativi ai sottogruppi "edili", "stradali" e "prefabbricatori".

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 2005-2009, 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 2005-2009, al fine di porre in evidenza, fra gli altri indicatori, l'andamento del margine di contribuzione nonché la redditività operativa e netta;

c) analisi dei rendiconti finanziari aggregati per il quinquennio 2005-2009, al fine soprattutto di illustrare gli andamenti tipici dei *cash flows* operativi e netti.

3. L'ANALISI ECONOMICA 2005-2009: 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 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 noto 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 unicamente 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	
+ Immobilizzazioni Materiali	
+ Immobilizzazioni 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 2005-2009

3.2.1- L'andamento economico 2005-2009: Valore della Produzione, margini operativi e risultati netti di esercizio

Il conto economico “a Valore della Produzione effettuata e valore aggiunto”, riferito al comparto edile bresciano per il quinquennio 2005-2009, è esposto in *Tabella 4*.

Tabella 4 - I conti economici aggregati delle imprese edili bresciane 2005-2009

C.E. (milioni di euro arrotondati per troncamento)	2009		2008		2007		2006		2005	
Vendite	2.203,7	103,7%	2.270,8	92,5%	2.349,0	93,5%	2.016,0	93,3%	1.780,7	95,7%
Lavorazioni in economia	7,6	0,4%	6,4	0,3%	4,5	0,2%	8,3	0,4%	4,8	0,3%
Variaz. magazzino S.L. e P.F.	-86,1	-4,1%	176,5	7,2%	159,6	6,4%	137,3	6,3%	75,1	4,0%
Valore della produzione	2.125,2	100,0%	2.453,6	100,0%	2.513,1	100,0%	2.161,5	100,0%	1.860,7	100,0%
Acquisti di materiali	672,4	31,6%	836,6	34,1%	845,3	33,6%	769,8	35,6%	612,1	32,9%
Variaz. magazzino M.P.	12,1	0,6%	5,4	0,2%	18,0	0,7%	-3,3	-0,2%	-14,2	-0,8%
Costi di costruzione beni immobili	983,6	46,3%	1.074,0	43,8%	1.112,0	44,3%	941,6	43,6%	835,9	44,9%
Costi generali	35,1	1,7%	34,1	1,4%	36,5	1,5%	29,7	1,4%	30,1	1,6%
Valore aggiunto	422,0	19,9%	503,6	20,5%	501,2	19,9%	424,0	19,6%	396,8	21,3%
Costo del lavoro	302,3	14,2%	325,9	13,3%	301,3	12,0%	266,2	12,3%	256,3	13,8%
Margine operativo lordo	119,7	5,6%	177,7	7,1%	199,9	9,2%	157,4	7,3%	140,5	7,5%
Ammortamenti	45,3	2,1%	45,1	1,8%	41,4	1,6%	35,0	1,6%	35,8	1,9%
Accantonamenti	0,7	0,0%	0,7	0,0%	2,2	0,1%	0,1	0,0%	0,5	0,0%
Reddito operativo	73,7	3,5%	131,9	5,2%	156,4	7,2%	122,2	5,7%	104,1	5,6%
Proventi finanziari	6,3	0,3%	13,6	0,6%	7,0	0,3%	8,8	0,4%	10,0	0,5%
Oneri finanziari	55,8	2,6%	86,2	3,5%	64,2	2,6%	43,2	2,0%	36,7	2,0%
Componenti straordinari	-13,1	-0,6%	2,1	0,1%	12,3	0,5%	17,2	0,8%	10,9	0,6%
Reddito ante imposte	11,2	0,5%	61,4	2,4%	111,4	5,2%	105,0	4,9%	88,3	4,7%
Imposte	31,2	1,5%	38,9	1,6%	56,1	2,2%	50,6	2,3%	44,4	2,4%
Risultato d'esercizio	-20,0	-0,9%	22,4	0,9%	55,3	2,6%	54,4	2,5%	43,9	2,4%

Il 2009 conferma l'attesa contrazione dei volumi di produzione, con un decremento rispetto all'esercizio precedente particolarmente significativo e pari al 13% circa.

Dall'analisi dei dati esposti nella *Tabella 4* si rileva come i volumi delle vendite, che per il secondo anno consecutivo registrano una diminuzione, si attestino a valori inferiori a quelli dell'esercizio 2007 (*Grafico 1*).

Entrambi gli aggregati registrano un andamento “a parabola” che pienamente riflette il ridimensionamento dei mercati di riferimento a seguito di anni di crescita ininterrotta. Il picco delle vendite si è registrato nell'esercizio 2007.

La dinamica evidenziata conferma il trend avviato nell'esercizio 2008.

Il dato andamentale relativo al fatturato non incorpora le variazioni delle scorte

e pertanto non restituisce un dato qualitativamente valido come quello relativo al Valore della Produzione che meglio riflette la conclamazione della contrazione dell'economia e dei mercati.

Grafico 1 - Evoluzione del fatturato e del valore della produzione 2005-2009

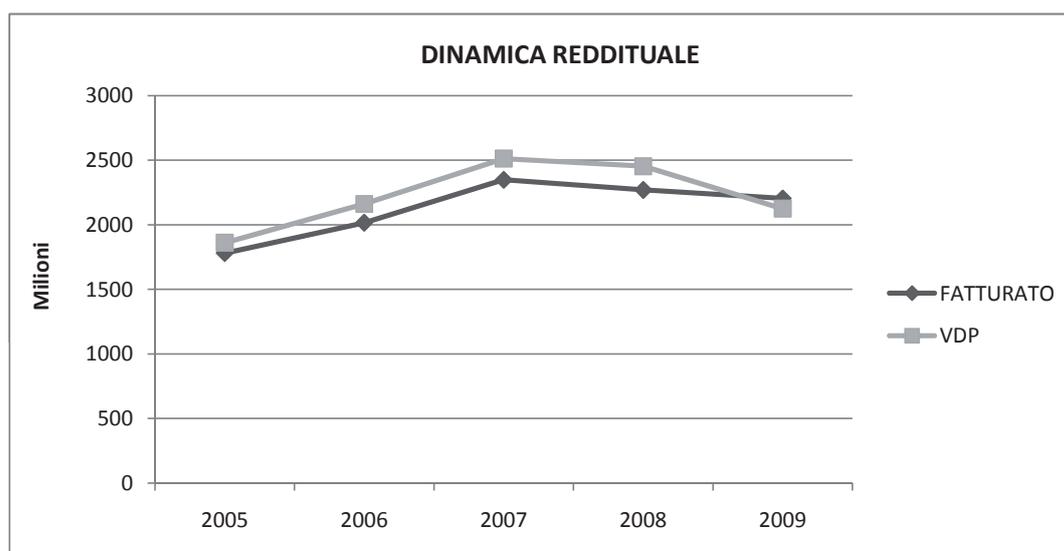


Tabella 5 - Saggi di variazione del fatturato e del valore della produzione 2005-2009

	2009	2008	2007	2006	2005
Variazione Fatturato	-3,0%	-3,4%	16,0%	13,5%	5,4%
Variazione Valore della produzione	-13,4%	-2,4%	16,3%	16,2%	4,1%

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

In particolare, su un totale di 296 imprese, si può notare quanto segue:

- soltanto 35 società (cioè il 12% del totale) hanno fatto registrare un Valore della Produzione superiore a 10 milioni di euro, e di queste solamente 6 (cioè il 2%) superiore a 50 milioni di euro;

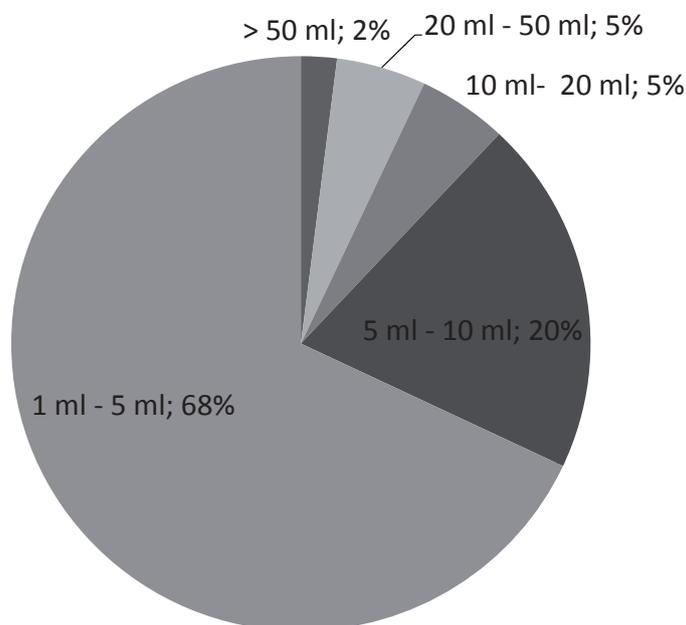
- ben 261 società (cioè l'88% del totale) hanno fatto registrare un Valore della Produzione inferiore a 10 milioni di euro;

- le prime 35 imprese (cioè il 12% del totale) sviluppano un Valore della Produzione pari al 55% del fatturato totale; il restante 45% è suddiviso su 261 imprese.

Si conferma pertanto la prevalenza di imprese di piccole dimensioni che catalizzano il 45% del fatturato complessivo determinando una elevata polverizzazione dello stesso; al contempo vi è una concentrazione del 55% del fatturato su un numero esiguo di società di medie/grandi dimensioni.

Classe di fatturato (milioni di euro)	ANNO 2009			
	Numero società	%	Valore della Pro- duzione	%
> 50 ml	6	2%	485	23%
20 ml - 50 ml	14	5%	471	22%
10 ml- 20 ml	15	5%	211	10%
5 ml - 10 ml	59	20%	463	22%
1 ml - 5 ml	202	68%	495	23%
Totale	296	100%	2.125	100%

Classe di fatturato (VdP in milioni di euro) - numero società



Passando all'analisi dei costi della produzione a livello aggregato, si rileva nel complesso un effetto combinato dato dalla minore incidenza degli acquisti di materiali e dal contestuale incremento dei costi di costruzione dei beni immobili.

