

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

2004 - 2008



**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 2004-2008 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 2009

INDICE

PREFAZIONE.....	3
1. INTRODUZIONE	5
2. LA METODOLOGIA DELL'ANALISI	7
3. L'ANALISI ECONOMICA 2004-2008: 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 2004-2008.....	12
3.2.1 L'andamento economico 2004-2008: valore della produzione, margini operativi e risultati netti di esercizio	12
3.2.2 Gli equilibri patrimoniali e di struttura finanziaria 2004-2008.....	18
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	31
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 2004-2008* 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 2004-2008.

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 1.516 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 2004 al 2008, 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 2004-2008, 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 2004-2008, 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 2004-2008, 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 2004-2008.

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 2008; 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 2003-2007*", 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 1.516 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 2004 al 2008, 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. 277 imprese nel 2004;
- n. 285 imprese nel 2005;
- n. 312 imprese nel 2006;
- n. 323 imprese nel 2007;
- n. 319 imprese nel 2008.

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 disponibili con riferimento all'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 2004 - 2008, 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 2004-2008, 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 2004-2008, al fine soprattutto di illustrare gli andamenti tipici dei *cash flows* operativi e netti.

3. L'ANALISI ECONOMICA 2004-2008: 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 2004-2008

3.2.1- L'andamento economico 2004-2008: 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 2004-2008, è esposto in *Tabella 4*.

Tabella 4 - I conti economici aggregati delle imprese edili bresciane 2004-2008

C.E. (milioni di euro arrotondati per troncamento)	2008		2007		2006		2005		2004	
Vendite	2.270,8	92,5%	2.349,0	93,5%	2.016,0	93,3%	1.780,7	95,7%	1.690,3	94,5%
Lavorazioni in economia	6,4	0,3%	4,5	0,2%	8,3	0,4%	4,8	0,3%	3,7	0,2%
Variatz. magazzino S.L. e P.F.	176,5	7,2%	159,6	6,4%	137,3	6,3%	75,1	4,0%	94,3	5,3%
Valore della produzione	2.453,6	100,0%	2.513,1	100,0%	2.161,5	100,0%	1.860,7	100,0%	1.788,2	100,0%
Acquisti di materiali	836,6	34,1%	845,3	33,6%	769,8	35,6%	612,1	32,9%	591,0	33,1%
Variatz. magazzino M.P.	5,4	0,2%	18,0	0,7%	-3,3	-0,2%	-14,2	-0,8%	-2,4	-0,1%
Costi di costruzione beni immobili	1.074,0	43,8%	1.112,0	44,3%	941,6	43,6%	835,9	44,9%	804,9	45,0%
Costi generali	34,1	1,4%	36,5	1,5%	29,7	1,4%	30,1	1,6%	31,8	1,8%
Valore aggiunto	503,6	20,5%	501,2	19,9%	424,0	19,6%	396,8	21,3%	362,8	20,3%
Costo del lavoro	325,9	13,3%	301,3	12,0%	266,2	12,3%	256,3	13,8%	232,7	13,0%
Margine operativo lordo	177,7	7,1%	199,9	9,2%	157,4	7,3%	140,5	7,5%	130,1	7,3%
Ammortamenti	45,1	1,8%	41,4	1,6%	35,0	1,6%	35,8	1,9%	36,8	2,1%
Accantonamenti	0,7	0,0%	2,2	0,1%	0,1	0,0%	0,5	0,0%	0,3	0,0%
Reddito operativo	131,9	5,2%	156,4	7,2%	122,2	5,7%	104,1	5,6%	92,9	5,2%
Proventi finanziari	13,6	0,6%	7,0	0,3%	8,8	0,4%	10,0	0,5%	3,3	0,2%
Oneri finanziari	86,2	3,5%	64,2	2,6%	43,2	2,0%	36,7	2,0%	32,5	1,8%
Componenti straordinari	2,1	0,1%	12,3	0,5%	17,2	0,8%	10,9	0,6%	4,1	0,2%
Reddito ante imposte	61,4	2,4%	111,4	5,2%	105,0	4,9%	88,3	4,7%	67,8	3,8%
Imposte	38,9	1,6%	56,1	2,2%	50,6	2,3%	44,4	2,4%	38,3	2,1%
Risultato d'esercizio	22,4	0,9%	55,3	2,6%	54,4	2,5%	43,9	2,4%	29,5	1,7%

In particolare, si assiste ad una crescita molto sostenuta negli anni 2006 e 2007, con un tasso di crescita intorno al 15% annuo, mentre nel 2005 l'incremento sull'anno prima era stato nettamente inferiore. Il 2008, infine, registra una inversione di tendenza con un valore delle vendite del -3% sull'anno prima (*Grafico 1*).

Dai dati esposti in *Tabella 4* emerge che, nell'intero quinquennio considerato, risultano aumentati sia il dato relativo alle vendite, sia quello riferito al Valore della Produzione, che aumentano del 35%.

Entrambi gli aggregati, tuttavia, registrano un andamento positivo, con sensibili incrementi, fino al 2007, per poi evidenziare un calo nel 2008.

La dinamica ora evidenziata, ben espressa dai due indicatori esposti in *Tabella*

5, consente di affermare che, nell'esercizio 2008, la crisi dei mercati finanziari internazionali, già da tempo manifesta, si è riversata sull'economia reale, andando ad intaccarne le performance che erano state eccellenti fino a quel momento (il saggio di crescita *year on year* del 2007, pari al 16%, è il più elevato dell'intero quinquennio).

Grafico 1 - Evoluzione del fatturato e del valore della produzione 2004-2008

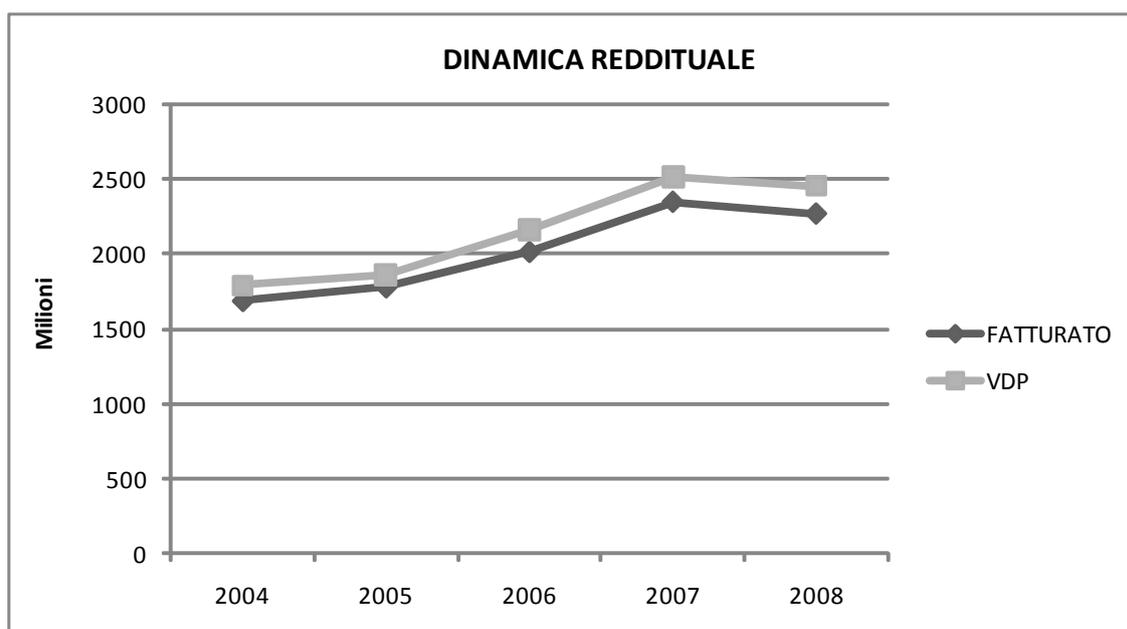


Tabella 5 - Saggi di variazione del fatturato e del valore della produzione 2004-2008

	2008	2007	2006	2005	2004
Variazione Fatturato	-3,4%	16,0%	13,5%	5,4%	15,0%
Variazione Valore della produzione	-2,4%	16,3%	16,2%	4,1%	12,5%

L'andamento del fatturato può essere ulteriormente esaminato mediante la tecnica "ABC", la quale consente di capire la composizione del fatturato aggregato, raggruppando le società analizzate per classi. In particolare, su un totale di 319 imprese, si può notare quanto segue:

