

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

**2003 – 2007**



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



Camera di Commercio  
Industria Artigianato Agricoltura  
Brescia



## INDICE

<b>PRESENTAZIONE .....</b>	<b>pag. 3</b>
<b>PREFAZIONE.....</b>	<b>pag.5</b>
<b>1. INTRODUZIONE .....</b>	<b>pag.7</b>
<b>2. LA METODOLOGIA DELL'ANALISI .....</b>	<b>pag.9</b>
<b>3. L'ANALISI ECONOMICA 2003-2007: RICLASSIFICAZIONE E PERCENTUALIZZAZIONE DEI VALORI DI BILANCIO .....</b>	<b>pag. 10</b>
3.1 La riclassificazione dei prospetti di conto economico e di stato patrimoniale.....»	10
3.2 I bilanci riclassificati e percentualizzati 2003-2007 .....	»14
<b>4. LA STRUTTURA PATRIMONIALE DELLE IMPRESE EDILI BRESCIANE.....</b>	<b>pag.22</b>
4.1 Premessa .....	»22
4.2 Il rapporto di indebitamento.....»	22
4.3 La correlazione fonti – impieghi .....	»24
<b>5. LA REDDITIVITÀ DELLE IMPRESE EDILI BRESCIANE..</b>	<b>pag.26</b>
5.1 Premessa .....	» 26
5.2 La redditività del capitale investito .....	»26
5.3 La redditività del capitale proprio .....	»27
5.4 Il margine di contribuzione .....	»30
<b>6. LIQUIDITA' E DINAMICA FINANZIARIA DELLE IMPRESE EDILI BRESCIANE.....</b>	<b>pag.33</b>
6.1 Premessa .....	»33
6.2 I quozienti finanziari .....	»33
6.3 Il rendiconto finanziario .....	»36
<b>7. STRUTTURA FINANZIARIA E REDDITIVITA' DELLE IMPRESE APPARTENENTI AI SOTTOGRUPPI EDILE, STRADALE E PREFABBRICATI.....</b>	<b>pag.40</b>
<b>8. CONCLUSIONI .....</b>	<b>pag.42</b>



## PRESENTAZIONE

Il Collegio dei Costruttori edili di Brescia e provincia da tre decenni cura l'analisi dei bilanci delle imprese associate. L'interesse costantemente suscitato dallo studio che di anno in anno ne scaturisce conforta nell'impegnativo lavoro di preparazione e di analisi.

Con la tempestività correlata alla data di deposito dei bilanci aziendali presso gli uffici della locale Camera di Commercio ci si è mossi per poter fornire un supporto sia alle aziende del settore, che ad analisti e istituti di credito.

Ancorchè si riesca a disporre dei dati relativi al passato esercizio solo ora, momento nel quale l'intero quadro dell'economia mondiale sta vivendo situazioni di estrema tensione, mentre a livello nazionale lo specifico settore edilizio è marcatamente più sottoposto ad un ridimensionamento strutturale, la disponibilità dei dati riferiti ai bilanci del 2007 serve comunque per meglio comprendere le radici dei fenomeni che oggi manifestano pesantemente i loro effetti e quale guida ad una oggettiva ponderazione delle scelte che ne conseguono.

Il risultato dello studio qui presentato consentirà alle imprese di costruzione di confrontare la propria posizione con quella media del settore, per procedere ad una analisi della gestione economica e patrimoniale della propria azienda, dalla quale muovere per le future scelte di gestione aziendale.

Contemporaneamente gli istituti di credito avranno la disponibilità di uno strumento con il quale valutare l'approccio alle aziende del settore, alla loro situazione e alle loro richieste, senza esser fuorviati dalle conoscenze generali della struttura economica e patrimoniale delle aziende manifatturiere, che presentano situazioni di tutt'altra natura.

La speranza è che il rapporto tra banca e impresa di costruzione venga fondato sulla base delle specificità del settore e non inquinata da valutazioni e considerazioni che scaturiscono dall'esperienza con aziende di diversa natura.

Per procedere al lavoro qui presentato ci si è avvalsi dalla preziosa ed indispensabile operosità degli uffici camerale che hanno reso disponibili i bilanci necessari all'analisi subito dopo la loro presentazione e archiviazione.

Non si è ritenuto opportuno effettuare "in proprio" l'esame dei dati ricavabili dal bilancio aggregato di tutte le aziende, ma ci si è rivolti a professionisti le cui capacità di studio e di analisi sono ben conosciute nell'ambiente bresciano.

Il prof. Renato Camodeca, docente presso l'Università agli Studi bresciana, ed il dott. Luca Scalvini, che svolge la sua professione di consulente in ambito cittadino, hanno curato l'edizione della presente analisi, mettendo a disposizione di tutti le pro-

prie capacità di approfondimento, analisi e comprensione di fenomeni peculiari del settore indagato.

A loro, come ai funzionari della Camera di Commercio, va un sentito ringraziamento mio personale e dei costruttori bresciani per il lavoro svolto.

Alle imprese edili l'augurio di poter continuare la propria attività anche in periodi che, come gli attuali, si presentano di difficile gestione e di potersi ritrovare nelle prossime occasioni ad analizzare un comparto che abbia mostrato ancora la propria vitalità ricorrendo a forze intrinseche inaspettate.

Brescia, 3 novembre 2008

Giuliano Campana  
Presidente Collegio Costruttori  
Edili di Brescia

## PREFAZIONE

Il Rapporto *Analisi economico-finanziaria delle imprese edili bresciane 2003-2007* 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 2003-2007.

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

Lo strumento utilizzato per svolgere le considerazioni di seguito riportate è costituito da un campione, ottenuto grazie all'attività del Collegio e con il supporto della locale Camera di Commercio, composto da 1.452 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 2003 al 2007, 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 2003-2007, 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 2003-2007, effettuata con l'obiettivo di porre in evidenza, fra gli altri indicatori, l'andamento del margine di contribuzione, nonché la redditività operativa e netta (R.o.a. e R.o.e.);

c) analisi dei rendiconti finanziari aggregati per il quinquennio 2003-2007, finalizzata soprattutto ad illustrare gli andamenti tipici dei *cash flows* operativi e netti.

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

Renato Camodeca  
Università degli Studi di Brescia  
Dottore Commercialista

Luca Scalvini  
Dottore Commercialista in Brescia

## 1. INTRODUZIONE

Oggetto del presente documento è l'analisi delle condizioni di equilibrio economico, finanziario e patrimoniale delle imprese edili bresciane, rette in forma di società di capitali e associate al Collegio dei Costruttori Edili della provincia di Brescia, nel periodo 2003-2007.