In particolare il costo degli acquisti di materiali segna una diminuzione sia in termini assoluti (da euro 836,6 milioni ad euro 672,4 milioni) che di incidenza sul Valore della Produzione (dal 34,1% al 31,64%) laddove il costo della costruzione di beni immobili passa da euro 1.074 milioni ad euro 983,6 milioni registrando un significativo aumento dell'incidenza sul Valore della Produzione.

Il dato complessivo sulla struttura dei costi variabili registra una sostanziale tenuta della marginalità contributiva; segnatamente, il Valore Aggiunto si attesta sul 19,9% (20,5% nell'esercizio precedente), un dato sostanzialmente allineato al trend degli ultimi 4 anni. Solo nel 2005 si è registrato un Valore Aggiunto che percentualmente ha superato il 21%.

In valore assoluto il Valore Aggiunto passa da 504 a 422 milioni, dato che logicamente incorpora appieno gli effetti della contrazione del Valore della Produzione, stigmatizzando la minore capacità del settore di assorbire i costi fissi.

In particolare il fenomeno è legato ad una struttura di leva operativa sostanzialmente alta e rigida che tipicamente in presenza di trend discendenti dei volumi e dei fatturati comporta un sottoassorbimento dei costi.

Si segnala a tale riguardo il dato andamentale del costo del lavoro, che nel 2009 si contrae di circa il 7,2% rispetto all'esercizio precedente: il robusto ricorso agli ammortizzatori sociali operato ha consentito di "variabilizzare" seppur parzialmente la più rilevante voce dei costi fissi, attenuando l'impatto che il calo della marginalità contributiva avrebbe altrimenti avuto sul risultato di periodo.

Si rileva tuttavia che la contrazione in termini assoluti del costo del lavoro (che passa da euro 326 milioni nel 2008 ad euro 302 milioni nel 2009) si traduce in un decremento del 7% in termini percentuali, dato inferiore rispetto alla contrazione del Valore della Produzione (-13%).

Questo se da una parte evidenzia un discreto risultato del sistema nell'adeguare la struttura dei costi alla nuova struttura dei volumi e dei ricavi, contestualmente segnala anche dei limiti - intrinseci e non risolvibili - nell'elasticità di alcune voci di costo, che producono effetti deflagranti in contesti economici recessivi come quello in esame.

Da un punto di vista analitico: l'incidenza del costo del lavoro sul Valore della Produzione passa dal 12% del 2007 al 13,3% del 2008 (in un contesto di crescita della prima riga di bilancio) per attestarsi al 14,2% nel 2009.

Quanto sopra esposto può essere chiaramente letto nei dati di marginalità operativa lorda (EBITDA) e netta (EBIT) che confermano ed accentuano un trend in diminuzione già registrato nel corso dell'esercizio 2008.

In particolare il Margine Operativo Lordo rapportato al Valore della Produzione passa dal 8,0% del 2007 (picco registrato nel periodo 2005-2009) al 7,2% del 2008 fino ad un modesto 5,6 del 2009.

Il Margine operativo Netto, in un contesto di sostanziale invarianza degli ammortamenti in termini assoluti rispetto all'esercizio precedente (euro 45,3 milioni nel

2009 - euro 45,1 milioni nel 2008), continua ad incorporare gli effetti delle scelte effettuate dalle imprese in materia di rivalutazione dei beni costituenti immobilizzazioni (D.L. 185/ 2008, convertito nella legge n. 2/2009) che hanno costituito un significativo elemento di discontinuità nel 2008 rispetto agli esercizi precedenti.

La valenza civilistica di tali rivalutazioni ha consentito di realizzare un netto miglioramento del rapporto di capitalizzazione e correlato incremento dell'incidenza percentuale delle attività fisse - in parte rivalutate - rispetto alle attività del circolante.

In sintesi il Risultato Operativo registra una contrazione in valori assoluti pari ad euro 58,2 milioni (euro 24 milioni circa nel 2008) confermando l'aggravamento del trend già manifestatosi l'esercizio precedente con un decremento del 44,1% (2009 rispetto al 2008) rispetto al 15,7% dell'esercizio precedente (2008 rispetto al 2007).

Con riferimento alle altre classi di valori che compongono il conto economico a livello aggregato paiono poi degni di considerazione gli andamenti relativi agli oneri finanziari, nonché ai proventi straordinari.

Quanto agli oneri finanziari, si registra un riallineamento dell'incidenza sul Valore della Produzione (passato dal 3,5% del 2008 al 2,6% del 2009) al dato del 2007, dopo la fiammata nell'esercizio 2008 rispetto a tutto il quadriennio precedente.

Tale dinamica è la conseguenza sia del significativo ridimensionamento del debito finanziario netto a livello aggregato (la Posizione finanziaria netta aggregata - in valore assoluto - passa da 930 milioni del 2008 a 640 milioni del 2009), sia dei pesanti interventi sui tassi base di riferimento (che hanno raggiunto i minimi storici nel corso del 2009) realizzati dalla BCE per rilanciare il Prodotto Interno Lordo Europeo.

Quanto invece al risultato straordinario, una riflessione specifica si impone soprattutto con riferimento ai dati andamentali: nel quadriennio 2005-2008 si è manifestata una dinamica che per quanto instabile ha sempre confermato un dato netto positivo.

Nel 2009 si registra una perdita straordinaria netta di oltre euro 13 milioni (mentre nel 2008 il saldo per Proventi straordinari era pari ad euro 2,1 milioni).

Questo dato evidentemente riflette sul conto economico la rilevante operazione di adeguamento dei valori patrimoniali al nuovo contesto di mercato. In particolare ci si riferisce alla svalutazione delle partecipazioni collegata alla contrazione dei valori del sistema nonché agli orientamenti prudenziali adottati dagli amministratori nella predisposizione dei bilanci.

Tali valori, in un'analisi di questo tipo, tendono a condizionare la valenza informativa di taluni indicatori, in particolare di quelli aventi quali riferimento il risultato netto e il patrimonio netto, così determinando la necessità di una normalizzazione che consenta di esprimere con maggior grado di efficacia i dati risultanti dai conti economici e dagli stati patrimoniali aggregati (si veda, al riguardo, il paragrafo dedicato al commento della redditività netta per l'azionista).

I dati di andamento del Risultato netto di bilancio, anche tenendo conto delle normalizzazioni di cui si è appena fatto cenno, sono esposti nella *Tabella 6* che segue.

La *Tabella 6* mostra gli effetti di tale normalizzazione, evidenziando la dinamica del risultato netto di esercizio nelle ipotesi di considerare e di non considerare i proventi straordinari.

Tabella 6 - Risultato netto di bilancio e risultato netto normalizzato 2005-2009

(milioni di euro)	2009		2008		2007		2006		2005
Risultato netto di bilancio	-20	-190,9%	22	-60,0%	55	1,9%	54	24,0%	44
Risultato netto normalizzato	2,64	-89,0%	24	-47,8%	46	9,5%	42	16,1%	36

Come si evince dalla *Tabella 6*, i saggi di crescita del risultato netto di bilancio mutano in modo significativo a seconda che si considerino dati normalizzati o dati di bilancio senza normalizzazioni: risulta peraltro - e ciò pare il dato più significativo in un'analisi volta ad esaminare l'andamento tendenziale dei valori aggregati di conto economico - una dinamica coerente nell'una e nell'altra ipotesi, caratterizzata dalla netta sensibile riduzione dei risultati netti di esercizio nel 2009 rispetto al 2008.

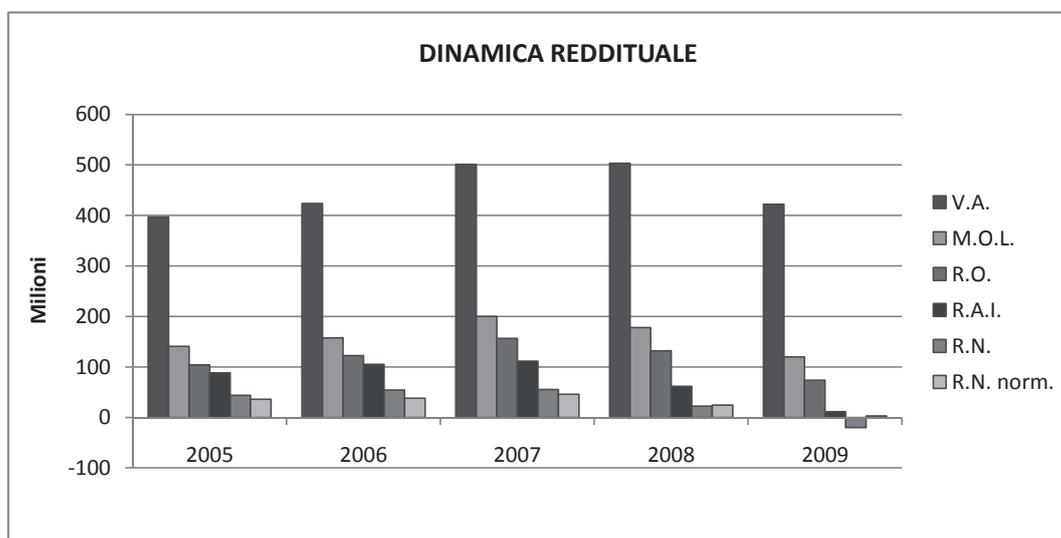
L'anno 2009 evidenzia in pieno lo stato di recessione del sistema, contraddistinguendosi come l'esercizio peggiore del quinquennio (e non solo), con un calo rispetto al periodo precedente che - in termini di risultato normalizzato - si avvicina al 90%.

Si conferma, praticamente in tutti gli aggregati significativi di conto economico di cui alla *Tabella 4* (Valore della Produzione, margini operativi lordi e netti, risultati netti), il secondo anno consecutivo di grave recessione.

In questo contesto, il pensiero di chi scrive, e del Lettore che si appresta ad analizzare le dinamiche delle imprese singolarmente considerate, va inevitabilmente al corrente esercizio, che ha segnato il culmine della crisi economica mondiale: il dato del 2010, infatti, potrebbe in questo senso ulteriormente aggravare i segnali che emergono dai dati 2009, così confermando lo stato di generale difficoltà economico-finanziaria delle imprese appartenenti al settore.