- soltanto 58 società (cioè il 18% del totale) hanno fatto registrare un fatturato superiore a 10 milioni di euro, e di queste solamente 7 (cioè il 2%) superiore a 50 milioni di euro;

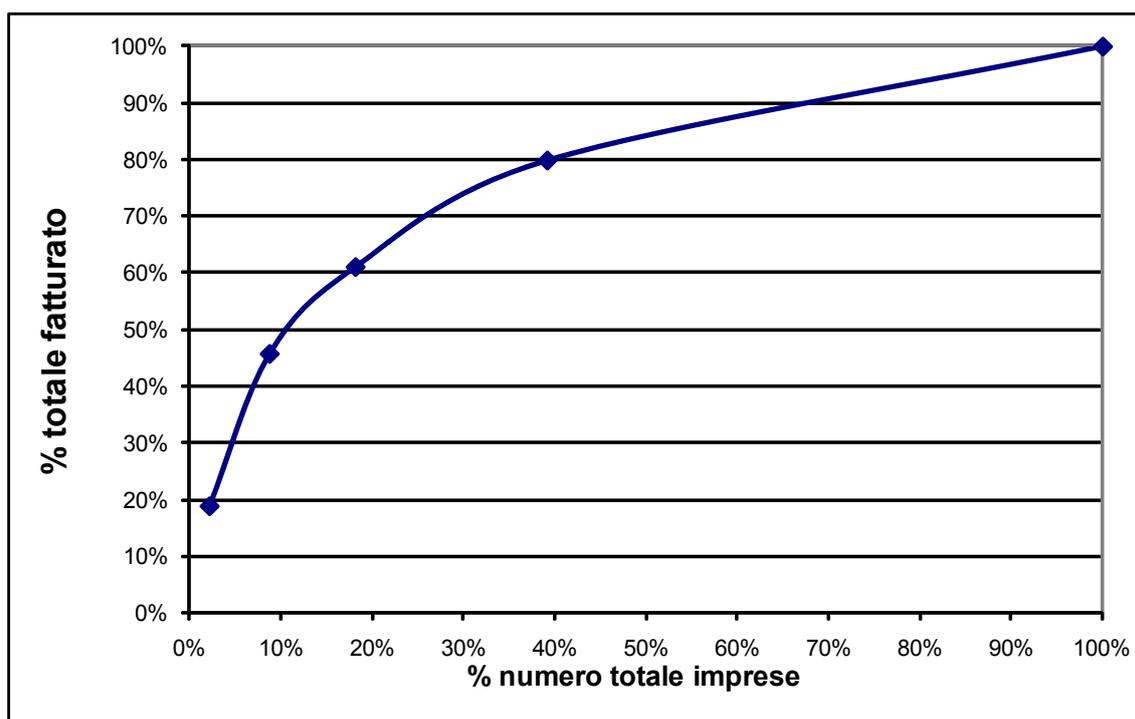
- ben 261 società (cioè l'82% del totale) hanno fatto registrare un fatturato

inferiore a 10 milioni di euro;

- le prime 58 imprese (cioè il 18% del totale) sviluppano un fatturato pari al 61% del fatturato totale; il restante 39% è suddiviso su 261 imprese.

Si conferma pertanto la prevalenza di imprese di piccole dimensioni che catalizzano il 39% del fatturato complessivo determinando una elevata polverizzazione dello stesso; al contempo vi è una concentrazione del 61% del fatturato su un numero esiguo di società di medie/grandi dimensioni.

Classe di fatturato (milioni di euro)	ANNO 2008							
	Numero società	%	Fatturato	%	Numero progr.	% progr.	Fatturato progres-sivo	% progr.
> 50 ml	7	2%	463	19%	7	2%	463	19%
20 ml - 50 ml	21	7%	660	27%	28	9%	1.123	46%
10 ml- 20 ml	30	9%	376	15%	58	18%	1.499	61%
5 ml - 10 ml	67	21%	461	19%	125	39%	1.960	80%
1 ml - 5 ml	194	61%	494	20%	319	100%	2.454	100%
	319	100%	2.454	100%				



Passando all'analisi dei costi della produzione a livello aggregato, si può notare in primo luogo che l'incidenza degli acquisti di materiali sul valore della produzione, stabile in un intorno del 33% per il periodo 2004-2005, evidenzia un leggero incremento con riferimento all'anno 2006, con il dato che si porta al 35,6%, per poi ripiegare al 33,6% nel 2007 e al 34,1% nel 2008, allineandosi dunque al valore medio che si è sempre confermato, anche in un contesto evolutivo caratterizzato da significativi incrementi del valore della produzione.

La categoria dei costi di costruzione dei beni immobili (aggregato comprendente costi per servizi, oneri per godimento beni di terzi e accantonamenti per rischi), che incide nel 2008 per il 43,8%, rimane viceversa sostanzialmente allineata alla media degli esercizi precedenti.

Gli andamenti qui sopra descritti, in parte di segno opposto, consentono di spiegare il dato relativo all'incidenza del Valore Aggiunto sul Valore della Produzione: rispetto al 2007, il rapporto in questione cresce di 0,5 punti percentuali, collocandosi al 20,5%.

In valore assoluto il Valore Aggiunto passa da 501 a 504 milioni, dato da considerarsi estremamente positivo, in considerazione del calo dei volumi di attività (*Tabella 5*).

Inoltre, allargando lo sguardo all'intero quinquennio, si nota che il valore assoluto cresce del 38,8%, passando da circa 363 milioni annui nel 2004, a mediamente 400 milioni annui nel biennio 2005-2006, per raggiungere i 500 milioni nel 2007 e 2008. Si tratta di una crescita particolarmente robusta fino al 2007, che ha trovato un pausa nel 2008.

Di un certo rilievo è poi, secondariamente, l'andamento del costo del lavoro; tale dato, in termini di incidenza percentuale rispetto al Valore della Produzione, evidenzia nel 2008 un incremento rispetto alla dinamica degli esercizi precedenti: da un dato medio - riferito al quadriennio 2004-2007 - del 13,0%, si passa infatti, nell'esercizio 2008, al 13,3%, in un contesto di aumento, in parte certamente fisiologico, della suddetta componente di costo anche in valore assoluto.

I dati sino ad ora evidenziati, certamente positivi se si pensa all'incremento dei volumi di attività realizzati nel quinquennio, solo nel 2007 avevano trovato conferme altrettanto soddisfacenti nei valori assoluti e percentuali dei risultati di primo livello, in particolare nei valori del Margine operativo lordo (Ebitda) e del Risultato operativo (Ebit) (*Tabella 4*).

Il 2008, viceversa, così come si è visto per il valore della produzione e per il fatturato a livello aggregato, conferma anche nel settore in esame quella netta inversione di tendenza che sta determinando gli andamenti negativi dell'economia per tutto l'anno 2009.

Più in particolare, il Margine operativo lordo in valore assoluto appare nettamente ridimensionato rispetto al 2007, passando da 200 a 177 milioni; in termini percentuali, invece, rapportato al Valore della produzione il dato del 7,2%, seppur in calo rispetto al 2007, si colloca in una fascia di valori sostanzialmente allineati rispetto alla dinamica del periodo 2004-2006.

La dinamica del Risultato operativo subisce pressoché la stessa sorte e torna ad assestarsi ampiamente sotto 6%, esattamente al 5,38% (il valore minore del periodo, escludendo l'anno 2004), dopo avendo raggiunto il 6,22% nel 2007.

La dinamica del Risultato operativo, per essere correttamente interpretata, deve tuttavia tenere conto dell'andamento negli anni degli ammortamenti.

Relativamente a tale classe di valore, dopo un progressivo decremento in termini di incidenza percentuale rispetto al valore della produzione (dal 2,1% nel 2004 fino all'1,6% nel 2007), si registra nel 2008 un dato in crescita ed in controtendenza sia in termini percentuali (1,8%), che in valore assoluto.

Qui pure, peraltro, l'interpretazione impone particolare cautela in quanto i bilanci 2008 risentono - in misura certo non poco significativa - delle scelte effettuate dalle imprese in materia di rivalutazione dei beni costituenti immobilizzazioni (D.L. 185/ 2008, convertito nella legge n. 2/2009), rivalutazione che - per la prima volta rispetto ad interventi analoghi negli anni passati - ha assunto valenza civilistica potenzialmente autonoma rispetto a quella tributaria, con conseguente netto miglioramento del rapporto di capitalizzazione e correlato incremento dell'incidenza percentuale delle attività fisse - in parte rivalutate - rispetto alle attività del circolante.