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 2007; 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 2002-2006*", 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 1.452 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 2003 al 2007, 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. 255 imprese nel 2003;
- n. 277 imprese nel 2004;
- n. 285 imprese nel 2005;
- n. 312 imprese nel 2006;
- n. 323 imprese nel 2007.

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, fra i quali:

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 resosi disponibile con riferimento all'anno 2007, è stato possibile altresì indagare i profili caratteristici di maggior rilievo relativi ai sottogruppi "edili", "stradali" e "prefabbricati".

## 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 2003 – 2007, 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 2003-2007, al fine di porre in evidenza, fra gli altri indicatori, l'andamento del margine di contribuzione nonché la redditività operativa e netta (R.o.a. e R.o.e.);

c) analisi dei rendiconti finanziari aggregati per il quinquennio 2003-2007, al fine soprattutto di illustrare gli andamenti tipici dei *cash flows* operativi e netti.

### 3. L'ANALISI ECONOMICA 2003 – 2007: 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
<b>= VALORE DELLA PRODUZIONE</b>
- Acquisti di materiali
+/- Variazione magazzino materie prime
- Costi di costruzione beni immobili
- Costi generali
<b>= Valore aggiunto</b>
- Costo del lavoro
<b>= Margine operativo lordo</b>
- Ammortamenti
- Accantonamenti
<b>= Reddito operativo</b>
+ Proventi finanziari
- Oneri finanziari
+/- Componenti straordinari
<b>= Reddito ante imposte</b>
- Imposte
<b>= Risultato d'esercizio</b>

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

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

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

Lo stato patrimoniale riclassificato secondo il 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
= <b>Capitale circolante operativo</b>
+ Immobilizzazioni tecniche nette
+ Immobilizzazioni finanziarie nette
= <b>Capitale fisso</b>
= <b>CAPITALE INVESTITO</b>
+ Passivita' correnti
+ Passivita' consolidate
= <b>Mezzi di terzi</b>
+ Mezzi propri
= <b>TOTALE FONTI</b>

**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
= <b>Capitale circolante operativo</b>
- Fondo TFR
- Altri fondi
= <b>Capitale circolante operativo netto</b>
+ Crediti a lungo termine
+ Partecipazioni
+ Immobilizzazioni Materiali
+ Immobilizzazioni Immateriali
= <b>Attivo fisso</b>

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

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 2003-2007

Il conto economico “a valore della produzione effettuata e valore aggiunto”, riferito al comparto edile bresciano per il quinquennio 2003 – 2007, è esposto in *Tabella 4*.

**Tabella 4 - I conti economici aggregati delle imprese edili bresciane 2003-2007**

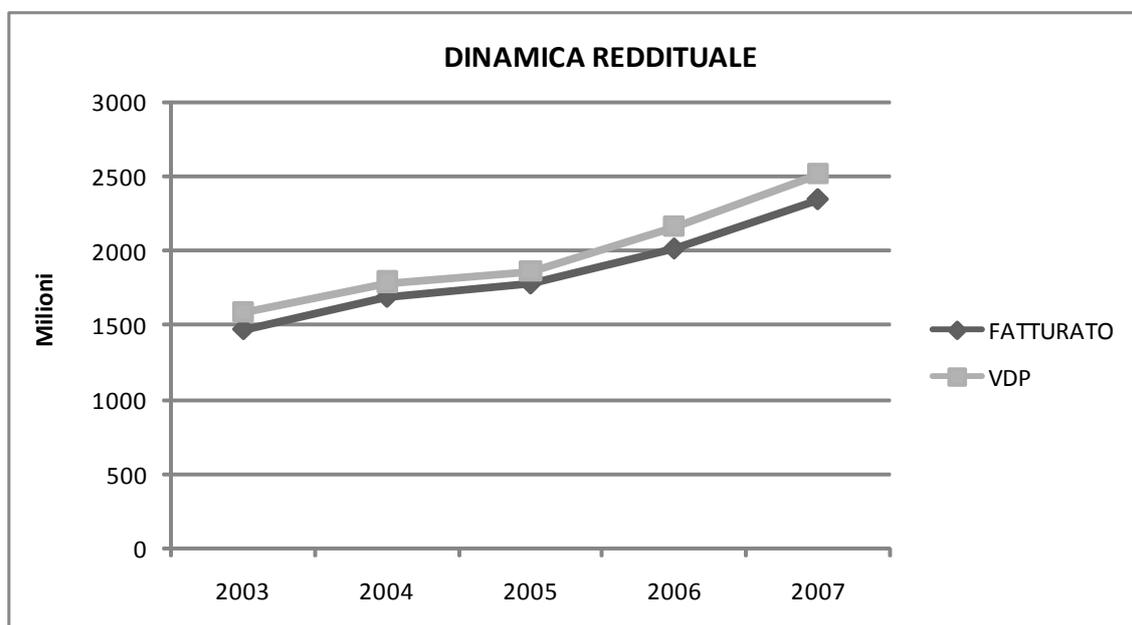
C.E. (milioni di euro arrotondati per tronca-mento)	2007		2006		2005		2004		2003	
Vendite	2.349,0	93,5%	2.016,0	93,3%	1.780,7	95,7%	1.690,3	94,5%	1.472,6	92,7%
Lavorazioni in economia	4,5	0,2%	8,3	0,4%	4,8	0,3%	3,7	0,2%	6,6	0,4%
Variaz. magazzino S.L. e P.F.	159,6	6,4%	137,3	6,3%	75,1	4,0%	94,3	5,3%	109,8	6,9%
<b>Valore della produzione</b>	<b>2.513,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.161,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.860,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.788,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.588,9</b>	<b>100,0%</b>
Acquisti di materiali	845,3	33,6%	769,8	35,6%	612,1	32,9%	591,0	33,1%	525,1	33,0%
Variaz. magazzino M.P.	18,0	0,7%	-3,3	-0,2%	-14,2	-0,8%	-2,4	-0,1%	-10,9	-0,7%
Costi di costruzione beni immobili	1.112,0	44,3%	941,6	43,6%	835,9	44,9%	804,9	45,0%	710,4	44,7%
Costi generali	36,5	1,5%	29,7	1,4%	30,1	1,6%	31,8	1,8%	29,8	1,9%
<b>Valore aggiunto</b>	<b>501,2</b>	<b>19,9%</b>	<b>424,0</b>	<b>19,6%</b>	<b>396,8</b>	<b>21,3%</b>	<b>362,8</b>	<b>20,3%</b>	<b>334,5</b>	<b>21,1%</b>
Costo del lavoro	301,3	12,0%	266,2	12,3%	256,3	13,8%	232,7	13,0%	211,7	13,3%
<b>Margine operativo lordo</b>	<b>199,9</b>	<b>9,2%</b>	<b>157,4</b>	<b>7,3%</b>	<b>140,5</b>	<b>7,5%</b>	<b>130,1</b>	<b>7,3%</b>	<b>122,8</b>	<b>7,7%</b>
Ammortamenti	41,4	1,6%	35,0	1,6%	35,8	1,9%	36,8	2,1%	37,3	2,3%
Accantonamenti	2,2	0,1%	0,1	0,0%	0,5	0,0%	0,3	0,0%	0,4	0,0%
<b>Reddito operativo</b>	<b>156,4</b>	<b>7,2%</b>	<b>122,2</b>	<b>5,7%</b>	<b>104,1</b>	<b>5,6%</b>	<b>92,9</b>	<b>5,2%</b>	<b>85,1</b>	<b>5,4%</b>
Proventi finanziari	7,0	0,3%	8,8	0,4%	10,0	0,5%	3,3	0,2%	7,4	0,5%
Oneri finanziari	64,2	2,6%	43,2	2,0%	36,7	2,0%	32,5	1,8%	28,7	1,8%
Componenti straordinari	12,3	0,5%	17,2	0,8%	10,9	0,6%	4,1	0,2%	0,6	0,0%
<b>Reddito ante imposte</b>	<b>111,4</b>	<b>5,2%</b>	<b>105,0</b>	<b>4,9%</b>	<b>88,3</b>	<b>4,7%</b>	<b>67,8</b>	<b>3,8%</b>	<b>64,4</b>	<b>4,1%</b>
Imposte	56,1	2,2%	50,6	2,3%	44,4	2,4%	38,3	2,1%	35,8	2,3%
<b>Risultato d'esercizio</b>	<b>55,3</b>	<b>2,6%</b>	<b>54,4</b>	<b>2,5%</b>	<b>43,9</b>	<b>2,4%</b>	<b>29,5</b>	<b>1,7%</b>	<b>28,6</b>	<b>1,8%</b>