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 2005-2009



Gli Stati Patrimoniali aggregati, rielaborati in logica finanziaria e riferiti al quinquennio 2005-2009, sono rappresentati nella *Tabella 7*.

Tabella 7 - Gli stati patrimoniali riclassificati secondo il criterio finanziario 2005-2009

S.P. (milioni di euro arrotondati per troncamento)	2009		2008		2007		2006		2005	
+ Liquidità immediate	101,7	3,53%	114,1	3,6%	117,1	4,5%	108,4	4,9%	94,1	4,9%
+ Liquidità differite	1.097,3	38,07%	1.234,9	39,2%	1.070,0	41,2%	914,7	41,5%	777,7	40,6%
+ Magazzino	859,7	29,83%	927,9	29,4%	738,9	28,4%	698,8	31,7%	600,0	31,4%
= Capitale Circolante	2.058,68	71,43%	2.276,9	72,2%	1.926,0	74,1%	1.721,9	78,1%	1.471,7	76,9%
+ Immobilizzazioni tecniche	516,1	17,91%	664,5	21,1%	451,1	17,4%	300,2	13,6%	289,5	15,1%
+ Immobilizzazioni finanziarie	307,4	10,67%	212,8	6,7%	220,6	8,5%	183,1	8,3%	152,4	8,0%
= Capitale fisso	823,6	28,57%	877,3	27,8%	671,7	25,9%	483,3	21,9%	441,9	23,1%
= Capitale investito	2.882,25	100,00%	3.154,2	100,0%	2.597,7	100,0%	2.205,2	100,0%	1.913,6	100,0%
+ Passività correnti	1.651,2	57,29%	1.776,9	56,3%	1.591,5	61,3%	1.347,7	61,1%	1.150,2	60,1%
+ Passività consolidate	626,0	21,72%	717,8	22,8%	548,7	21,1%	438,0	19,9%	388,0	20,3%
= Mezzi di terzi	2.277,20	79,01%	2.494,7	79,1%	2.140,2	82,4%	1.785,7	81,0%	1.538,2	80,4%
+ Mezzi propri	605,0	20,99%	659,5	20,9%	457,4	17,6%	419,5	19,0%	375,4	19,6%
= Totale fonti	2.882,25	100,00%	3.154,2	100,0%	2.597,7	100,0%	2.205,2	100,0%	1.913,6	100,0%

3.2.2- Gli equilibri patrimoniali e di struttura finanziaria 2005-2009

Con riferimento agli impieghi, dai valori riclassificati ed esposti in *Tabella 7* emerge in primo luogo il dato relativo al complessivo trend di crescita del capitale investito in valore assoluto nel periodo esaminato: complessivamente, infatti, l'aggregato in parola aumenta del 51%, cui contribuisce la crescita del capitale circolante, la cui dinamica segna un +40%, e del capitale fisso, la cui dinamica evidenzia un +86%.

I dati su di un orizzonte temporale limitato, al confronto 2009 su 2008, evidenziano tuttavia una contrazione del capitale investito netto dell'8,6%, principalmente afferibile alla correlazione tra dinamica del circolante ed andamento delle vendite.

Nel dettaglio della composizione del capitale investito si può notare come nel corso dell'intero periodo vi sia un leggero calo dell'incidenza del capitale circolante, che si attesta - nel 2009 - al 72% (peraltro confermando il dato 2008), contro un valore medio del 75% degli anni precedenti; il capitale fisso, viceversa, è pari al 29% e, dopo quattro anni di costante crescita registra la prima correzione verso il basso, con un calo pari al 6,1% rispetto all'esercizio 2008.

Nell'ambito del capitale circolante, la classe di valore costantemente predominante è rappresentata dalle liquidità differite, ovvero - principalmente - dai 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.

Il dato contabile delle rimanenze (costituite dalle materie prime, dai lavori in corso e dai prodotti/lavori finiti), si assesta viceversa in un intorno del 30% del capitale investito, con una incidenza nell'esercizio 2009 in linea con quella dell'esercizio precedente.

Il dato andamentale riferito alle immobilizzazioni tecniche nette, peraltro, va qui pure correlato alle scelte in materia di rivalutazione dei beni effettuate nei bilanci dell'esercizio precedente: sotto questo profilo, infatti, il passaggio da 451 milioni del 2007 a 664 milioni del 2008 della voce in esame, come è stato già fatto notare, è da iscriversi per una parte significativa agli effetti delle scelte in tema di rivalutazione dei beni, che hanno determinato - come noto - un incremento dei valori storici dei cespiti con correlato aumento del patrimonio netto per il tramite delle riserve di rivalutazione.

La contrazione registrata nel 2009 indica un saldo netto investimenti/disinvestimenti negativo e pari ad euro 148 milioni circa, segnalando una strategia di cessione degli assets aziendali rappresentati principalmente da terreni e fabbricati tesa a supportare il conto economico ed i fabbisogni di cassa emersi nel periodo di grave crisi attraversato dal sistema.

Per effetto di quanto sopra commentato le immobilizzazioni tecniche nette registrano una diminuzione della propria incidenza nel 2009 rispetto al 2008 (passando dal 21% al 18% circa) a fronte di una maggiore incidenza delle immobilizzazioni finanziarie che si assestano invece al 10,7%, in significativa crescita rispetto agli anni precedenti (la media del periodo 2005-2009 è pari al 8,4%).

Il dato andamentale è da mettere in relazione all'incremento delle voci relative ai crediti intragruppo (verso imprese controllate e collegate) che registrano crescite anche molto significative e correlate ai fabbisogni manifestati dai soggetti economici appartenenti ai gruppi di riferimento, nel noto contesto economico analizzato.

Con riferimento alle fonti, i dati aggregati pongono in evidenza una struttura finanziaria sostanzialmente coerente con i dati medi relativi alle piccole e medie aziende italiane, e bresciane in particolare: prevalgono infatti i mezzi di terzi, il cui valore rappresenta - nell'intero quinquennio - mediamente l'80% del totale delle fonti, evidenziando così una situazione di stabile e strutturale sottocapitalizzazione.

Si conferma l'analisi svolta lo scorso anno relativamente alla composizione dei mezzi di terzi.

Nell'esercizio 2009, infatti, si cristallizza la diminuzione dell'incidenza delle passività correnti (57% del totale fonti rispetto al 60% del periodo 2005-2008) ed il modesto incremento del peso delle passività consolidate, che si confermano al 22%; tale dinamica, pur non cancellando il problema della eccessiva dipendenza dai mezzi di terzi, pone in luce un processo di consolidamento del debito 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 possibile difficoltà nel rigiro 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 8*.

Il prospetto evidenzia la dinamica della posizione finanziaria netta (P.f.n.), costituita dal debito oneroso al netto della liquidità: come già si è avuto modo di accennare, tale indicatore - fondamentale per l'apprezzamento del grado di dipendenza dal finanziamento bancario - mette in luce un rilevante ridimensionamento nel 2009 rispetto al 2008, anno in cui si era manifestata invece una significativa crescita: la posizione finanziaria netta aggregata dell'anno 2008 risultava infatti superiore del 35% rispetto all'anno 2007, che a sua volta era superiore del 72% rispetto all'anno precedente.

Dal punto di vista dei valori assoluti, da 470 milioni nel 2005, si è passati progressivamente a 398 milioni nel 2006, per salire ad euro 687 milioni nel 2007 e 930 milioni nel 2008. Al 31 dicembre 2009 la P.f.n. risulta pari ad euro 637 milioni, con una diminuzione del 31% rispetto all'esercizio precedente.

La variazione complessiva del periodo risulta pari al 36%.

Interessante segnalare come il ridimensionamento complessivo dell'indebitamento oneroso sia riconducibile anche alla contestuale dinamica del capitale circolante operativo, che si contrae significativamente (di circa 278 milioni) passando da 674 milioni del 2008 a 396 milioni del 2009.

La cassa generata da questo fenomeno è stata in larga misura utilizzata per abbattere le posizioni debitorie nei confronti del sistema bancario.

Tabella 8 - Gli stati patrimoniali riclassificati secondo il criterio funzionale 2005-2009

IMPIEGHI (milioni di euro arrotondati per troncamento)		2009	2008	2007	2006	2005
+	Crediti vs clienti	817,8	878,8	794,5	712,0	578,3
-	Debiti vs fornitori	481,1	589,5	585,3	382,3	433,5
+	Altri crediti	234,4	288,8	214,8	159,9	160,5
+	Rimanenze	859,7	927,9	738,9	698,8	600,0
-	Altri debiti a breve	709,3	598,7	555,8	666,4	373,5
-	Altri debiti a m/l termine	248,1	162,0	105,4	148,9	89,7
+	Ratei e risconti attivi	24,3	33,0	29,4	21,7	18,6
-	Ratei e risconti passivi	9,7	13,9	12,1	8,5	10,5
=	Capitale circolante operativo	488,0	764,4	519,0	386,3	450,1
-	Fondo TFR	62,4	60,8	57,1	55,9	52,8
-	Altri fondi	29,2	29,5	21,0	17,3	15,2
=	Capitale circolante operativo netto	396,4	674,1	440,9	313,0	382,1
+	Crediti a lungo termine	192,5	112,0	88,0	106,3	59,3
+	Partecipazioni	137,4	138,6	163,9	98,0	114,1
+	Immob. Materiali	481,4	622,1	412,8	277,4	262,0
+	Immob. Immateriali	34,7	42,4	38,3	22,8	27,6
=	Attivo fisso	846,0	915,1	703,1	504,5	462,9
	CAPITALE INVESTITO NETTO	1.242,4	1.589,2	1.144,0	817,5	845,1
FONTI (milioni di euro)		2009	2008	2007	2006	2005
-	Cassa e banche attive	100,0	110,6	117,1	108,3	93,4
+	Debiti vs banche	449,9	580,2	438,8	300,5	332,7
+	Banche a m/l termine	287,5	460,1	364,8	205,8	230,3
=	Posizione finanziaria netta	637,4	929,7	686,5	398,0	469,6
+	Capitale sociale	176,8	142,5	141,1	123,5	124,1
+	Riserve	440,3	483,2	255,5	237,4	201,2
+	Utili a nuovo	8,0	11,3	5,6	4,2	6,2
+	Risultato d'esercizio	-20,0	22,4	55,3	54,4	43,9
=	Totale Patrimonio netto	605,0	659,4	457,5	419,5	375,4
	TOTALE FONTI	1.242,4	1.589,1	1.144,0	817,5	845,1

Si tratta di un trend incoraggiante che conferma la grande attenzione rivolta dagli operatori del settore alla gestione dei rapporti bancari ed in generale al riallineamento (quantomeno ai livelli sottrici di medio periodo) dei parametri finanziari.