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 incremento in termini assoluti nell'esercizio 2008 rispetto a tutto il quadriennio precedente: tale dinamica è la conseguenza sia del significativo incremento del debito finanziario netto a livello aggregato (la Posizione finanziaria netta aggregata - in valore assoluto - passa da 687 milioni del 2007 a 930 milioni del 2008), sia del noto rialzo dei tassi di interesse che è si è protratto fino a ottobre del medesimo anno 2008.

Il dato risulta particolarmente preoccupante anche in termini di incidenza rispetto al valore della produzione, confermando peraltro una tendenza che già era emersa in sede di commento ai dati del 2007: l'indicatore 2008, pari al 37,9%, manifesta infatti una sensibile crescita rispetto agli esercizi precedenti, nei quali si attestava in un intorno del 22% fino al 2006, per passare al 27,3% nel 2007.

Quanto invece ai proventi straordinari, una riflessione specifica si impone soprattutto con riferimento ai dati del triennio 2005-2007: in una dinamica di periodo che ha visto tali componenti di reddito sostanzialmente ininfluenti nel 2004, essi paiono invece degni di segnalazione nei tre anni evidenziati, nei quali l'incidenza dei proventi straordinari si colloca in un intorno vicino allo 0,6 per cento, per tornare ad essere poco significativi nel 2008.

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* che segue 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 2004-2008

(milioni di euro)	2008		2007		2006		2005		2004
Risultato netto di bilancio	22	-60,0%	55	1,9%	54	24,0%	44	48,6%	30
Risultato netto normalizzato	24	-47,8%	46	9,5%	42	16,1%	36	26,0%	29

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 2008 rispetto al 2007.

Non solo, il 2008 risulta essere l'anno peggiore del quinquennio, con un calo rispetto al precedente esercizio che - in termini di risultato normalizzato - si avvicina al 50%.

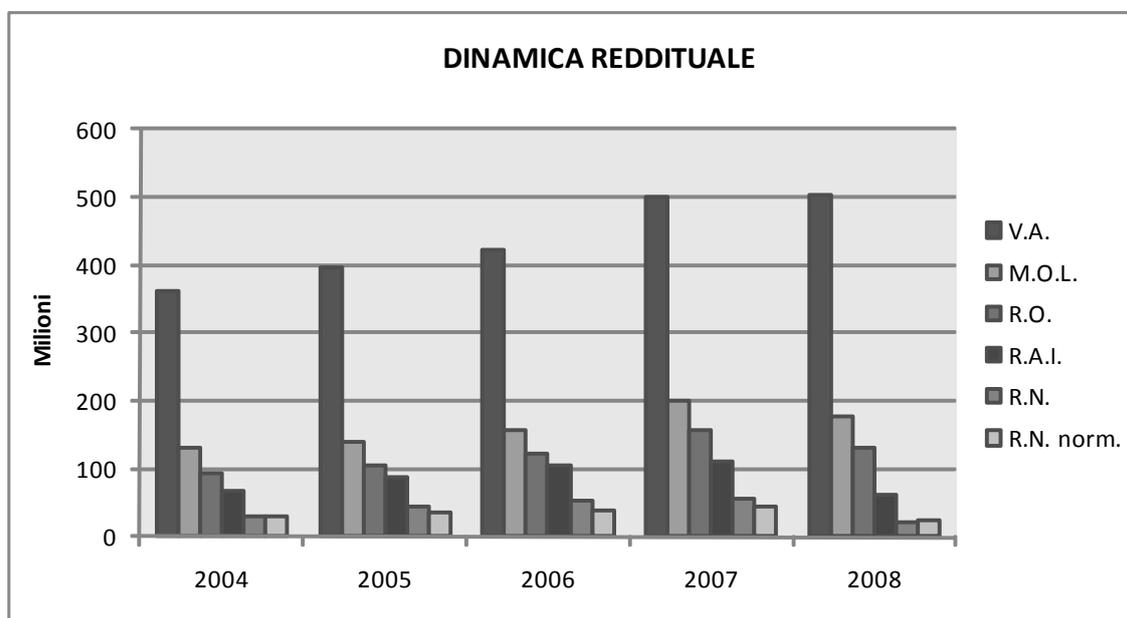
L'inversione di tendenza del 2008, rispetto al quadriennio che precede, emerge dunque chiara in tutti gli aggregati significativi di conto economico di cui alla *Tabella 4* (valore della produzione, margini operativi lordi e netti, oneri finanziari, risultati finali).

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 2009, infatti, potrebbe in questo senso ulteriormente aggravare i segnali che emergono dai dati 2008, 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 2004-2008



Gli Stati Patrimoniali aggregati, rielaborati in logica finanziaria e riferiti al quinquennio 2004-2008, sono rappresentati nella *Tabella 7*.

Tabella 7 - Gli stati patrimoniali riclassificati secondo il criterio finanziario 2004-2008

S.P. (milioni di euro arrotondati per troncamento)	2008		2007		2006		2005		2004	
+Liquidità immediate	114,1	3,6%	117,1	4,5%	108,4	4,9%	94,1	4,9%	79,2	4,6%
+Liquidità differite	1.234,9	39,2%	1.070,0	41,2%	914,7	41,5%	777,7	40,6%	709,6	40,8%
+Magazzino	927,9	29,4%	738,9	28,4%	698,8	31,7%	600,0	31,4%	568,7	32,7%
=Capitale Circolante	2.276,9	72,2%	1.926,0	74,1%	1.721,9	78,1%	1.471,7	76,9%	1.357,5	78,0%
+Immobilizzazioni tecniche	664,5	21,1%	451,1	17,4%	300,2	13,6%	289,5	15,1%	253,3	14,6%
+Immobilizzazioni finanziarie	212,8	6,7%	220,6	8,5%	183,1	8,3%	152,4	8,0%	128,9	7,4%
=Capitale fisso	877,3	27,8%	671,7	25,9%	483,3	21,9%	441,9	23,1%	382,2	22,0%
=Capitale investito	3.154,2	100,0%	2.597,7	100,0%	2.205,2	100,0%	1.913,6	100,0%	1.739,7	100,0%
+Passività correnti	1.776,9	56,3%	1.591,5	61,3%	1.347,7	61,1%	1.150,2	60,1%	1.084,5	62,3%
+Passività consolidate	717,8	22,8%	548,7	21,1%	438,0	19,9%	388,0	20,3%	330,1	19,0%
=Mezzi di terzi	2.494,7	79,1%	2.140,2	82,4%	1.785,7	81,0%	1.538,2	80,4%	1.414,6	81,3%
+Mezzi propri	659,5	20,9%	457,4	17,6%	419,5	19,0%	375,4	19,6%	325,1	18,7%
=Totale fonti	3.154,2	100,0%	2.597,7	100,0%	2.205,2	100,0%	1.913,6	100,0%	1.739,7	100,0%

3.2.2- Gli equilibri patrimoniali e di struttura finanziaria 2004-2008

Con riferimento agli impieghi, dai valori riclassificati ed esposti in *Tabella 7* emerge in primo luogo il dato relativo alla crescita del capitale investito in valore assoluto nel periodo esaminato: complessivamente, infatti, l'aggregato in parola aumenta dell'81%, cui contribuisce la crescita del capitale circolante, la cui dinamica segna un + 68%, e del capitale fisso, la cui dinamica evidenzia addirittura un +130%.

Prendendo invece in considerazione la composizione del capitale investito, nel corso dell'intero periodo si può notare come vi sia un leggero calo dell'incidenza del capitale circolante, che si attesta - nel 2008 - al 72%, contro un valore medio del 77% degli anni precedenti; il capitale fisso, viceversa, è pari al 28% e si conferma quale dato in costante crescita nell'intero quinquennio esaminato.

L'incremento netto del dato riferito alle immobilizzazioni, peraltro, va qui pure correlato alle scelte in materia di rivalutazione dei beni effettuate nei bilanci 2008, delle quali già si è dato conto nel paragrafo che precede.

Sotto questo profilo, infatti, il passaggio da 451 milioni del 2007 a 664 milioni del 2008 non può ascrivere esclusivamente ad una crescita degli investimenti; anzi, il confronto con i dati di patrimonio netto - e in particolare con gli incrementi del medesimo in rapporto agli effettivi risultati netti di bilancio - consente di affermare che una parte significativa degli incrementi suddetti sia relativa 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.