Dai dati esposti in *Tabella 4* emerge che, nel quinquennio considerato, risultano aumentati sia il dato relativo alle vendite - il fatturato cresce complessivamente del 59,6% -, sia quello riferito al Valore della Produzione, che aumenta del 58,2%. Entrambi gli aggregati, pertanto, registrano un sensibile incremento in tutto il quinquennio, anche se in proporzioni differenti nei diversi anni.

In particolare, si assiste a una crescita più sostenuta nel 2004, nel 2006 e - da ultimo - nel 2007; il 2003 e il 2005, viceversa, hanno registrato un tasso di incremento nettamente inferiore (cfr. *Grafico 1*).

La dinamica ora evidenziata, ben espressa dai due indicatori esposti in *Tabella 5*, consente di affermare che l'esercizio 2007 è stato particolarmente positivo dal punto di vista della crescita del settore nel suo complesso (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 2003-2007**



**Tabella 5 - Saggi di variazione del fatturato e del valore della produzione 2003-2007**

	2007	2006	2005	2004	2003
<b>Variazione Fatturato</b>	16,0%	13,5%	5,4%	15,0%	1,9%
<b>Variazione Valore della produzione</b>	16,3%	16,2%	4,1%	12,5%	5,9%

L'incidenza degli acquisti di materiali sul valore della produzione, stabile in un intorno del 33% per il periodo 2003 – 2005, evidenzia un leggero incremento con riferimento all'anno 2006, con il dato che si porta al 35,6%, per poi tornare al 33,6% nel 2007 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 2007 per il 44,2%, 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 2006, il rapporto in questione cresce "solamente" di 0,4 punti percentuali, collocandosi al 19,9%; tuttavia, in virtù del significativo incremento dei volumi di attività (cfr. *Tabella 5*), il valore assoluto passa da 424 ml. a 501 ml., con un incremento del 18%. Inoltre, allargando lo sguardo all'intero quinquennio, si

nota che il valore assoluto cresce addirittura del 49,8%, passando da circa 350 ml. annui nel biennio 2003-2004, a mediamente 400 ml. annui nel biennio 2004-2005, per superare, appunto, i 500 ml. nel 2007. Si tratta di una crescita decisamente robusta che, alla luce dei noti e recenti generalizzati segnali di rallentamento dell'economia, difficilmente potrà essere confermata nel prossimo futuro. Se a ciò si accompagnerà una maggiore incidenza dei costi di produzione, indotta dal problematico effetto combinato dovuto da un lato al calo dei prezzi di vendita, dall'altro all'incremento dei costi delle materie prime, si potrebbe assistere ad un ridimensionamento dei valori espressi fino ad oggi.

L'andamento del costo del lavoro, in termini di incidenza percentuale rispetto al Valore della Produzione, evidenzia nel 2007 una riduzione rispetto alla dinamica degli esercizi precedenti: da un dato medio – riferito al quadriennio 2003-2006 – del 13,1%, si passa infatti, nell'esercizio 2007, al 12,0%, pur in un quadro di aumento, in parte fisiologico, della suddetta componente di costo in valore assoluto.

I dati sino ad ora evidenziati, certamente positivi se si pensa ad esempio all'incremento dei volumi di attività e alla minore incidenza del costo del lavoro, per un lungo periodo - dal 2002 al 2006 -, non hanno 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), con riferimento al 2007 mettono finalmente in luce un importante miglioramento.

Più in particolare, il Margine operativo lordo in valore assoluto appare nettamente migliorativo rispetto agli esercizi precedenti, crescendo progressivamente da 123 ml. nel 2003 fino a sfiorare i 200 ml. nel 2007. Anche in termini percentuali viene tracciata una positiva inversione di tendenza: dal 7,7% del 2004 l'indicatore in parola si mantiene al 7,8% del 2006, per risalire nuovamente al 8,5% nel 2007.

Soddisfacente appare anche la dinamica del Risultato operativo: nel 2007 tale valore, in costante crescita rispetto agli anni precedenti in termini di valore assoluto, si assesta al 6,2%, in netto miglioramento rispetto agli anni precedenti, dove la media era nell'intorno del 5,5%.