Questo risulta un segnale particolarmente importante soprattutto a seguito delle non poche preoccupazioni destinate nel 2008 laddove si delineava un picco dei parametri finanziari ed un comparto sempre più esposto con il sistema bancario.

Tale dinamica si riflette peraltro sui *ratios* patrimoniali laddove, seppure in presenza di una contrazione in termini assoluti dei mezzi propri, che passano da 659 milioni del 2008 a 605 milioni del 2009, si consolida il modesto rafforzamento patrimoniale già registrato nel corso dell'esercizio precedente.

In particolare i valori evidenziano un trend di crescita del patrimonio netto a

livello aggregato (da 375 milioni del 2005 a 605 del 2009); con un picco nel 2008, legato a fattori in qualche modo esterni alla gestione caratteristica (la più volte citata rivalutazione immobiliare per esempio).

Il rapporto mezzi propri/mezzi di terzi rimane tuttavia non ancora soddisfacente laddove - come si evince dalla *Tabella 7* - risulta un'incidenza media rispetto al totale delle fonti nel quinquennio dei mezzi propri pari al 19,6%, a conferma di una situazione di strutturale sottocapitalizzazione.

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.

Sulla base delle valutazioni e delle considerazioni sino ad ora espresse con riferimento ai dati economici e patrimoniali del periodo 2005-2009, si può a questo punto entrare in profili di maggiore dettaglio, anche con il supporto degli indici e dei quozienti di bilancio; a tal fine, 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, ritenuti particolarmente significativi tenuto conto dei limiti e degli scopi del presente elaborato.

- a) il rapporto di indebitamento;
- b) l'indice di copertura.

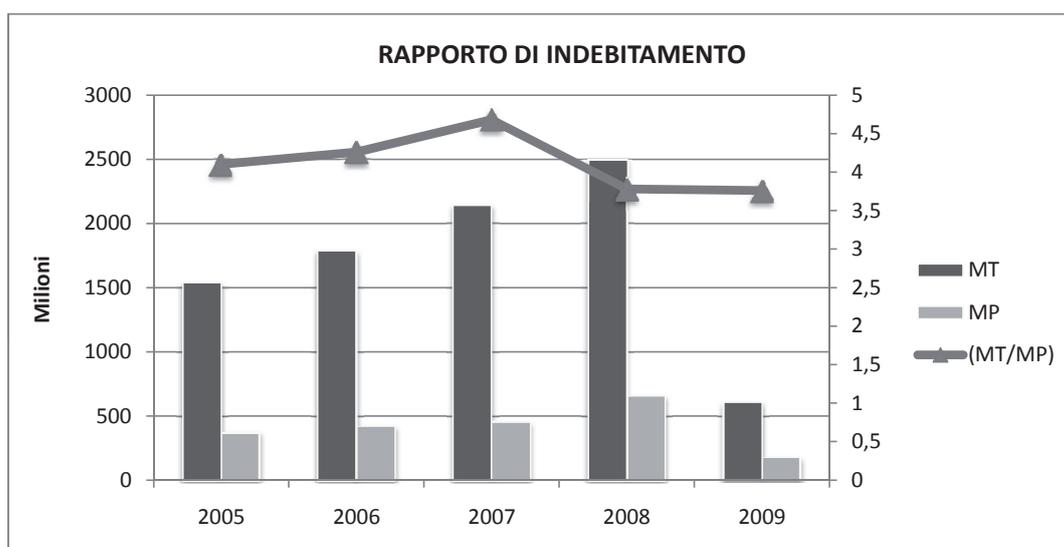
4.2 - Il rapporto di indebitamento

Il quoziente di indebitamento presenta - per il periodo considerato nell'analisi - i dati esposti in *Tabella 9* ed illustrati nel *Grafico 3*.

Tabella 9 - Rapporto di indebitamento 2005-2009

	2009	2008	2007	2006	2005
Rapporto di indebitamento (MT/MP)	3,76	3,78	4,68	4,26	4,10

Grafico 3 - Andamento del rapporto di indebitamento nel periodo 2005-2009



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 4,10 (2005) e 3,76 (2009) evidenziando, a conferma di quanto già annotato, una struttura patrimoniale complessivamente sottocapitalizzata a livello aggregato, con una conseguente netta prevalenza dell'indebitamento rispetto ai mezzi propri.

Come si evince dai dati riportati in *Tabella 9*, il rapporto conferma nel 2009 la - seppur modesta - inversione di tendenza già manifestata nel 2008 rispetto alla dinamica tendenziale degli anni precedenti, assestandosi a 3,76 rispetto al picco di 4,68 registrato nel 2007, punta massima negativa raggiunta.

Nell'analizzare la dinamica occorre tenere conto dell'effetto patrimoniale delle rivalutazioni dei beni effettuate nei bilanci 2008 laddove - dato più confortante - nel 2009 il quoziente si mantiene inalterato anche in presenza di perdite nette significative.

L'andamento ben si giustifica anche con la significativa riduzione dell'indebitamento oneroso.

Le considerazioni sino ad ora svolte si confermano dall'analisi dell'andamento del rapporto che misura l'incidenza dei mezzi di terzi sul totale delle fonti di finanziamento, osservabile in *Tabella 10*: tale rapporto, infatti, risulta sostanzialmente allineato - nel quinquennio preso in esame - sul dato dell'80%, così confermando la situazione di strutturale debolezza finanziaria delle imprese appartenenti al comparto.

Tabella 10 - Rapporto di leverage e incidenza dei mezzi di terzi sul totale fonti 2005-2009

	2009	2008	2007	2006	2005
Rapporto di leverage (CI/MP)	4,76	4,78	5,68	5,26	5,10
Incidenza mezzi di terzi (MT/CI)	79,0%	79,1%	82,4%	81,0%	80,4%

Ulteriori considerazioni, di maggior dettaglio, possono essere effettuate in argomento osservando la composizione dell'indebitamento, esposta in *Tabella 11*.

[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'esercizio.

Tabella 11 - Incidenza dei debiti finanziari e di fornitura sul totale dei mezzi di terzi per il periodo 2005-2009

	2009	2008	2007	2006	2005
Debiti finanziari a breve termine	32,4%	41,7%	37,6%	28,4%	36,6%
Debiti verso fornitori	21,2%	23,7%	27,4%	21,5%	28,3%
Debiti finanziari a medio e lungo termine	23,5%	25,2%	22,0%	20,4%	20,8%

4.3 - La correlazione fonti - impieghi

Il quoziente in parola è stato ottenuto ponendo a confronto 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 - pur nei limiti delle convenzioni che reggono la classificazione dei valori - che 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).

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

Dai dati esposti in *Tabella 11*, a conferma di quanto già osservato in merito alla dinamica della posizione finanziaria netta, emerge infatti il sensibile ridimensionamento dell'incidenza dei debiti finanziari onerosi a breve termine: con un indicatore al 32,4%, si è realizzato un riallineamento ai parametri del 2006/2007.

La dinamica dei debiti finanziari onerosi ora descritta, unitamente al calo dei volumi di attività registrato nel corso dell'ultimo periodo e agli effetti di una più efficiente gestione del circolante, ha consentito un calo dell'incidenza dell'esposizione verso i fornitori che passa dal 23,7% nel 2008 al 21,2% nel 2009, tornando così verso i livelli 2006.

Tale dato va tuttavia posto in relazione alla dinamica dei "debiti verso altri a breve termine" (*Tabella 8*). Essi, a livello aggregato, risultano cresciuti del 18,5% rispetto all'anno precedente; con un'incidenza sul totale dei mezzi di terzi (*Tabella 7*) pari al 31%, contro una media del 28% degli anni precedenti.

La dinamica dei debiti a medio-lungo termine, finanziari e operativi, segue pressoché la stessa evoluzione di quelli a breve termine, registrando una crescita che li porta dal 25% del 2008, al 23% nel 2009; si consideri inoltre che nel triennio 2005-2007, tale incidenza era inferiore, nell'ordine del 20%.

Si conferma il fatto che sia stata posta in essere - a muovere dal 2006 - una politica di riequilibrio delle fonti, con una presenza di mezzi di terzi a lungo termine più coerente rispetto alla composizione tipica degli impieghi.

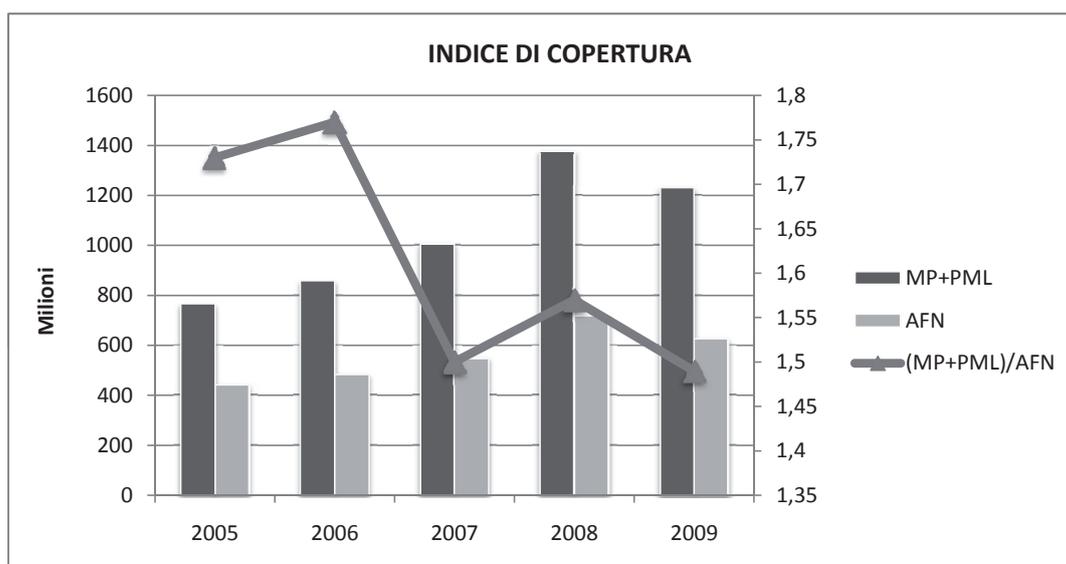
La *Tabella 12* e il *Grafico 4* pongono in evidenza l'andamento dell'indice di copertura risultante dai bilanci esaminati per il periodo 2005-2009.