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 31% del capitale investito, con un incremento, nell'esercizio 2008, di un punto percentuale rispetto all'esercizio precedente.

Nell'ambito del capitale fisso, le immobilizzazioni tecniche presentano una crescita costante nel periodo, fino a raggiungere - nel 2008 - il 21% del totale del capitale investito, valore ampiamente superiore alla media del periodo precedente (15,7%); le immobilizzazioni finanziarie si assestano invece al 6,7%, in leggera flessione rispetto agli anni precedenti.

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'81% del totale delle fonti, evidenziando così una situazione di stabile e strutturale sottocapitalizzazione.

Un dato di particolare interesse è rappresentato dalla composizione dei mezzi di terzi.

Nell'esercizio 2008, infatti, si assiste ad una diminuzione dell'incidenza delle passività correnti (dal 61,3% al 56,3% del totale fonti) e ad un modesto incremento del peso delle passività consolidate, che passano dal 21,1% al 22,7%; 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*.

Tabella 8 - Gli stati patrimoniali riclassificati secondo il criterio funzionale 2004-2008

IMPIEGHI (milioni di euro arrotondati per troncamento)	2008	2007	2006	2005	2004
+Crediti vs clienti	878,8	794,5	712,0	578,3	544,1
-Debiti vs fornitori	589,5	585,3	382,3	433,5	447,4
+Altri crediti	288,8	214,8	159,9	160,5	134,8
+Rimanenze	927,9	738,9	698,8	600,0	568,7
-Altri debiti a breve	598,7	555,8	666,4	373,5	323,1
-Altri debiti a m/l termine	162,0	105,4	148,9	89,7	98,8
+Ratei e risconti attivi	33,0	29,4	21,7	18,6	17,8
-Ratei e risconti passivi	13,9	12,1	8,5	10,5	17,4
=Capitale circolante operativo	764,4	519,0	386,3	450,1	378,8
-Fondo TFR	60,8	57,1	55,9	52,8	47,5
-Altri fondi	29,5	21,0	17,3	15,2	11,9
=Capitale circolante operativo netto	674,1	440,9	313,0	382,1	319,4
+Crediti a lungo termine	112,0	88,0	106,3	59,3	51,1
+Partecipazioni	138,6	163,9	98,0	114,1	91,4
+Immob. Materiali	622,1	412,8	277,4	262,0	237,9
+Immob. Immateriali	42,4	38,3	22,8	27,6	15,4
=Attivo fisso	915,1	703,1	504,5	462,9	395,7
CAPITALE INVESTITO NETTO	1.589,2	1.144,0	817,5	845,1	715,1
FONTI (milioni di euro)	2008	2007	2006	2005	2004
-Cassa e banche attive	110,6	117,1	108,3	93,4	78,5
+Debiti vs banche	580,2	438,8	300,5	332,7	280,2
+Banche a m/l termine	460,1	364,8	205,8	230,3	188,3
=Posizione finanziaria netta	929,7	686,5	398,0	469,6	390,0
+Capitale sociale	142,5	141,1	123,5	124,1	117,1
+Riserve	483,2	255,5	237,4	201,2	172,5
+Utili a nuovo	11,3	5,6	4,2	6,2	5,8
+Risultato d'esercizio	22,4	55,3	54,4	43,9	29,5
=Totale Patrimonio netto	659,4	457,5	419,5	375,4	325,1
TOTALE FONTI	1.589,1	1.144,0	817,5	845,1	715,1

Il prospetto qui sopra riportato evidenzia la dinamica della posizione finanziaria netta (P.f.n.), costituita dal debito finanziario, al netto delle giacenze di cassa: come già si è avuto modo di accennare, tale indicatore - fondamentale per l'apprezzamento del grado di dipendenza dal finanziamento bancario - mette in luce

una netta, significativa e preoccupante crescita nel 2008 rispetto al 2007, anno in cui già si era manifestata con forza questa tendenza.

La posizione finanziaria netta aggregata dell'anno 2008 risulta infatti superiore del 35% rispetto all'anno 2007, che a sua volta era superiore del 72% rispetto all'anno prima, raggiungendo il livello massimo del periodo esaminato.

Dal punto di vista dei valori assoluti, da 390 milioni di euro del 2004, si è passati progressivamente a 470 milioni nel 2005, per scendere nel 2006 a 398 milioni di euro, e nel 2007 a 687 milioni, attestandosi infine nel 2008 a 930 milioni, con una crescita complessiva sull'intero periodo del 138%.

Si tratta di una dinamica che, ad evidenza, desta non poche preoccupazioni in quanto delinea un comparto sempre più esposto con il sistema bancario: il dato della Posizione finanziaria netta aggregata al 31 dicembre 2008, sotto questo profilo, rappresenta uno dei segnali di maggiore criticità del sistema, con le imprese che, in non pochi casi, hanno dovuto affrontare l'anno della crisi economica mondiale in una condizione di debolezza strutturale sul piano finanziario e patrimoniale.

Tale condizione trova una parziale conferma dall'esame dell'andamento, nel periodo, del dato relativo ai mezzi propri a livello aggregato: i valori evidenziano un trend di costante crescita del patrimonio netto a livello aggregato (da 325 milioni del 2004 a 659 del 2008); una crescita, dunque, senza dubbio positiva, ma certamente non ancora soddisfacente dal punto di vista della ricerca di un rapporto ottimale fra mezzi propri e mezzi di terzi (dalla *Tabella 7*, infatti, risulta un'incidenza media nel quinquennio dei mezzi propri del 19,4% rispetto al totale delle fonti, a conferma di una situazione di strutturale sottocapitalizzazione).

In aggiunta, occorre considerare l'effetto determinato dalle scelte in tema di rivalutazione dei beni nell'esercizio 2008.

Sotto questo profilo, infatti, se si sottrae, dal valore dei mezzi propri del 2008 (al netto degli utili del 2008 pari a 22 milioni), il valore al 31 dicembre 2007, risulta una variazione positiva dei mezzi propri - pari a 180 milioni - che si spiega - per una parte non determinabile in questa sede, ma comunque certo significativa - proprio con l'aumento delle riserve di rivalutazione monetaria ex D.L. 185/2008, convertito nella L. 2/2009.

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 2004-2008, 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.

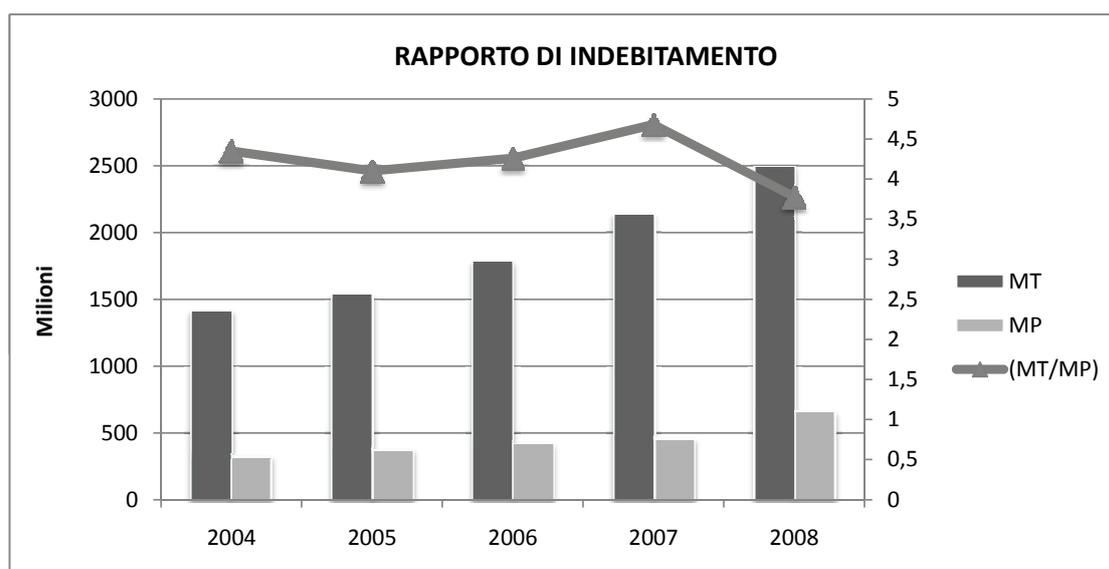
4.2 - Il rapporto di indebitamento

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 2004-2008

	2008	2007	2006	2005	2004
Rapporto di indebitamento (MT/MP)	3,78	4,68	4,26	4,10	4,35