La dinamica del Risultato operativo, pur soddisfacente soprattutto con riferimento al 2007, va però confrontata con l'andamento degli ammortamenti: relativamente a tale classe di valore, infatti, si registra nel quinquennio un progressivo decremento in termini di incidenza percentuale rispetto al valore della produzione (dal 2,3% all'1,6%); si registra inoltre un dato tendenzialmente stabile in valore assoluto, nonostante una leggera crescita nel 2007. Tali andamenti, proprio perché riferiti ad un componente di costo che esprime direttamente il contributo degli investimenti alla formazione del risultato di esercizio, pongono nuovamente in evidenza, confermando in questo senso le valutazioni già espresse nei *Rapporti* degli anni precedenti, un elemento di particolare criticità - e preoccupazione - nell'analisi del processo di formazione della redditività netta a livello aggregato.

Con riferimento alle altre classi di valori che compongono il conto economico a livello aggregato paiono poi degni di considerazione sia gli oneri finanziari, sia i proventi straordinari.

Quanto agli oneri finanziari, si registra un incremento in termini assoluti nell'esercizio 2007 rispetto al 2006, frutto anche dei noti andamenti al rialzo dei tassi negli ultimi due anni; anche in termini di incidenza rispetto al valore della produzione emerge un dato preoccupante in quanto l'indicatore 2007, pari al 2,6%, manifesta una sensibile crescita rispetto agli esercizi precedenti dove si attestava in un intorno del 2%.

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 fino al 2004, paiono degni di particolare rilievo tali ultimi tre anni, nei quali l'incidenza dei proventi straordinari si colloca in un intorno vicino al punto percentuale. 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 realismo 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).

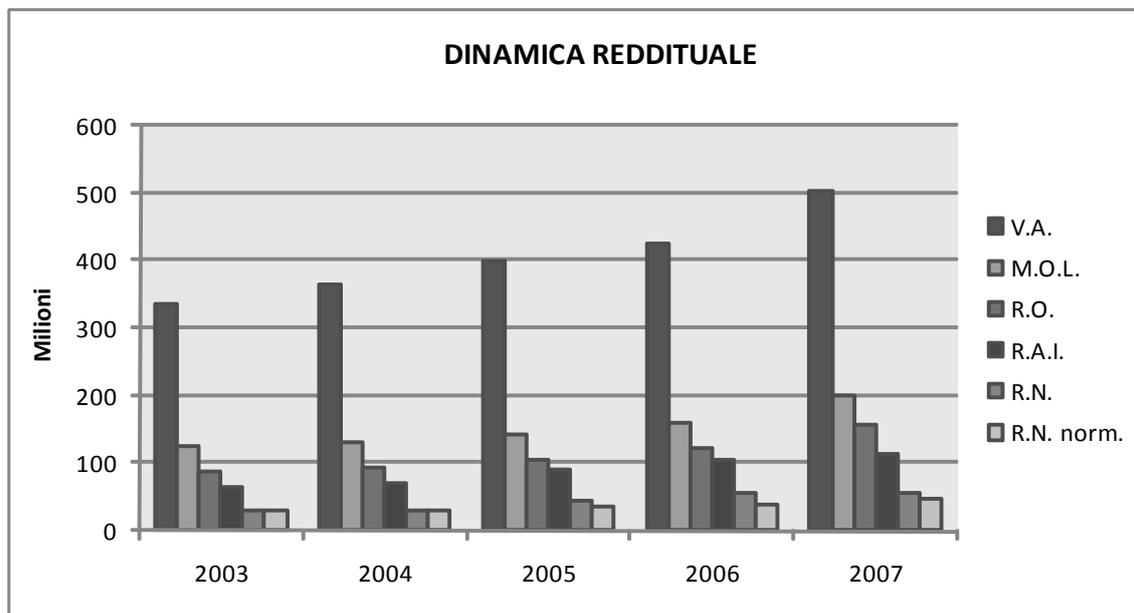
La *Tabella 6* che segue mostra gli effetti di tale normalizzazione, evidenziando la dinamica del risultato netto di esercizio nelle ipotesi di considerare e di non considerare i proventi straordinari.

**Tabella 6 – Risultato netto di bilancio e risultato netto normalizzato 2003–2007**

(milioni di euro)	2007		2006		2005		2004		2003
<b>Risultato netto di bilancio</b>	55	1,9%	54	24,0%	44	48,6%	30	3,1%	29
<b>Risultato netto normalizzato</b>	46	9,5%	42	16,1%	36	26,0%	29	-3,7%	30

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, evidenziando un trend coerente nell'una e nell'altra ipotesi, peraltro con indicatori percentuali che offrono un dato di sintesi maggiormente realistico nel quadro di un'indagine a livello aggregato come la presente. 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 2003-2007**



Lo Stato Patrimoniale rielaborato in logica finanziaria, riferito al quinquennio osservato, è rappresentato nella *Tabella 7*.

**Tabella 7 – Gli stati patrimoniali riclassificati secondo il criterio finanziario 2003-2007**

S.P. (milioni di euro arrotondati per troncamento)	2007		2006		2005		2004		2003	
+Liquidità immediate	117,1	4,5%	108,4	4,9%	94,1	4,9%	79,2	4,6%	59,5	4,2%
+Liquidità differite	1.070,0	41,2%	914,7	41,5%	777,7	40,6%	709,6	40,8%	563,0	39,8%
+Magazzino	738,9	28,4%	698,8	31,7%	600,0	31,4%	568,7	32,7%	464,8	32,9%
<b>=Capitale Circolante</b>	<b>1.926,0</b>	<b>74,1%</b>	<b>1.721,9</b>	<b>78,1%</b>	<b>1.471,7</b>	<b>76,9%</b>	<b>1.357,5</b>	<b>78,0%</b>	<b>1.087,3</b>	<b>76,9%</b>
+Immobilizzazioni tecniche	451,1	17,4%	300,2	13,6%	289,5	15,1%	253,3	14,6%	254,0	18,0%
+Immobilizzazioni finanziarie	220,6	8,5%	183,1	8,3%	152,4	8,0%	128,9	7,4%	72,5	5,1%
<b>=Capitale fisso</b>	<b>671,7</b>	<b>25,9%</b>	<b>483,3</b>	<b>21,9%</b>	<b>441,9</b>	<b>23,1%</b>	<b>382,2</b>	<b>22,0%</b>	<b>326,5</b>	<b>23,1%</b>
<b>=Capitale investito</b>	<b>2.597,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.205,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.913,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.739,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.413,8</b>	<b>100,0%</b>
+Passività correnti	1.591,5	61,3%	1.347,7	61,1%	1.150,2	60,1%	1.084,5	62,3%	888,2	62,8%
+Passività consolidate	548,7	21,1%	438,0	19,9%	388,0	20,3%	330,1	19,0%	256,8	18,2%
<b>=Mezzi di terzi</b>	<b>2.140,2</b>	<b>82,4%</b>	<b>1.785,7</b>	<b>81,0%</b>	<b>1.538,2</b>	<b>80,4%</b>	<b>1.414,6</b>	<b>81,3%</b>	<b>1.145,0</b>	<b>81,0%</b>
+Mezzi propri	457,4	17,6%	419,5	19,0%	375,4	19,6%	325,1	18,7%	268,7	19,0%
<b>=Totale fonti</b>	<b>2.597,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.205,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.913,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.739,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.413,8</b>	<b>100,0%</b>