Per quanto concerne l'interpretazione, valori dell'indicatore citato superiori all'unità evidenziano, a parità di altre condizioni, che le passività consolidate 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).

Tabella 12 - Indice di copertura 2005-2009

	2009	2008	2007	2006	2005
Indice di copertura (MP+PML)/AFN	1,49	1,57	1,50	1,77	1,73

Grafico 4 - Andamento dell'indice di copertura nel periodo 2005-2009



Osservando i valori sottoposti a indagine, si può evidenziare un trend di peggioramento dell'indice di copertura nel periodo che va dal 2005 al 2008 (da 1,73 a 1,57) sostanzialmente confermato nel 2009 (1,49).

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 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 13* che segue.

Tabella 13 - Indicatori di redditività 2005-2009

	2009	2008	2007	2006	2005
ROE (RN/MP)	-3,3%	3,4%	12,1%	13,0%	11,7%
ROE normalizzato	0,4%	3,6%	10,2%	10,3%	9,8%
ROA (RO/CI)	2,6%	4,2%	6,0%	5,5%	5,4%
ROS (RO/F)	3,4%	5,8%	6,7%	6,1%	5,9%
Rotazione C.I. (F/CI)	0,76	0,72	0,90	0,91	0,93

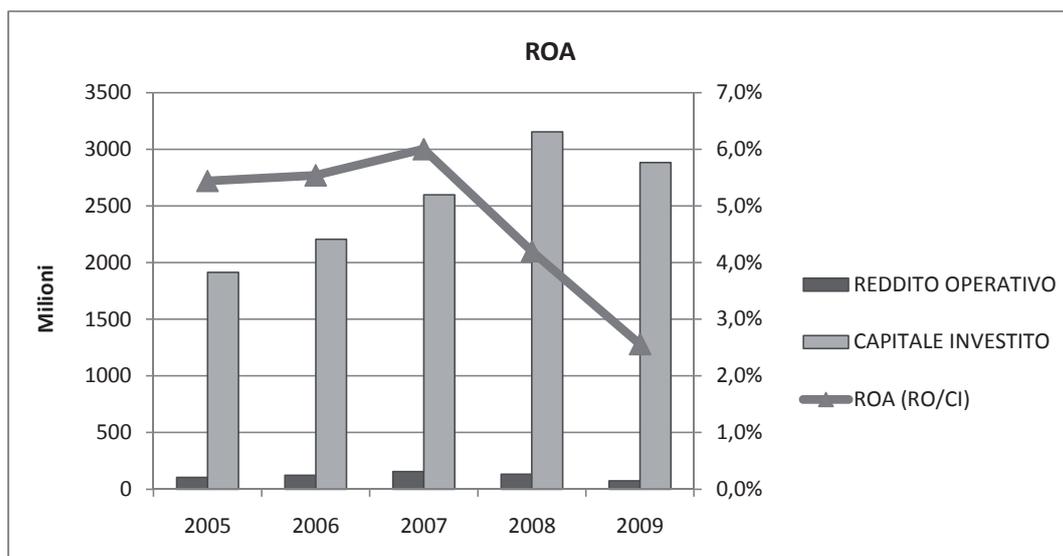
5.2 - La redditività del capitale investito

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 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 [2]) .

L'indicatore in questione evidenzia valori in progressiva crescita con riferimento agli anni 2005-2007, in linea con l'incremento dei volumi di attività e dei margini del periodo, con una media del 5,6%; il 2008, invece, segna il primo netto peggioramento, con un arretramento al 4,2%. Il 2009 cristallizza un ulteriore sottoperformance del settore con un ROA che si attesta al 2,6%

[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.

Grafico 5 - Il R.o.a. 2005-2009



I dati sopraesposti chiaramente fotografano un ciclo nella sua fase discendente evidenziando nel 2009 una redditività del capitale investito sicuramente non coerente con il profilo di rendimento atteso dal settore, che in nessun caso può consolidarsi su valori inferiori al 5% o 6%.

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.

L'indicatore in parola risulta in crescita fino al 2007, con un dato del 6,7%, per poi calare - come nel caso del R.o.a. - al 5,8% nel 2008 ed al minimo del 2009, pari al 3,4%.

Il tasso di rotazione del capitale investito, dato dal rapporto tra fatturato e capitale investito, esprime viceversa la velocità di disinvestimento delle risorse aziendali, consentendo fra l'altro di comprendere se il volume di attività sia sostanzialmente adeguato alla struttura disponibile. Inoltre, il confronto dell'indicatore nel tempo dà un'indicazione dell'efficacia dei fattori produttivi.

Dopo un periodo di grande stabilità, con una rotazione intorno allo 0,9, nel 2008 si scende allo 0,72 per poi risalire allo 0,76 del 2009.

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. 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, 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.

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.

Per il motivo appena ricordato, nella *Tabella 14* il R.o.e. è stato normalizzato, neutralizzando gli effetti dei componenti di reddito non tipici, rilevanti soprattutto per gli anni 2005, 2006 e 2007: dai dati riportati emerge che il R.o.e. normalizzato appare distante dal R.o.e. calcolato sui dati di bilancio, soprattutto negli esercizi ove la gestione straordinaria ha concorso in misura rilevante alla formazione del risultato netto.

Il commento alla dinamica del R.o.e., soprattutto se effettuato per esprimere giudizi di fondo a riguardo di un dato di tendenza, pare allora più realistico se svolto con riferimento al R.o.e. normalizzato oltre che mediante l'osservazione del R.o.e. di bilancio. Tale dinamica, in sintesi, consente di poter annotare quanto segue:

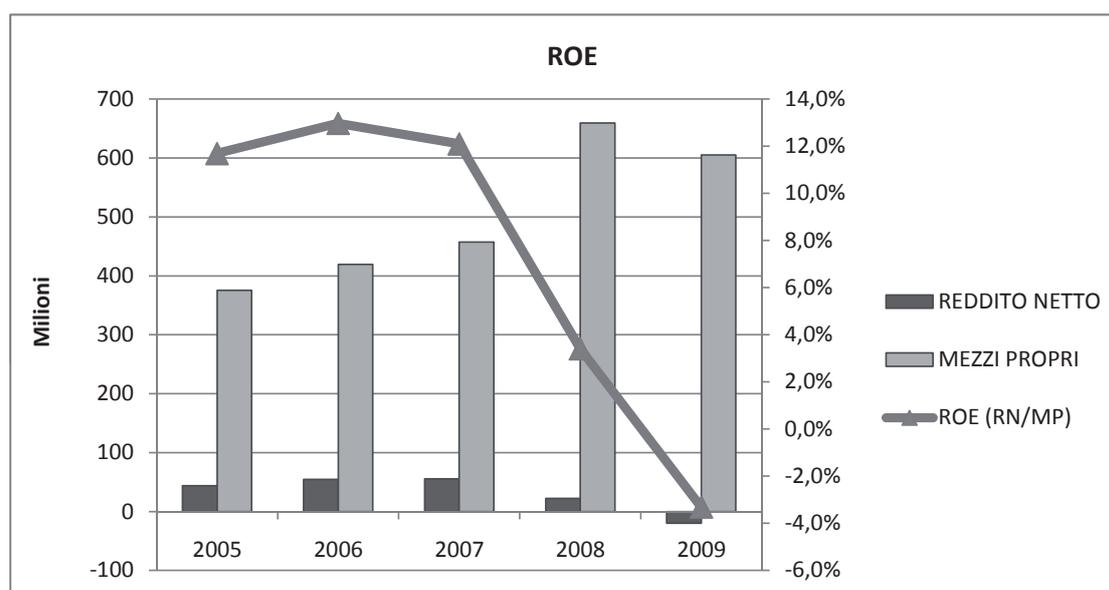
a) la redditività netta per gli azionisti risulta soddisfacente nel triennio 2005-2007, segnando un rapporto coerente tra rischio e rendimento. Nel 2008 si avvia la fase discendente del ciclo del settore con il picco di minimo raggiunto nell'esercizio 2009, dato particolarmente negativo in ragione principalmente del calo dei volumi e del commentato sottoassorbimento dei costi fissi e - parallelamente - delle code degli effetti dell'incremento dei mezzi propri dovuto alla rivalutazione dei beni effettuata nel 2008;

b) la redditività netta per gli azionisti appare sostanzialmente stabile, in un intorno del 10% (R.o.e. normalizzato), nel triennio 2005 e 2007, ma nel 2008 e 2009 il valore è ampiamente ridimensionato, coerentemente col dato non normalizzato.

Tabella 14 - R.o.e. e R.o.e. normalizzato 2005-2009

	2009	2008	2007	2006	2005
ROE normalizzato	0,4%	3,6%	10,2%	10,3%	9,8%
ROE	-3,3%	3,4%	12,1%	13,0%	11,7%
Rettifica proventi straordinari (milioni di euro)	-22,0	-2,0	-12,4	-17,2	-10,9

Grafico 6 - Il R.o.e. 2005-2009



L'analisi delle determinanti del R.o.e. consente di svolgere le ulteriori seguenti considerazioni.

E' noto che 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:

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

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 15* - 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.

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, con un peggioramento nel biennio 2006 e 2007, che si amplifica ulteriormente nel 2008, fino a raggiungere un valore negativo minimo di -6,27% per poi variare leggermente nel 2009 - ma di fatto confermando lo sbilanciamento strutturale - attestandosi al -6%.