Grafico 3 - Andamento del rapporto di indebitamento nel periodo 2004-2008



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 4,35 (2004) e 3,78 (2008) evidenziando, a conferma di quanto già annotato, una struttura patrimoniale complessivamente sotto-capitalizzata 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 registra nel 2008 un'inversione di tendenza rispetto alla dinamica tendenziale degli anni precedenti, assestandosi a 3,78 rispetto a 4,68 del 2007, punta massima negativa raggiunta; qui pure, peraltro, occorre tenere conto dell'effetto patrimoniale delle rivalutazioni dei beni effettuate nei bilanci 2008: pur in assenza di un dato puntuale sugli effetti delle suddette rivalutazioni, non può non annotarsi il fatto che - ove, per ipotesi, la variazione nei mezzi propri dal 2007 al 2008, al netto del risultato di esercizio, fosse interamente ascrivibile alle rivalutazioni - il rapporto di indebitamento 2008 si assesterebbe a 5,2, il peggiore del quinquennio e coerente con i valori assoluti della Posizione finanziaria netta aggregata di cui già si è dato conto nel paragrafo che precede.

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 2003-2007

	2008	2007	2006	2005	2004
Rapporto di leverage (CI/MP)	4,78	5,68	5,26	5,10	5,35
Incidenza mezzi di terzi (MT/CI)	79,1%	82,4%	81,0%	80,4%	81,3%

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 2004-2008

	2008	2007	2006	2005	2004
Debiti finanziari a breve termine	41,7%	37,6%	28,4%	36,6%	33,1%
Debiti verso fornitori	23,7%	27,4%	21,5%	28,3%	33,0%
Debiti finanziari a medio e lungo termine	25,2%	22,0%	20,4%	20,8%	19,1%

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 la sensibile crescita dell'incidenza dei debiti finanziari onerosi a breve termine: con un indicatore al 41,7%, si è superata la punta massima del 37,6% raggiunta nell'anno 2007.

La dinamica dei debiti finanziari onerosi ora descritta, unitamente al calo dei volumi di attività registrato nel corso dell'ultimo periodo, ha consentito un lieve calo dell'incidenza dell'esposizione verso i fornitori che passa dal 27,4% nel 2007 al 23,7% nel 2008, 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 7,2% rispetto all'anno precedente; tuttavia, l'incidenza sul totale dei mezzi di terzi (*Tabella 7*) è pari al 24%, contro una media del 27% 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 22% del 2007, al 25,2% nel 2008; si consideri inoltre che nel triennio 2004-2006, tale incidenza era ampiamente inferiore, nell'ordine del 20%.

Ciò 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

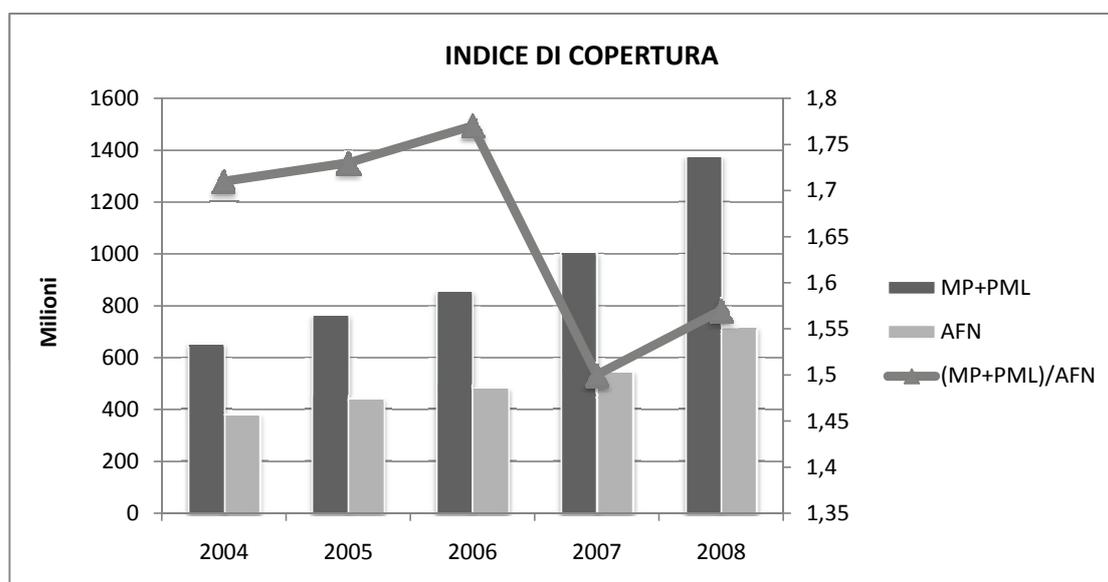
copertura risultante dai bilanci esaminati per il periodo 2004-2008.

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 2004-2008

	2008	2007	2006	2005	2004
Indice di copertura (MP+PML)/AFN	1,57	1,50	1,77	1,73	1,71

Grafico 4 - Andamento dell'indice di copertura nel periodo 2004-2008



Osservando i valori sottoposti a indagine, si può evidenziare un miglioramento dell'indice di copertura nel periodo che va dal 2004 al 2006 (da 1,71 a 1,77), ed un leggero calo nel 2007 (1,50), sostanzialmente confermato nel 2008 (1,57).

Il dato, complessivamente, risulta soddisfacente, in quanto motivato dalla crescita dei mezzi propri e dal consolidamento dell'indebitamento in misura maggiore rispetto all'incremento dell'attivo fisso.

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 2004-2008

	2008	2007	2006	2005	2004
ROE (RN/MP)	3,4%	12,1%	13,0%	11,7%	9,1%
ROE normalizzato	3,6%	10,2%	10,3%	9,8%	8,8%
ROA (RO/CI)	4,2%	6,0%	5,5%	5,4%	5,3%
ROS (RO/F)	5,8%	6,7%	6,1%	5,9%	5,5%
Rotazione C.I. (F/CI)	0,72	0,90	0,91	0,93	0,97

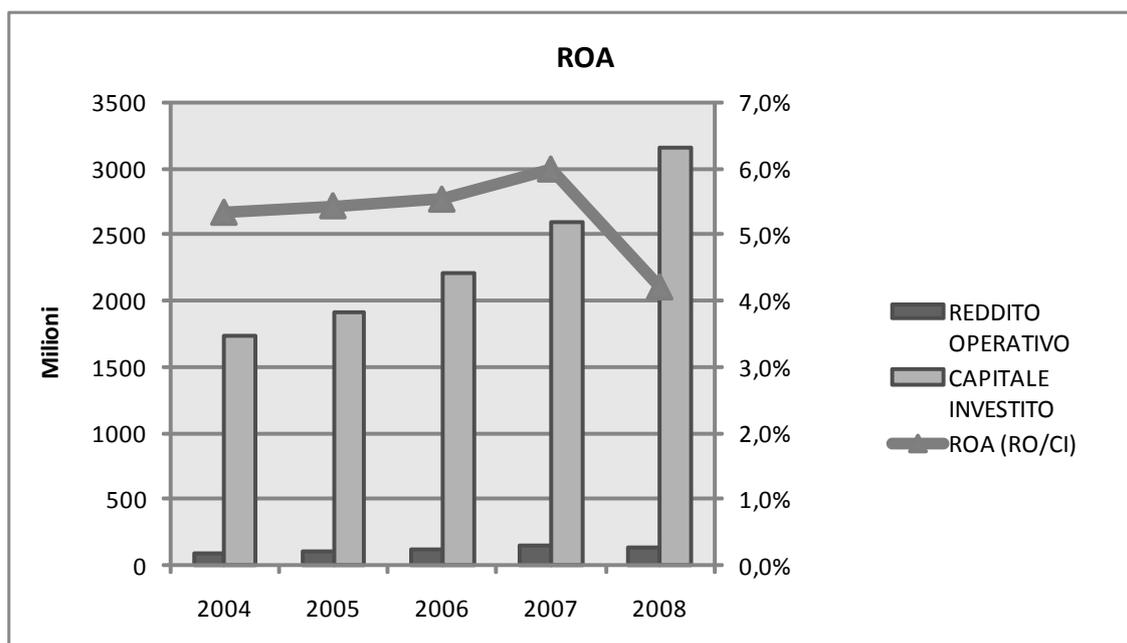
5.2 - La redditività del capitale investito

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 2004-2007, in linea con l'incremento dei volumi di attività e dei margini del periodo, con una media del 5,5%; il 2008, invece, segna un netto peggioramento, con un arretramento al 4,2%.