Con riferimento agli impieghi, dai valori riclassificati ed esposti in *Tabella 7* emerge in primo luogo il dato relativo alla crescita del capitale investito nel periodo esaminato: complessivamente, infatti, l'aggregato in parola aumenta dell'84%, con una crescita del capitale circolante pari al 77% e del capitale fisso pari al 106%; la composizione del capitale investito, nel periodo in esame, non evidenzia invece particolari mutamenti: il capitale circolante si attesta su una percentuale pari a circa il 75% dell'intero capitale investito, mentre il capitale fisso è pari al 25%; sotto

questo profilo, il 2007 si distingue rispetto al trend del quinquennio precedente per una crescita delle immobilizzazioni tecniche (cui corrisponde un incremento degli ammortamenti a Conto Economico).

Nell'ambito del capitale circolante, la classe di valore predominante è costituita dalle liquidità differite, ovvero – principalmente - i crediti di funzionamento e di finanziamento a breve termine: essi si attestano, per tutto il periodo in esame, in un intorno del 41% del capitale investito. Il dato contabile delle rimanenze (rappresentate dalle materie prime, dai lavori in corso e dai prodotti/lavori finiti), dopo aver lungamente oscillato su un valore pari al 31% del capitale investito, cala al 28%, segno anche di una crescente esigenza di efficienza ed ottimizzazione delle risorse.

Nell'ambito del capitale fisso, le immobilizzazioni tecniche presentano una incidenza media di periodo del 15,7%; le immobilizzazioni finanziarie, sempre con riferimento alla media di periodo, si attestano invece al 7%. Il 2007 tende a confermare questo rapporto anche se i dati in parola evidenziano una crescita con riferimento agli investimenti (17,4%) e un leggero incremento per quanto attiene alle immobilizzazioni finanziarie (8,5%).

Per quanto concerne le fonti, i dati aggregati pongono in evidenza un sostanziale equilibrio di struttura finanziaria, del tutto coerente con i dati relativi alla media delle piccole e medie aziende italiane, e bresciane in particolare: prevalgono infatti i mezzi di terzi, il cui valore supera - nell'intero quinquennio - l'80% del totale delle fonti, evidenziando così una situazione di stabile e strutturale sotto-capitalizzazione.

Sotto questo profilo, un dato di particolare interesse è rappresentato dalla composizione dei mezzi di terzi. Dal 2003 al 2005, infatti, si assiste ad una costante diminuzione dell'incidenza delle passività correnti (dal 62,8% al 60,1% del totale fonti), con una correzione lieve solo nell'anno 2006 (61,1%), confermata nel 2007 (61,3%). Si assiste anche ad un incremento del peso delle passività consolidate: si registra infatti un passaggio dal 18,2% al 20,3% nel periodo 2003 – 2005, con una lieve correzione nell'anno 2006 (19,9%), per poi tornare al 21,1% nel 2007; tale dinamica, pur non cancellando il problema della eccessiva dipendenza delle imprese edili dai mezzi di terzi, pone in chiara luce un processo di consolidamento del debito a breve a favore delle posizioni di medio e lungo termine, favorevole per quanto attiene alla situazione della liquidità delle imprese appartenenti al comparto, ma certo potenziale indice rivelatore di una 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 2003-2007**

IMPIEGHI (milioni di euro arrotondati per troncamento)	2007	2006	2005	2004	2003
+Crediti vs clienti	794,5	712,0	578,3	544,1	434,6
-Debiti vs fornitori	585,3	382,3	433,5	447,4	317,5
+Altri crediti	214,8	159,9	160,5	134,8	98,5
+Rimanenze	738,9	698,8	600,0	568,7	464,8
-Altri debiti a breve	555,8	666,4	373,5	323,1	348,5
-Altri debiti a m/l termine	105,4	148,9	89,7	98,8	68,2
+Ratei e risconti attivi	29,4	21,7	18,6	17,8	16,3
-Ratei e risconti passivi	12,1	8,5	10,5	17,4	10,8
<b>=Capitale circolante operativo</b>	<b>519,0</b>	<b>386,3</b>	<b>450,1</b>	<b>378,8</b>	<b>269,2</b>
-Fondo TFR	57,1	55,9	52,8	47,5	41,8
-Altri fondi	21,0	17,3	15,2	11,9	10,5
<b>=Capitale circolante operativo netto</b>	<b>440,9</b>	<b>313,0</b>	<b>382,1</b>	<b>319,4</b>	<b>216,8</b>
+Crediti a lungo termine	88,0	106,3	59,3	51,1	27,7
+Partecipazioni	163,9	98,0	114,1	91,4	59,0
+Immob. Materiali	412,8	277,4	262,0	237,9	238,4
+Immob. Immateriali	38,3	22,8	27,6	15,4	15,5
<b>=Attivo fisso</b>	<b>703,1</b>	<b>504,5</b>	<b>462,9</b>	<b>395,7</b>	<b>340,7</b>
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO</b>	<b>1.144,0</b>	<b>817,5</b>	<b>845,1</b>	<b>715,1</b>	<b>557,5</b>
<b>FONTI (milioni di euro)</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>
-Cassa e banche attive	117,1	108,3	93,4	78,5	59,0
+Debiti vs banche	438,8	300,5	332,7	280,2	215,1
+Banche a m/l termine	364,8	205,8	230,3	188,3	132,6
<b>=Posizione finanziaria netta</b>	<b>686,5</b>	<b>398,0</b>	<b>469,6</b>	<b>390,0</b>	<b>288,7</b>
+Capitale sociale	141,1	123,5	124,1	117,1	90,7
+Riserve	255,5	237,4	201,2	172,5	146,0
+Utili a nuovo	5,6	4,2	6,2	5,8	3,4
+Risultato d'esercizio	55,3	54,4	43,9	29,5	28,6
<b>=Totale Patrimonio netto</b>	<b>457,5</b>	<b>419,5</b>	<b>375,4</b>	<b>325,1</b>	<b>268,7</b>
<b>TOTALE FONTI</b>	<b>1.144,0</b>	<b>817,5</b>	<b>845,1</b>	<b>715,1</b>	<b>557,5</b>

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: tale indicatore – fondamentale per l'apprezzamento del grado di dipendenza dal finanziamento bancario - mette in luce una netta, significativa e preoccupante crescita nel 2007 rispetto al 2006, anno in cui vi era stata una positiva inversione di tendenza sull'anno precedente.