Tabella 15 - Costo medio dell'indebitamento e leva finanziaria 2005-2009

	2009	2008	2007	2006	2005
Costo medio dell'indebitamento (Of/Mt onerosi)	7,57%	8,29%	7,99%	8,53%	6,52%
Effetto complessivo leva finanziaria (Ro/Ci - Of/Mt onerosi) x Mt on./Mp	-6,01%	-6,27%	-2,89%	-2,94%	-1,33%

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 cambiano al variare delle quantità prodotte e vendute; in argomento, si è reso necessario operare una semplificazione in quanto il costo del lavoro, che per propria natura è composto da una parte variabile (che varia al variare dell'unità di prodotto) e da una parte fissa, viene considerato integralmente variabile.

- 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, sono state considerate componenti variabili - in via convenzionale - il costo di acquisto dei materiali, la variazione delle rimanenze di materie prime, il costo di costruzione dei beni immobili e il costo del lavoro; sono stati considerati fissi, invece, i costi generali, gli ammortamenti, gli accantonamenti, gli oneri finanziari e le imposte.

La *Tabella 16* che segue raggruppa le due tipologie di costo ora ricordate per il periodo osservato.

Tabella 16 - Costi fissi, costi variabili e margine di contribuzione 2005-2009

(milioni di euro arrotondati per troncamento)	2009	2008	2007	2006	2005
VALORE DELLA PRODUZIONE	2.125,2	2.453,6	2.513,1	2.161,5	1.860,7
Acquisto materiali	672,4	836,6	845,3	769,8	612,1
Variazione magazzino m.p.	12,1	5,4	18,0	-3,3	-14,2
Costi di costruzione beni immobili	983,6	1.073,1	1.112,0	941,6	835,9
Costo del lavoro	302,3	325,9	301,3	266,2	256,3
COSTI VARIABILI	1.970,4	2.241,0	2.276,6	1.974,3	1.690,1
Costi generali	35,1	34,1	36,5	29,7	30,1
Ammortamenti	45,3	45,1	41,4	35,0	35,8
Accantonamenti	0,7	0,7	2,2	0,1	0,5
Oneri finanziari	55,8	86,2	64,2	43,2	36,7
Imposte	31,2	38,9	56,1	50,6	44,4
COSTI FISSI	168,1	205,0	200,4	158,6	147,5
MARGINE DI CONTRIBUZIONE	154,8	212,6	236,5	187,2	170,6

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

Dai dati sopra riportati emerge un progressivo miglioramento del margine di contribuzione in valore assoluto a partire dal 2005 e fino al 2007, dove si raggiungono i 236,5 milioni di euro, con addirittura un +26% sull'anno precedente.

Il 2008, invece, vede un ripiegamento a euro 212,6 milioni, in calo del 10% sul 2007 ed il 2009 conferma il trend peggiorativo, con una contrazione del 27% rispetto al 2007 (attestandosi in valore assoluto su euro 155 milioni).

In termini di incidenza percentuale del margine di contribuzione sul Valore della Produzione, la dinamica ora ricordata risulta piuttosto altalenante: dalla *Tabella 17* si evince infatti che il dato oscilla tra valori medi del 9% nel periodo 2005-2007 e valori del 8,7% nel 2008 e del 7,3% nel 2009.

Un'informazione molto interessante che si può desumere dall'analisi del Margine di Contribuzione, è rappresentata dal Margine di Sicurezza.

Tale indicatore segnala, in termini percentuali, di quanto il livello dei volumi raggiunto abbia superato (in caso di utile) il Punto di Pareggio, cioè il punto in cui l'utile netto risulta pari a zero.

Ebbene, nel caso di specie (*Tabella 17*), abbiamo un margine di sicurezza che, dopo essersi progressivamente ridotto dal 29,5% del 2006 all'11,3% del 2008, si attesta per la prima volta su un parametro minore di zero nell'anno 2009.

Si è dunque assistito ad un progressivo annullamento del margine di sicurezza, elemento - questo - che, sulla base dei dati aggregati di settore, pone in luce una situazione di rischio in termini di mancata copertura dei costi fissi.

Tabella 17 - Margine di contribuzione vs. valore della produzione 2005-2009

	2009	2008	2007	2006	2005
Margine di contribuzione (milioni di euro)	154,8	212,6	236,5	187,2	170,6
Incidenza sul valore della produzione	7,3%	8,7%	9,4%	8,7%	9,2%
Margine di sicurezza	-8,6%	11,3%	23,4%	29,5%	26,0%

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 stato effettuato 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 18*.

Tabella 18 - I quozienti finanziari 2005-2009

	2009	2008	2007	2006	2005
Disponibilità (AB/PB)	1,25	1,28	1,21	1,28	1,28
Liquidità [(AB-Rim.)/PB]	0,73	0,76	0,75	0,76	0,76

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 2005-2009 (si vedano in proposito i *Grafici 7 e 8*), si nota come entrambi gli indicatori registrino variazioni minime 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, assestandosi su un dato medio di 0,76: si tratta - ad evidenza - di una situazione non soddisfacente in quanto rivelatrice di possibili tensioni sul piano finanziario, in particolare nell'aspetto del pagamento dei debiti correnti; il valore, tuttavia, rimane sostanzialmente identico negli ultimi quattro anni, con ciò confermando una situazione di fatto strutturale e dunque potenzialmente meno critica.

L'indice di disponibilità supera costantemente l'unità: i valori medi, tuttavia, non possono essere giudicati positivamente 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.

Grafico 7 - Andamento del quoziente di disponibilità per il periodo 2005-2009

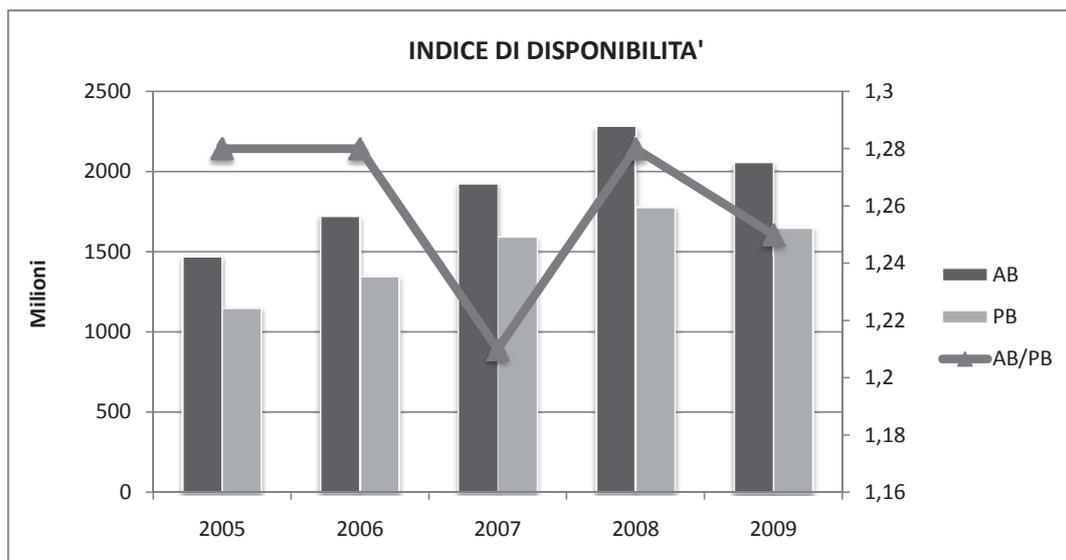
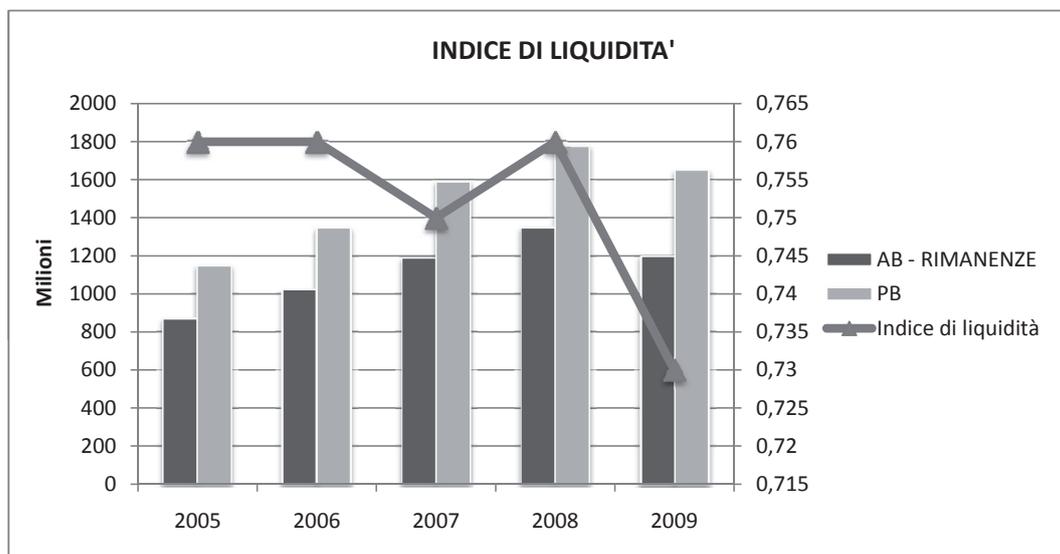


Grafico 8 - Andamento del quoziente di liquidità per il periodo 2005-2009



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 19*):

- 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:

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

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 19 - Gli indici di durata media 2005-2009

	2009	2008	2007	2006	2005
Durata media dei crediti v/clienti	81	65	65	74	42
Durata media del magazzino	127	138	103	99	125
Durata media dei debiti v/fornitori	103	108	106	77	106

Gli indici di durata che emergono dalla *Tabella 19* consentono di effettuare le seguenti annotazioni di commento con riferimento al quinquennio 2005-2009:

a) la durata media dei crediti - che ha toccato il minimo nel 2005 (42 giorni) - è cresciuta nel 2006 (74 giorni) per posizionarsi ad un livello intermedio nel 2007 e 2008 (65 giorni) e raggiungere il picco del 2009 (81 giorni), a conferma di un allungamento dei termini di incasso verosimilmente legato al contesto generale di riferimento che, a seguito della tensione finanziaria osservata alla fine del 2008, ha visto i clienti chiedere un allungamento dei tempi di pagamento per poter riequilibrare la posizione verso il sistema creditizio;

b) la durata media delle merci a magazzino, pur con tutte le cautele che un tale indicatore impone di considerare soprattutto a livello aggregato, dopo essersi ridotta nel biennio 2006 e 2007, torna a rialzarsi bruscamente nel 2008, per allinearsi nel 2009 ai valori fatti registrare nel 2005.

c) la durata media dei debiti verso fornitori, dopo la punta minima toccata nel 2006 con 77 giorni, è tornata dal 2007 costantemente al di sopra dei 100 giorni, in linea con il dato tendenziale rilevato nel quinquennio esaminato.