[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. 2004-2008



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.

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.

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 i "proventi straordinari" hanno 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:

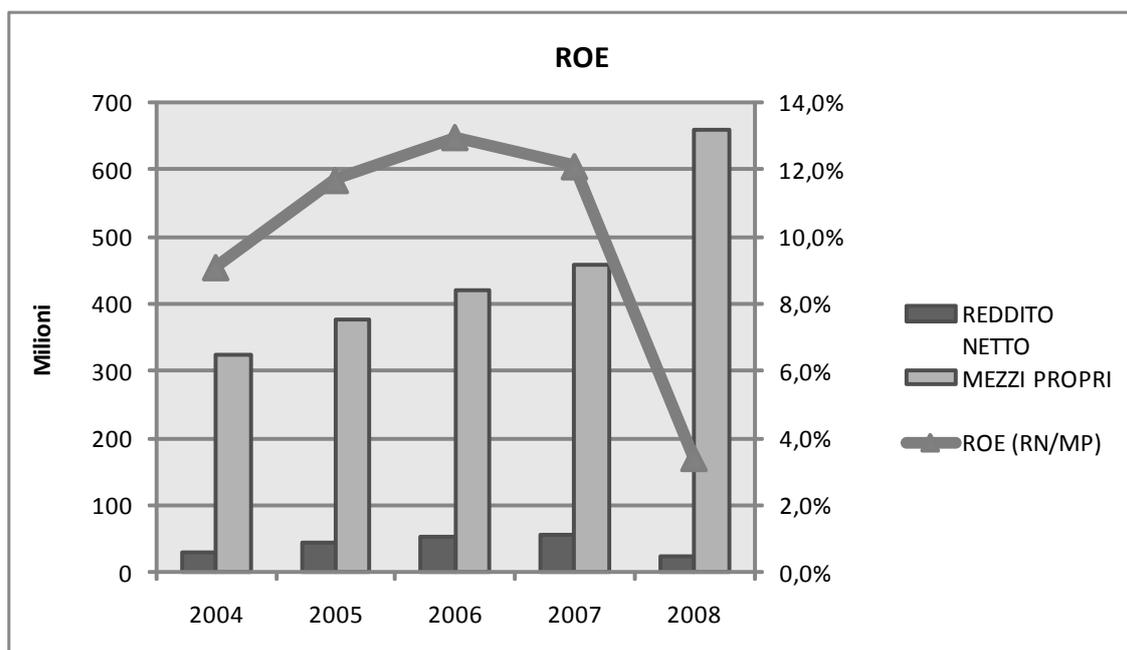
a) la redditività netta per gli azionisti risulta particolarmente soddisfacente nel triennio 2005-2007, con un crollo netto nel 2008; il dato 2008, peraltro, risulta particolarmente negativo in quanto risente degli effetti dell'incremento dei mezzi propri dovuto alla rivalutazione dei beni, incremento che ha determinato - *coeteris paribus* - un aumento del denominatore del rapporto e dunque una riduzione del risultato finale;

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 - anno in cui i proventi straordinari sono poco rilevanti - il valore è ampiamente ridimensionato, coerentemente col dato non normalizzato.

Tabella 14 - R.o.e. e R.o.e. normalizzato 2004-2008

	2008	2007	2006	2005	2004
ROE normalizzato	3,6%	10,2%	10,3%	9,8%	8,8%
ROE	3,4%	12,1%	13,0%	11,7%	9,1%
Rettifica proventi straordinari (milioni di euro)	-2,0	-12,4	-17,2	-10,9	-4,1

Grafico 6 - Il R.o.e. 2004-2008



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.

Tabella 15 - Costo medio dell'indebitamento e leva finanziaria 2004-2008

	2008	2007	2006	2005	2004
Costo medio dell'indebitamento (Of/Mt onerosi)	8,29%	7,99%	8,53%	6,52%	6,95%
Effetto complessivo leva finanziaria (Ro/Ci - Of/Mt onerosi) x Mt on./Mp	-6,27%	-2,89%	-2,94%	-1,33%	-2,00%

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.

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 di 6,27%.

- 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 2004-2008

(milioni di euro arrotondati per troncamento)	2008	2007	2006	2005	2004
VALORE DELLA PRODUZIONE	2.453,6	2.513,1	2.161,5	1.860,7	1.788,2
Acquisto materiali	836,6	845,3	769,8	612,1	591,0
Variazione magazzino m.p.	5,4	18,0	-3,3	-14,2	-2,4
Costi di costruzione beni immobili	1.073,1	1.112,0	941,6	835,9	804,9
Costo del lavoro	325,9	301,3	266,2	256,3	232,7
COSTI VARIABILI	2.241,0	2.276,6	1.974,3	1.690,1	1.626,2
Costi generali	34,1	36,5	29,7	30,1	31,8
Ammortamenti	45,1	41,4	35,0	35,8	36,8
Accantonamenti	0,7	2,2	0,1	0,5	0,3
Oneri finanziari	86,2	64,2	43,2	36,7	32,5
Imposte	38,9	56,1	50,6	44,4	38,3
COSTI FISSI	205,0	200,4	158,6	147,5	139,7
MARGINE DI CONTRIBUZIONE	212,6	236,5	187,2	170,6	162,0

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 2004 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 212,6 milioni, in calo del 10% sul 2007.

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 di poco superiori al 9% negli anni 2004, 2005 e 2007 e valori del 8,7% nel 2006 e nel 2008.

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

Tale indicatore indica, 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 passa dal 29,5% nel 2006, al 23,4% nel 2007 per scendere al 11,3% nel 2008.

Si è dunque assistito ad un progressivo assottigliamento del margine di sicurezza, elemento - questo - che rende il comparto progressivamente più esposto al rischio di non riuscire a coprire completamente i costi fissi.

Tabella 17 - Margine di contribuzione vs. valore della produzione 2004-2008

	2008	2007	2006	2005	2004
Margine di contribuzione (milioni di euro)	212,6	236,5	187,2	170,6	162,0
Incidenza sul valore della produzione	8,7%	9,4%	8,7%	9,2%	9,1%
Margine di sicurezza	11,3%	23,4%	29,5%	26,0%	18,7%

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 2004-2008

	2008	2007	2006	2005	2004
Disponibilità (AB/PB)	1,28	1,21	1,28	1,28	1,25
Liquidità [(AB-Rim.)/PB]	0,76	0,75	0,76	0,76	0,73

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 2004 - 2008 (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, 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 2004-2008