La posizione finanziaria netta aggregata dell'anno 2007 risulta infatti superiore del 72% rispetto all'anno 2006, raggiungendo il livello massimo del periodo esaminato, e superando del 46% la punta precedente toccata nel 2005. Dal punto di vista dei valori assoluti, da 288 milioni di euro del 2003, si è passati progressivamente a 469 milioni nel 2005, per scendere nel 2006 a 398 milioni di euro, e risalire nel 2007 ad addirittura 686 milioni.

La dinamica ora descritta desta non poche preoccupazioni in quanto, alla luce della recrudescenza dei tassi di interesse cui si è assistito negli ultimi mesi, emerge un comparto esposto al rischio dell'innalzamento degli oneri finanziari, con impatti potenzialmente rilevanti, riscontrabili nel 2008, sulla redditività e sulla liquidità.

I prospetti riclassificati qui in commento pongono infine in evidenza l'andamento, nel periodo, del dato relativo ai mezzi propri a livello aggregato: dall'analisi dei valori risulta un trend di costante crescita del patrimonio netto a livello aggregato, che passa da 268 milioni di euro del 2003 a 457 milioni di euro del 2007; una crescita, dunque, senza dubbio positiva, ma certamente non 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 del 18,8% rispetto al totale delle fonti, a conferma di una situazione di strutturale sotto-capitalizzazione).

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

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

a) l'analisi della struttura patrimoniale, volta ad approfondire gli equilibri di struttura finanziaria e a indagare la composizione del patrimonio aziendale nei profili quantitativo e qualitativo (§ 4);

b) l'analisi della redditività, e in particolare l'esame delle relazioni intercorrenti tra risultati ottenuti e mezzi impiegati (§ 5);

c) l'analisi della dinamica finanziaria, volta infine ad approfondire i profili di equilibrio dinamico dei flussi monetari e finanziari generati dalla gestione, nonché gli indicatori di liquidità e disponibilità risultanti dai dati patrimoniali riclassificati (§ 6).

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

## 4. LA STRUTTURA PATRIMONIALE DELLE IMPRESE EDILI BRESCIANE

### 4.1 - Premessa

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

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

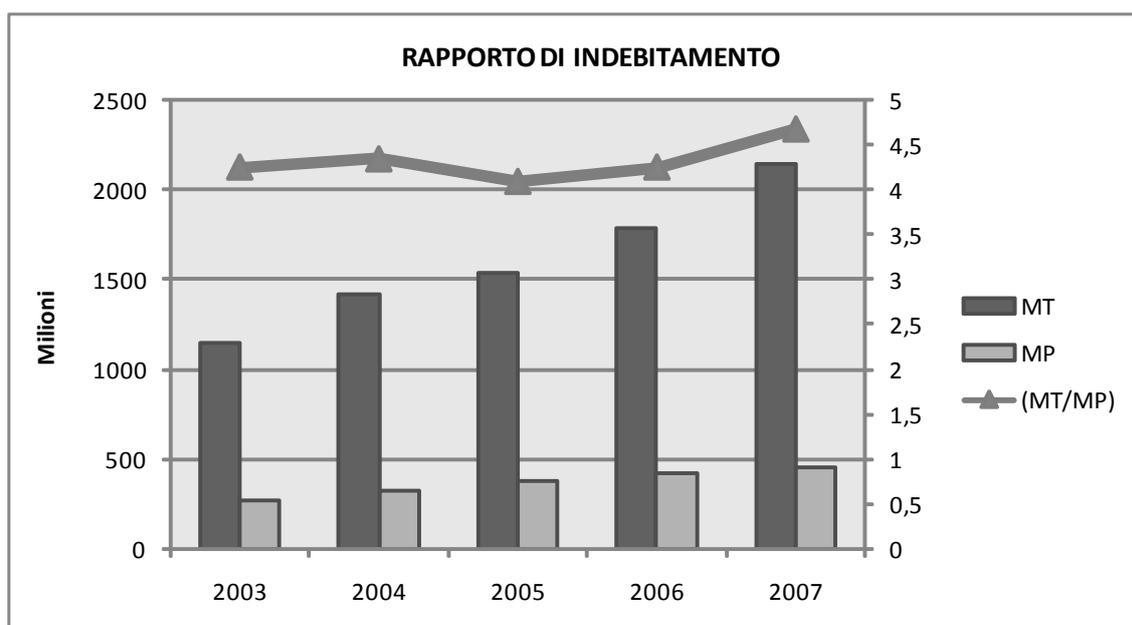
### 4.2 - Il rapporto di indebitamento

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 2003-2007**

	2007	2006	2005	2004	2003
Rapporto di indebitamento (MT/MP)	4,68	4,26	4,10	4,35	4,26

**Grafico 3 – Andamento del rapporto di indebitamento nel periodo 2003-2007**



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 4,68 (2007) 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.

Il rapporto, fra l'altro, registra nel 2007 un'inversione di tendenza rispetto alla dinamica tendenziale degli anni precedenti, assestandosi a 4,68 rispetto a 4,26 del 2006.

Lo stato di strutturale sotto-capitalizzazione emerge con chiarezza anche dall'analisi di due ulteriori indicatori, sostanzialmente complementari al rapporto di indebitamento: si tratta, nel caso di specie, del *leverage*, nonché dell'incidenza dei mezzi di terzi sul totale delle fonti (*Tabella 10*).

**Tabella 10 – Rapporto di leverage e incidenza dei mezzi di terzi sul totale fonti 2003-2007**

	2007	2006	2005	2004	2003
<b>Rapporto di leverage (CI/MP)</b>	5,68	5,26	5,10	5,35	5,26
<b>Incidenza mezzi di terzi (MT/CI)</b>	82,4%	81,0%	80,4%	81,3%	81,0%

Entrambi i quozienti evidenziano e confermano le considerazioni finora svolte.