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 20*.

Tabella 20 - Lo schema di rendiconto finanziario

A) Disponibilità liquide iniziali
B) Flusso dell'attività gestionale: Risultato d'esercizio Ammortamenti e svalutazioni Rivalutazioni/Svalutazioni attività finanziarie Variazione netta fondo trattamento di fine rapporto Storno oneri (Proventi) finanziari netti Flusso dell'attività operativa ante imposte, oneri/proventi finanziari e variazione del capitale d'esercizio Capitale circolante operativo Altre attività / passività Totale variazione capitale di esercizio Oneri finanziari netti pagati Dividendi ricevuti Imposte pagate Totale B)
C) Flusso da attività di investimenti: Investimenti netti in immobilizzazioni: Immateriali Materiali Finanziarie (Partecipazioni) Totale investimenti netti Variazione netta altre attività/passività finanziarie a lungo termine Totale C)
D) Flusso da attività di finanziamento: Variazione netta debiti finanziari a lungo termine Variazione netta debiti finanziari a breve termine Variazione netta altre attività finanziarie Altre variazioni del patrimonio netto Variazione azioni proprie Dividendi distribuiti Totale D)
E) Flusso del periodo (B+C+D)
F) Disponibilità liquide finali (A+E)

Lo schema di cui alla *Tabella 20* evidenzia tre tipologie di flussi finanziari:

- flusso dell'attività gestionale, 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 dei debiti finanziari nonché del patrimonio netto.

L'analisi dei flussi, così come risultanti dai dati aggregati per il quinquennio 2005-2009, è riportata nella *Tabella 21*, i cui dati consentono di annotare, fra l'altro, quanto segue:

a) come precedentemente commentato l'esercizio 2009 è stato caratterizzato da un fenomeno di rilevante generazione di cassa a livello operativo, anche in ragione degli effetti positivi legati ai flussi di capitale circolante: nello specifico, i flussi di cassa della gestione caratteristica (Totale B) si possono ritenere soddisfacenti in quanto evidenziano una generazione di cassa per euro 310 milioni nel 2009, contro un assorbimento complessivo di cassa dell'anno 2008 pari a euro -164 milioni;

b) i flussi di cassa relativi agli investimenti materiali (Materiali del Punto C) manifestano per la prima volta nel quinquennio analizzato un segno positivo, segnatamente pari a 113 milioni, frutto dell'attività di disinvestimento smobilizzo di assets che può essere ricondotta anche alla più generale necessità di reperire cassa a fronte dell'acutizzarsi della tensione finanziaria rilevata alla fine del 2008.

c) i flussi di cassa relativi all'attività di finanziamento, infine, come diretta conseguenza delle dinamiche esposte nei punti precedenti, presentano una rilevante diminuzione assorbendo tale voce patrimoniale complessivamente 337 milioni.

Di fatto il surplus di cassa generato da circolante e disinvestimenti è stato interamente (per il 90% circa) canalizzato sull'esposizione debitoria verso il sistema creditizio.

I fattori ora ricordati, soprattutto con riferimento ai flussi dell'esercizio 2009, contribuiscono a meglio spiegare le motivazioni alla base del sensibile miglioramento della posizione finanziaria netta aggregata (*Tabella 8*), la quale - come già è stato evidenziato - passa dai 930 milioni di euro di fine 2008 a 637 milioni di euro al 31 dicembre 2009.

Interessante rilevare come il comparto patrimoniale complessivamente sia stato oggetto di rilevanti fenomeni di ristrutturazione e riequilibrio nonostante da un punto di vista economico l'esercizio abbia sofferto il conclamarsi della crisi sistemica.

Tabella 21 - I flussi finanziari aggregati 2005-2009

Rendiconto finanziario (valori in milioni di euro arrotondati per troncamento)

	31.12.2009	31.12.2008	31.12.2007	31.12.2006
A) Disponibilità liquide iniziali	110,6	117,1	108,3	93,4
B) Flusso dell'attività gestionale:				
Risultato d'esercizio	11,2	61,4	111,4	105,0
Ammortamenti e svalutazioni	49,8	49,1	44,3	37,4
Rivalutazioni/Svalutazioni attività finanziarie	6,6	1,7	4,0	0,3
Variazione netta fondo trattamento fine rapporto	1,6	3,6	1,2	3,2
Storno oneri (Proventi) finanziari netti	49,5	72,6	57,2	34,4
Flusso dell'attività operativa ante imposte, oneri/proventi finanziari e variazione del capitale d'esercizio	118,7	188,4	218,1	180,3
Capitale circolante operativo	16,3	-272,9	77,8	-286,2
Altre attività / passività	255,3	32,2	-209,7	349,9
Totale variazione capitale di esercizio	271,6	-240,7	-131,9	63,7
Oneri finanziari netti pagati	-51,4	-77,3	-58,6	-39,0
Dividendi ricevuti	1,9	4,7	1,4	4,6
Imposte pagate	-31,2	-38,9	-56,1	-50,6
Totale B)	309,6	-163,8	-27,1	159,0
C) Flusso da attività di investimenti:				
Investimenti netti in immobilizzazioni:				
Immateriali	-10,4	-11,7	-21,4	0,6
Materiali	113,4	-246,8	-170,8	-46,3
Finanziarie (Partecipazioni)	-5,4	23,8	-68,8	15,7
Totale investimenti netti	97,6	-234,7	-261,0	-30,0
Variazione netta altre attività/passività finanziarie a lungo termine	-80,5	-24,1	17,0	-47,0
Totale C)	17,1	-258,8	-244,0	-77,0
D) Flusso da attività di finanziamento:				
Variazione netta debiti finanziari a lungo termine	-172,5	95,3	159,0	-24,5
Variazione netta debiti finanziari a breve termine	-130,4	141,4	138,3	-32,2
Variazione netta altre attività finanziarie	0,0	0,0	0,0	0,0
Altre variazioni del patrimonio netto	-34,4	179,6	-17,4	-10,4
Variazione azioni proprie	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendi distribuiti	0,0	0,0	0,0	0,0
Totale D)	-337,3	416,3	279,9	-67,1
E) Flusso del periodo (B+C+D)	-10,6	-6,3	8,8	14,9
F) Disponibilità liquide finali (A+E)	100,0	110,8	117,1	108,3

7. STRUTTURA FINANZIARIA E REDDITIVITÀ DELLE IMPRESE APPARTENENTI AI SOTTOGRUPPI EDILE, STRADALE E PREFABBRICATORI

Un'ulteriore indagine, di sicuro interesse, riguarda i sottogruppi che fanno parte del comparto edile, ed in particolare:

- edili, n. 245 aziende;
- stradali, n. 47 aziende;
- prefabbricatori, n. 4 aziende.

Tra questi, il maggior peso in termini di volumi è rappresentato dagli edili, con un Valore della Produzione pari al 78% del totale.

Seguono gli stradali con un 17% ed infine i prefabbricatori con il 5%.

La redditività della gestione caratteristica, espressa dall'incidenza percentuale del Margine Operativo Lordo sul Valore della Produzione, vede i prefabbricatori realizzare un margine pari 9,4% circa a fronte del 7,5% degli stradali e del 5% degli edili (si ricorda che il dato generale si attesta al 5,7% in quanto pondera il maggior peso degli edili sul comparto).

Proseguendo nella lettura del Conto Economico fino al Reddito ante Imposte, si segnala un trend coerente con il dato relativo alla marginalità caratteristica lorda laddove i prefabbricatori si posizionano al 2,3%, gli stradali al 1,6% e gli edili chiudono a 0,2%.

La lettura del Risultato Netto di esercizio fornisce un quadro interessante in quanto gli edili registrano una perdita pari a quella dell'intero comparto (- euro 20 milioni) e mentre gli altri due settori chiudono l'esercizio in sostanziale pareggio.

Ancora una volta, tenuto conto di quanto sopra, risulta fondamentale normalizzare i risultati.

Dopo tale operazione di rettifica, il dato finale torna ad essere coerente con le indicazioni tratte dal Margine Operativo Lordo: abbiamo infatti un utile netto normalizzato dello 0% per gli edili (contro il -1,2% non normalizzato), dello 0,5% per gli stradali (contro lo 0,2% non normalizzato) e - distanziati di molto - i prefabbricatori al 1,7% (contro il -0,1% non normalizzato).

Passando alla Posizione Finanziaria Netta, che a livello aggregato presenta nel 2009, come sappiamo, un forte decremento sul 2008, fino a 638 milioni di euro, si conferma una ripartizione tra i settori sostanzialmente coerente rispetto ai volumi di produzione dagli stessi realizzati.

In particolare, dell'importo di euro 638 milioni di euro totali, il 74% è riconducibile agli edili (che muovono il 78% della valore di produzione), il 17% agli stradali (cui va il 17% del Valore della Produzione) e l'8% ai prefabbricati (5% del Valore della Produzione).

Un'immagine molto differente risulta invece laddove si analizzi il rapporto tra la Posizione Finanziaria Netta ai Mezzi Propri.

Qui risalta con particolare evidenza la dipendenza dal sistema creditizio degli edili e dei prefabbricatori, con un dato di 1,28 i primi (contro 1,83 del 2008) e 1,36 i secondi (contro 1,19 del 2008), contro lo 0,57 degli stradali (0,71 nel 2008)

Il dato aggregato si posiziona ad 1,05.

Parimenti, il Rapporto di Indebitamento, inteso come rapporto tra Mezzi di Terzi e Mezzi Propri, rispetto ad un valore complessivo di 3,76, risulta pari a 4,86 per gli edili per calare a 1,88 per gli stradali fino a 2,78 per i prefabbricatori.