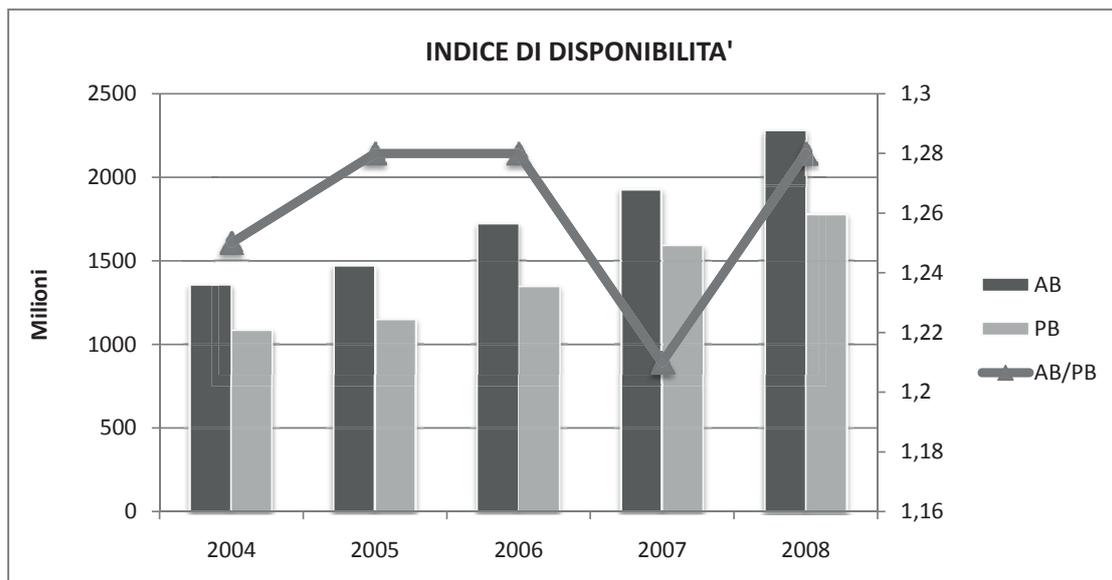
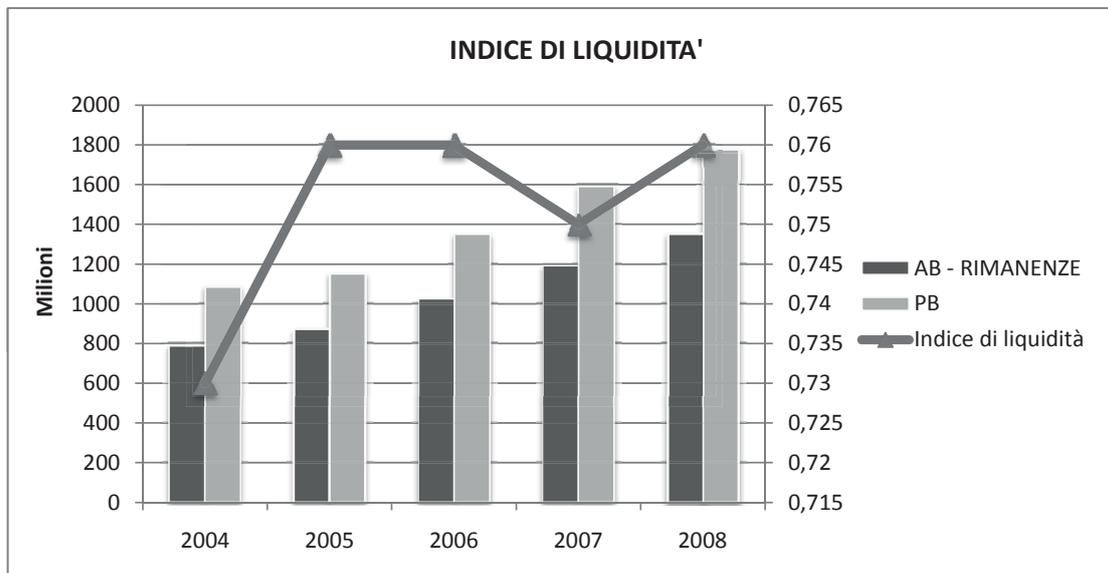


Grafico 8 - Andamento del quoziente di liquidità per il periodo 2004-2008



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 2004-2008

	2008	2007	2006	2005	2004
Durata media dei crediti v/clienti	65	65	74	42	53
Durata media del magazzino	138	103	99	125	121
Durata media dei debiti v/fornitori	108	106	77	106	117

Gli indici di durata che emergono dalla *Tabella 19* consentono di effettuare le seguenti annotazioni di commento con riferimento al quinquennio 2004-2008:

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), a conferma di una situazione abbastanza consolidata nella durata del ciclo degli incassi;

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, superando sensibilmente i anche i valori fatti registrare nel 2004 e 2005.

c) la durata media dei debiti verso fornitori, dopo la punta minima toccata nel 2006 con 77 giorni, è tornata nel 2007 e 2008 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)
D) Flusso del periodo (B+C+D)
E) Disponibilità liquide finali (A+D)

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 2004 - 2008, è riportata nella *Tabella 21*, i cui dati consentono di annotare, fra l'altro, quanto segue:

a) i flussi di cassa operativi (*Totale B*) si possono ritenere soddisfacenti solo nel 2006, con +159 milioni; nel 2007 si attestano ad un valore pari a -27 milioni di euro, che diventa addirittura -164 milioni nel 2008;

b) i flussi di cassa relativi agli investimenti materiali (*Materiali del Punto C*) presentano un valore medio di 50 milioni di euro nel 2005 e 2006, con una netta e sensibile crescita nel 2007, dove l'attività di investimento ha assorbito ben 171 milioni di euro, per passare a 247 milioni nel 2008 (dato influenzato dall'aumento dei valori conseguente alla rivalutazione dei beni); presenta invece effetti positivi sui flussi la riduzione delle partecipazioni che genera liquidità per 24 milioni;

c) i flussi di cassa relativi all'attività di finanziamento, infine, come diretta conseguenza delle dinamiche esposte nei punti precedenti, crescono ad un valore di 416 milioni di euro. Di questi, circa il 23% vengono attinti da linee finanziarie di breve termine, il 34% da linee finanziarie di medio termine, a riprova dell'attenzione posta dagli operatori nella scelta della tipologia di fonte in correlazione con la tipologia di impiego; la restante parte, pari al 43%, si spiega con le variazioni di patrimonio netto, dunque da immissione di capitali propri o - come appare più probabile alla luce delle considerazioni fino ad ora svolte - da rivalutazioni contabili che adeguano i valori storici dei beni immobilizzati ai valori correnti di mercato.

I fattori ora ricordati, soprattutto con riferimento ai flussi dell'esercizio 2008, contribuiscono a meglio spiegare le motivazioni alla base del peggioramento della posizione finanziaria netta aggregata (*Tabella 8*), la quale - come già è stato evidenziato - passa dai 398 milioni di euro di fine 2006 a 930 milioni di euro al 31 dicembre 2008.

Tabella 21 - I flussi finanziari aggregati 2004-2008

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

	31.12.2008	31.12.2007	31.12.2006	31.12.2005
A) Disponibilità liquide iniziali	117,1	108,3	93,4	78,5
B) Flusso dell'attività gestionale:				
Risultato d'esercizio	61,4	111,4	105,0	88,3
Ammortamenti e svalutazioni	49,1	44,3	37,4	38,5
Rivalutazioni/Svalutazioni attività finanziarie	1,7	4,0	0,3	1,4
Variazione netta fondo trattamento fine rapporto	3,6	1,2	3,2	5,2
Storno oneri (Proventi) finanziari netti	72,6	57,2	34,4	26,7
Flusso dell'attività operativa ante imposte, oneri/proventi finanziari e variazione del capitale d'esercizio	188,4	218,1	180,3	160,1
Capitale circolante operativo	-272,9	77,8	-286,2	-81,8
Altre attività / passività	32,2	-209,7	349,9	11,3
Totale variazione capitale di esercizio	-240,7	-131,9	63,7	-70,5
Oneri finanziari netti pagati	-77,3	-58,6	-39,0	-33,7
Dividendi ricevuti	4,7	1,4	4,6	7,0
Imposte pagate	-38,9	-56,1	-50,6	-44,4
Totale B)	-163,8	-27,1	159,0	18,5
C) Flusso da attività di investimenti:				
Investimenti netti in immobilizzazioni:				
Immateriali	-11,7	-21,4	0,6	-16,7
Materiali	-246,8	-170,8	-46,3	-55,4
Finanziarie (Partecipazioni)	23,8	-68,8	15,7	-24,1
Totale investimenti netti	-234,7	-261,0	-30,0	-96,2
Variazione netta altre attività/passività finanziarie a lungo termine	-24,1	17,0	-47,0	-8,4
Totale C)	-258,8	-244,0	-77,0	-104,6
D) Flusso da attività di finanziamento:				
Variazione netta debiti finanziari a lungo termine	95,3	159,0	-24,5	42,0
Variazione netta debiti finanziari a breve termine	141,4	138,3	-32,2	52,5
Variazione netta altre attività finanziarie			0,0	0,0
Altre variazioni del patrimonio netto	179,6	-17,4	-10,4	6,5
Variazione azioni proprie			0,0	0,0
Dividendi distribuiti			0,0	0,0
Totale D)	416,3	279,9	-67,1	101,0
D) Flusso del periodo (B+C+D)	-6,3	8,8	14,9	14,9
E) Disponibilità liquide finali (A+D)	110,8	117,1	108,3	93,4

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. 262 aziende;
- stradali, n. 53 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 18% ed infine i prefabbricati con il 4%.

La redditività della gestione caratteristica, espressa dall'incidenza percentuale del Margine Operativo Lordo sul Valore della Produzione, esprime una preferenza per gli stradali con un valore pari al 8,7%, seguiti dagli edili col 7,0%, ed infine i prefabbricati col 4,8%. Si consideri che il dato generale si attesta al 7,2%.