Nel periodo oggetto di osservazione, infatti, la capitalizzazione delle imprese edili bresciane risulta ancora insoddisfacente: si conferma dunque il giudizio di debolezza finanziaria e si evidenzia un maggiore fattore di rischio in caso di prolungate turbolenze dei mercati o in situazioni di crisi strutturali.

In particolare, il *leverage* (calcolato quale rapporto fra capitale investito e mezzi propri) passa da 5,26 del 2003 al 5,10 del 2005, per poi risalire a 5,68 nel 2007; parimenti, l'incidenza dei mezzi di terzi sul totale delle fonti, all'81% nel 2003, si assesta nel 2007 all'82,4%, senza evidenziare dunque mutamenti di carattere sostanziale.

Ulteriori considerazioni sul tema in esame possono essere effettuate 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 2003-2007**

	2007	2006	2005	2004	2003
Debiti finanziari a breve termine	37,6%	28,4%	36,6%	33,1%	30,4%
Debiti verso fornitori	27,4%	21,5%	28,3%	33,0%	27,9%
Debiti finanziari a medio e lungo termine	22,0%	20,4%	20,8%	19,1%	17,9%

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: con un indicatore al 37,5%, si è superata la punta massima del 36,6% raggiunta nell'anno 2005, dopo un 2006 caratterizzato dal ridimensionamento del dato al 28,4%.

La dinamica dei debiti finanziari onerosi ora descritta, unitamente alla crescita dei volumi di attività, ha determinato un incremento dell'esposizione verso i fornitori: l'incidenza dei debiti di fornitura passa, infatti dal 21,5% nel 2006 al 27,4% nel 2007, tornando così ai livelli medi del periodo 2003-2005. Tale dato va tuttavia posto in relazione alla dinamica dei "debiti verso altri a breve termine" (*Tabella 8*) essi, infatti, a livello aggregato risultano calati del 16% rispetto all'anno precedente, con un'incidenza sul totale dei mezzi di terzi (*Tabella 7*) pari al 26%, contro una media del 28% degli anni precedenti.

La dinamica dei debiti a medio-lungo termine – finanziari e operativi – risulta viceversa sostanzialmente in linea con gli esercizi precedenti, senza evidenziare particolari fattori di criticità nell'intero periodo oggetto dell'analisi.

### **4.3 - La correlazione fonti – impieghi**

La *Tabella 12* e il *Grafico 4* pongono in evidenza l'andamento dell'indice di copertura risultante dai bilanci esaminati per il periodo 2003 – 2007.

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.

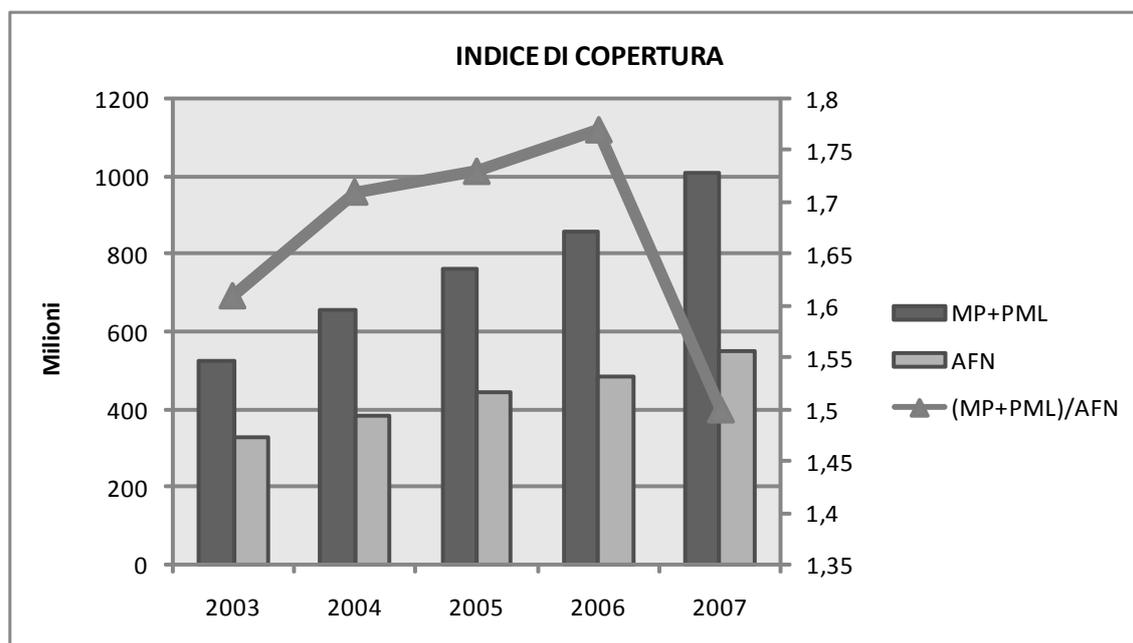
Per quanto concerne l'interpretazione, valori dell'indicatore citato superiori all'unità evidenziano, a parità di altre condizioni, che le passività consolidate finanziano tutto il capitale fisso e anche, per l'eccedenza, una parte del capitale

circolante (questa individuabile - in termini ideali – nei valori di magazzino aventi natura di scorta permanente).

**Tabella 12 – Indice di copertura 2003-2007**

	2007	2006	2005	2004	2003
Indice di copertura (MP+PML)/AFN	1,50	1,77	1,73	1,71	1,61

**Grafico 4 – Andamento dell'indice di copertura nel periodo 2003-2007**



Osservando i valori sottoposti a indagine, si può evidenziare un miglioramento dell'indice di copertura nel periodo che va dal 2003 al 2006 (da 1,61 a 1,77), ed un leggero calo nel 2007 (1,50). 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. Un cambiamento strutturale in questo senso si è registrato a partire dal 2003, esercizio nel quale l'indicatore in questione si è attestato a 1,61 in confronto allo 0,91 dell'anno precedente.