Possiamo dunque affermare che gli elementi di debolezza evidenziati nel corso dell'analisi, a riguardo della sottocapitalizzazione delle imprese, riguardano in modo particolare il sottogruppo degli edili che conferma e in certo senso amplifica le risultanze emerse.

Appare invece molto più solida la situazione relativa agli stradali e ai prefabbricatori.

In questi ultimi sotto-settori, in effetti, il quadro competitivo e la tipologia di lavoro svolto hanno consentito di beneficiare nel tempo di regole di mercato meno stringenti, principalmente intese come la necessità di impegnare ingenti risorse, soprattutto sotto forma di capitale circolante, indirizzate a difendere e rinnovare la propria competitività.

Si noti infatti che il Capitale Circolante Operativo, pari a euro 488 milioni a livello aggregato, è riconducibile per l'80% agli edili, per il 7% agli stradali e per il 13% ai prefabbricatori.

Sul fronte poi degli investimenti, su un valore totale Immobilizzazioni (Immateriali+Materiali+Finanziarie) di 824 milioni di euro, 494 milioni di euro, pari al 60%, è legato al settore degli edili, 290 milioni di euro, pari al 35%, agli stradali e 40 milioni di euro, pari al 5%, ai prefabbricatori.

Gli investimenti necessari a chi opera nel sottogruppo stradale e prefabbricatori risultano dunque importanti, se rapportati ai volumi realizzati, ma il dato non è comunque tale da invertire la situazione sopra descritta.

8. CONCLUSIONI

I bilanci aggregati delle imprese edili bresciane relativi al quinquennio 2005 -2009 sono stati analizzati, nei profili reddituale, finanziario e patrimoniale, allo scopo di trarre alcune indicazioni di fondo sull'economicità delle imprese esaminate, nonché sullo stato di salute del comparto del quale esse fanno parte.

Le risultanze emerse dall'analisi in parola, in quanto riferibili a un campione considerato sufficientemente rappresentativo, presentano - in particolare con riferimento agli andamenti del trascorso esercizio - 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 - economici, finanziari e patrimoniali - che di norma non emergono dai bilanci depositati.

Esse, infine, risentono degli effetti - in alcuni casi particolarmente significativi sugli indicatori riferiti direttamente o indirettamente ai mezzi propri e alle immobilizzazioni materiali - delle rivalutazioni dei beni aziendali effettuate nell'esercizio 2008 ai sensi della L. 2/2009, unica norma - rispetto ad analoghe leggi di identico contenuto degli anni precedenti - a dare distinta valenza, civilistica e fiscale, alla suddetta manovra di bilancio.

Con riferimento specifico all'anno 2009, esaminato nell'ambito del quinquennio 2005-2009, 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 quanto segue.

Il comparto dell'edilizia in Brescia e provincia, nel suo complesso, ha fatto registrare, in sintesi i seguenti dati e risultati.

1. Volumi di attività

Dopo un periodo di crescita ininterrotta che, dal 2005 al 2007, ha visto il livello aggregato delle vendite passare da 1.780 a 2.349 milioni (segnando un +24%), nel 2008 vi è stata una prima battuta d'arresto (-3,3% sul 2007) a cui è seguito il 2009 con un -3,4% rispetto al 2008: anche il Valore della Produzione è diminuito passando da 2.454 milioni del 2008 a 2.125 milioni del 2009 con una diminuzione del -15,4%.

2. Risultati economici

I risultati economici a livello aggregato - operativi e netti - risentono della leva operativa del comparto realizzandosi il tipico fenomeno di sottoassorbimento dei costi fissi legato al calo dei volumi e ad una struttura di costi che - sebbene oggetto di significative ristrutturazioni - manifesta la propria intrinseca rigidità.

In particolare, la marginalità lorda rapportata al Valore della Produzione, espressione della redditività della gestione caratteristica, ha registrato una contrazione pari al -32,6%, con una incidenza sul Valore della Produzione che passa dal 7,2% del 2008 al 5,6% del 2009.

Tale effetto si amplifica se si analizza il risultato operativo che, scontando l'assorbimento di una voce estremamente rigida per natura quale gli ammortamenti, con una contrazione del 44% si attesta al 3,5% del Valore della Produzione, registrando il punto di minimo di tutto il periodo analizzato.

Proseguendo poi nella lettura dei dati, si nota che vi è una crescita dei risultati netti nei primi tre anni e l'inizio della flessione nel 2008 con la prima perdita aggregata nel 2009.

La redditività netta, che era rimasta su valori superiori a zero negli anni 2005-2008, si è attestata, per la prima volta nel 2009, al -1% con una perdita di euro 20 milioni.

3. Flussi di cassa

L'andamento dei flussi di cassa registra una inversione significativa di tendenza rispetto all'esercizio 2008, che aveva fatto registrare un peggioramento netto e significativo della posizione finanziaria netta a livello aggregato.

In particolare la gestione più efficiente del capitale circolante a cui si è associato un significativo volume di disinvestimento di parte del capitale fisso hanno congiuntamente consentito il recupero di significativi flussi a servizio del debito oneroso.

Per effetto di quanto sopradescritto la posizione finanziaria netta infatti si riduce drasticamente rispetto al picco del 2008, passando 930 milioni del 2008 a 637 milioni del 2009.

Ciò posto con riferimento al quinquennio 2005-2009, pare utile, in conclusione, svolgere qualche ulteriore considerazione su taluni indicatori aggregati riferiti al decennio 1999-2009 (*Tabella 22*), così da poter collocare i giudizi di sintesi sopra espressi in un quadro evolutivo relativamente ampio dal punto di vista temporale.

Per quanto riguarda la struttura patrimoniale e finanziaria, dal confronto fra i rapporti di indebitamento per il decennio 1999-2009 si vede che il netto miglioramento della capitalizzazione delle imprese si verifica a muovere dall'esercizio 2002: gli indicatori in parola, infatti, si collocano su valori inferiori a cinque per tutto il periodo 2002-2007, con un netto miglioramento a partire dall'esercizio 2008 ladove il parametro si attesta su valori intorno a 3,8.

Tale miglioramento, tuttavia, anche se in qualche misura afferibile all'effetto sui mezzi propri conseguente alla rivalutazione monetaria effettuata dalle imprese nel bilancio 2008, si è cristallizzato nel 2009, esercizio che da una parte è stato condizionato dalla perdita gestionale e dall'altra sconta gli ammortamenti civilistici relativi alle precedenti rivalutazioni.

Dai dati evidenziati nella *Tabella 22* possono ricavarsi alcune ulteriori annotazioni conclusive con riferimento alla redditività e alla struttura patrimoniale-finanziaria delle imprese appartenenti al comparto bresciano dell'edilizia.

Per quanto attiene alla redditività, dal confronto fra gli indicatori per il decennio 1999-2009 emerge una erosione delle marginalità secondo una linea di trend costante.

In particolare, nell'anno in questione il R.o.e. si assesta su un segno negativo (-3,3%), livello mai raggiunto nell'orizzonte temporale di analisi.

Il dato, che è evidentemente segno di grave crisi del settore, è tuttavia da leggersi nell'ambito del contesto macroeconomico di riferimento, che attraversa una crisi di sistema di cui non si ricordano precedenti.

In tal senso si deve interpretare un andamento economico che non rappresenta la definitiva cristallizzazione di una crisi strutturale dei modelli di funzionamento del settore quanto, piuttosto, un passaggio particolarmente difficile nel punto di sella di una delle più gravi crisi mondiali che la storia ricordi.

Tabella 22 - Evoluzione dei principali quozienti di bilancio nel decennio 1999-2009

Analisi attuale	2009	2008	2007	2006	2005
ROE	-3,3%	3,4%	12,1%	13,0%	11,7%
ROE normalizzato	0,4%	3,6%	10,2%	10,3%	9,8%
ROA	2,6%	4,2%	6,0%	5,5%	5,4%
Rapporto di indebitamento	3,76	3,78	4,68	4,30	4,10
Indice di disponibilità	1,25	1,28	1,21	1,28	1,28
Indice di copertura	1,49	1,57	1,50	1,77	1,73

Anni precedenti	2004	2003	2002	2001	2000	1999
ROE	9,1%	10,7%	17,7%	10,9%	9,7%	11,3%
ROE normalizzato	8,8%	11,0%	16,1%	n.d.	n.d.	n.d.
ROA	5,3%	6,0%	7,7%	6,5%	7,2%	6,1%
Rapporto di indebitamento	4,35	4,26	4,55	5,04	5,39	5,23
Indice di disponibilità	1,25	1,22	0,97	0,97	1,04	0,97
Indice di copertura	1,71	1,61	0,91	0,89	n.d.	n.d.

Rapportando ai mezzi propri soltanto la posizione finanziaria netta (P.f.n.) e non all'intero valore dei mezzi di terzi (*Tabella 23*), si osserva invece come il valore del quoziente scenda al di sotto dell'unità nel 2006, per risalire vistosamente nel 2007 e 2008 rispettivamente a 1,50 e 1,41, ben al di sopra del dato medio di periodo, per poi scendere al 1,05 nel 2009.

Ponendo poi a confronto la P.f.n. con un aggregato reddituale, il M.o.I. ad esempio, si osserva come il rapporto in questione si riduca nel 2006 fino a 2,53 (*Tabella 23*), per poi crescere nuovamente ed arrivare nel 2009 alla punta massima di 5,32.

Il dato del 2008 viene sostanzialmente confermato nel 2009 nonostante la rilevante contrazione del parametro di P.f.n. a causa della proporzionale diminuzione del M.o.I. del 2009 (-13% circa).

L'analisi porta a sperare che in prospettiva futura, quando verrà riguadagnata una marginalità coerente con il profilo di rischio del settore, se il controllo sulla posizione debitoria verso il sistema creditizio verrà tenuto fermo, il rapporto P.f.n./M.o.I. possa ragionevolmente convergere verso valori più rassicuranti.

Tabella 23 - Posizione finanziaria netta, mezzi propri e margine operativo lordo 2005-2009

	2009	2008	2007	2006	2005
PFN/MP	1,05	1,41	1,50	0,95	1,25
PFN/MOL	5,32	5,23	3,43	2,53	3,34