Tuttavia, proseguendo nella lettura del Conto Economico fino al Reddito ante Imposte, che a livello generale - sempre con riferimento al valore della produzione - è pari al 2,5%, la suddetta graduatoria cambia visibilmente: i prefabbricati si posizionano al 5,7%, gli stradali al 2,5%, molto allineati agli edili che sono al 2,3%.

A giocare un ruolo fondamentale in favore dei prefabbricati è l'impatto positivo dei componenti straordinari di reddito che rappresentano oltre il 7% del valore della produzione, a fronte di un'incidenza (peraltro negativa) inferiore allo -0,3% per gli altri comparti.

Il Risultato Netto di esercizio è pari dunque al 3,97% nei prefabbricati, 0,99% negli stradali, 0,74% negli edili, mentre il valore totale è pari allo 0,91%.

Ancora una volta, tenuto conto di quanto sopra, ma soprattutto alla luce della grande rilevanza assunta dalla gestione extracaratteristica, nei prefabbricati risulta fondamentale normalizzare i risultati.

Ebbene, 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 del 1,1% per gli edili (contro il 0,74% non normalizzato), dell'1,2% per gli stradali (contro lo 0,99% non normalizzato), e distanziati di molto i prefabbricatori al -1,5% e quindi in perdita (contro il 3,97% non normalizzato).

Passando alla Posizione Finanziaria Netta, che a livello aggregato presenta nel 2008, come sappiamo, un forte incremento sul 2007, fino a 929 milioni di euro, essa è suddivisa tra i diversi settori in modo proporzionale rispetto ai volumi da questi mossi.

In particolare, dei 930 milioni di euro totali, il 78% è riconducibile agli edili (che muovono il 78% della valore di produzione), il 17% agli stradali (cui va il 18% del

valore della produzione) ed il 5% ai prefabbricati (4% del valore della produzione).

Molto diversa appare invece la situazione se si rapporta la Posizione Finanziaria Netta ai Mezzi Propri.

Qui risalta con particolare evidenza la dipendenza dal sistema creditizio degli edili, con un dato di 1,83, contro 0,71 degli stradali ed 1,19 dei prefabbricatori. Il dato aggregato si posiziona ad 1,4.

Parimenti, il Rapporto di Indebitamento, inteso come rapporto tra Mezzi di Terzi e Mezzi Propri, rispetto ad un valore complessivo di 3,78, risulta pari a 4,96 per gli edili per calare a 1,98 per gli stradali fino a 2,38 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 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 673 milioni a livello aggregato, è riconducibile per il 86% agli edili, per il 7% agli stradali e per il 7% ai prefabbricati.

Sul fronte poi degli investimenti, su un valore totale Immobilizzazioni (Immateriali+Materiali+Finanziarie) di 877 milioni di euro, 501 milioni di euro, pari al 57%, è legato al settore degli edili, 334 milioni di euro, pari al 38% agli stradali e 43 milioni di euro, pari al 5% ai prefabbricatori.

Gli investimenti necessari a chi opera nel sottogruppo stradale e prefabbricati 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 2004-2008 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 2008, esaminato nell'ambito del quinquennio 2004-2008, 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 2004 al 2007, ha visto il livello aggregato delle vendite passare da 1.690 a 2.349 milioni (segnando un +28%), nel 2008 vi è stata una battuta d'arresto con i volumi che si sono attestati a 2.271 milioni, pari al -3,4% sul 2007.

La marginalità lorda rapportata ai ricavi, espressione della redditività della gestione caratteristica, è rimasta pressoché invariata nell'intero periodo, con valori compresi tra il 7% e l'8%.

Tale marginalità, in valore assoluto, ha conseguentemente seguito l'evoluzione dei ricavi, e dunque è stata crescente fino al 2007 per ripiegare nel 2008.

2. Risultati economici

I risultati economici a livello aggregato - operativi e netti - sono ancora, nel complesso, positivi. In particolare, come accaduto per la marginalità a valore, migliorano i risultati operativi fino al 2007, per poi constatarne una riduzione nel 2008.

Proseguendo poi nella lettura dei dati, si nota che vi è una crescita dei risultati netti nei primi quattro anni ed un calo dello stesso valore nel 2008.

La redditività netta, per quanto penalizzata dagli oneri finanziari, è tuttavia rimasta su valori superiori al 2% negli anni 2005, 2006 e 2007, per scendere ad un ben più modesto 0,9% nel 2008.

3. Flussi di cassa

Si registra infine una netta inversione di tendenza nella capacità di auto-generare flussi di cassa operativi positivi, con un peggioramento netto e significativo della posizione finanziaria netta a livello aggregato.

Ciò posto con riferimento al quinquennio 2004-2008, pare utile, in conclusione, svolgere qualche ulteriore considerazione su taluni indicatori aggregati riferiti al decennio 1998-2008 (*Tabella 22*), così da poter collocare i giudizi di sintesi sopra espressi in un quadro evolutivo relativamente ampio dal punto di vista temporale.

Tabella 22 - Evoluzione dei principali quozienti di bilancio nel decennio 1998-2008

Analisi attuale	2008	2007	2006	2005	2004
ROE	3,4%	12,1%	13,0%	11,7%	9,1%
ROE normalizzato	3,6%	10,2%	10,3%	9,8%	8,8%
ROA	4,2%	6,0%	5,5%	5,4%	5,3%
Rapporto di indebitamento	3,78	4,68	4,30	4,10	4,35
Indice di disponibilità	1,28	1,21	1,28	1,28	1,25
Indice di copertura	1,57	1,50	1,77	1,73	1,71

Anni precedenti	2003	2002	2001	2000	1999	1998
ROE	10,7%	17,7%	10,9%	9,7%	11,3%	5,9%
ROE normalizzato	11,0%	16,1%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
ROA	6,0%	7,7%	6,5%	7,2%	6,1%	5,5%
Rapporto di indebitamento	4,26	4,55	5,04	5,39	5,23	5,87
Indice di disponibilità	1,22	0,97	0,97	1,04	0,97	1,01
Indice di copertura	1,61	0,91	0,89	n.d.	n.d.	n.d.

Per quanto riguarda invece la struttura patrimoniale e finanziaria, dal confronto fra i rapporti di indebitamento per il decennio 1998-2008 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 proprio nell'esercizio 2008; tale miglioramento, tuttavia, è con tutta probabilità imputabile all'aumento dei mezzi propri conseguente alla rivalutazione monetaria effettuata dalle imprese nel bilancio 2008.

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 1998-2008 emerge che l'anno 2008 è senz'altro insoddisfacente.

In particolare, nell'anno in questione il R.o.e. si assesta al 3,4%, inferiore di quasi 9 punti percentuali rispetto al 2007 ed ampiamente peggiorativo se confrontato con l'andamento medio degli anni precedenti; un peggioramento si riscontra anche nella redditività operativa, con il R.o.a., che si assesta al 4,2% contro il 6,0% del 2007 e si è collocata ad un valore inferiore rispetto alla media dell'intero periodo preso in esame.

Rapportando ai mezzi propri soltanto la posizione finanziaria netta (P.f.n.) e non all'intero valore dei mezzi di terzi, 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 1,57, ben al di sopra del dato medio di periodo, segno che la dipendenza dai mezzi finanziari onerosi è aumentata in misura maggiore rispetto alla variazione dei mezzi propri.

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 2008 alla punta massima di 5,23, il che evidenzia un aumento della P.f.n. più che proporzionale rispetto alla dinamica crescente del margine operativo lordo aggregato.

Tabella 23 - Posizione finanziaria netta, mezzi propri e margine operativo lordo 2004-2008

	2008	2007	2006	2005	2004
PFN/MP	1,57	1,50	0,95	1,25	1,2
PFN/MOL	5,23	3,43	2,53	3,34	3,00

Nel quinquennio indagato, inoltre, l'indice di copertura delle immobilizzazioni (mezzi propri+passività consolidate/attivo fisso) che passa da 1,71 nel 2004, a 1,77 nel 2006, segno di un processo di graduale e progressivo assestamento degli assetti patrimoniali e finanziari delle imprese esaminate, tale indice scende nell'ultimo anno a 1,57, dato - questo - che se da un lato non smentisce il buon percorso effettuato, tuttavia dall'altro conferma le preoccupazioni già evidenziate con riferimento al livello assunto dalla posizione finanziaria netta a livello aggregato.