## 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 2003-2007**

	2007	2006	2005	2004	2003
ROE (RN/MP)	12,1%	13,0%	11,7%	9,1%	10,7%
ROE normalizzato	10,2%	10,3%	9,8%	8,8%	11,0%
ROA (RO/CI)	6,0%	5,5%	5,4%	5,3%	6,0%
ROS (RO/F)	6,7%	6,1%	5,9%	5,5%	5,8%
Rotazione C.I. (F/CI)	0,90	0,91	0,93	0,97	1,04

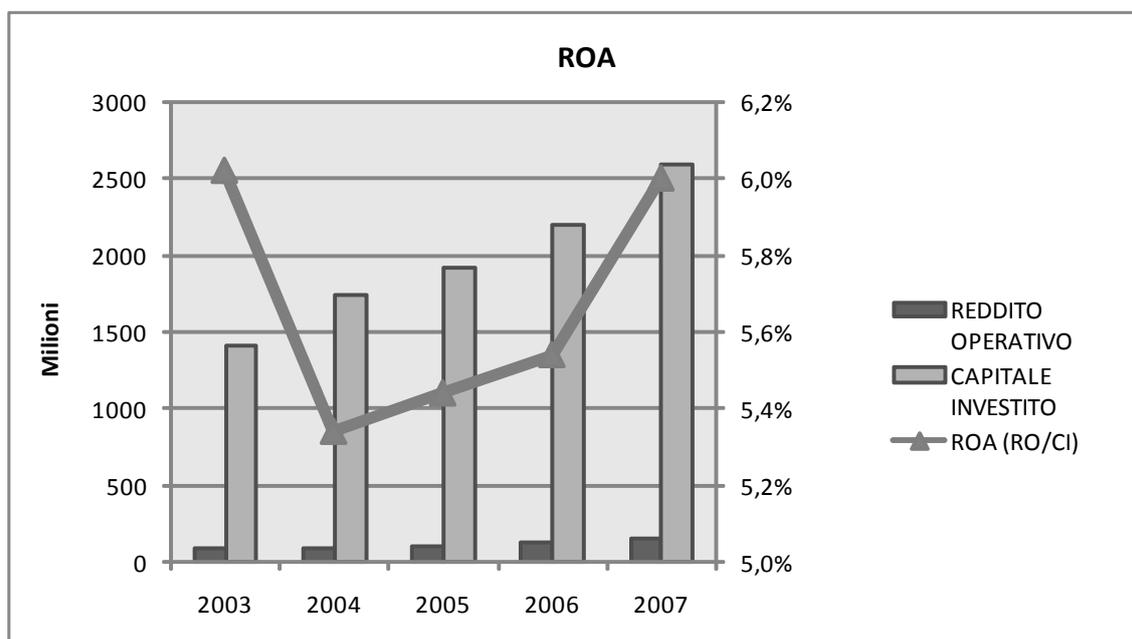
### 5.2 - La redditività del capitale investito

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, in linea con l'incremento dei volumi di attività e dei margini più sopra descritto, evidenzia valori in progressiva crescita con riferimento all'ultimo triennio (2005– 2007), con una media del 5,6%.

[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. 2003-2007**



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.

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.

La dinamica dei due indicatori in parola evidenzia valori sostanzialmente stabili nel tempo, con un coefficiente di redditività delle vendite medio del 6% e un tasso medio di rotazione del capitale che si assesta in un intorno dell'unità.

### **5.3 - La redditività del capitale proprio**

Il R.o.e. (*Return on equity*), ottenuto dal rapporto tra reddito netto d'esercizio e mezzi propri (capitale sociale e riserve, più utili, meno perdite), evidenzia la redditività netta dei mezzi propri, considerando pertanto - a differenza del R.o.a. - la gestione nel suo complesso, dalla operativa alla finanziaria, dalla corrente non operativa alla straordinaria.

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

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

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

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

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.

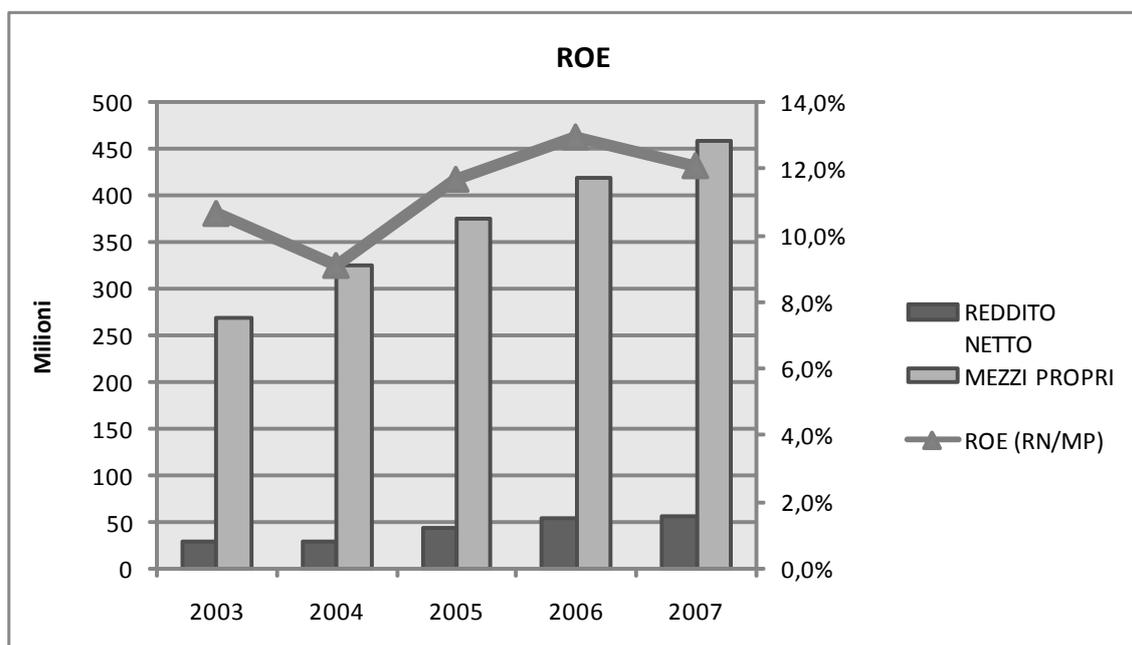
Il commento alla dinamica del R.o.e., soprattutto se effettuato per esprimere giudizi di fondo a riguardo di un dato di tendenza, pare allora più realistico se svolto con riferimento al R.o.e. normalizzato oltre che mediante l'osservazione del R.o.e. di bilancio. Tale dinamica, in sintesi, consente di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

a) la redditività netta per gli azionisti risulta in ripresa a muovere dall'esercizio 2005, dopo la punta minima registrata nel 2004;

b) la redditività netta per gli azionisti appare sostanzialmente stabile, in un intorno del 10% (R.o.e. normalizzato), nel triennio 2005 e 2007.

**Tabella 14 – R.o.e. e R.o.e. normalizzato 2003-2007**

	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>
<b>ROE normalizzato</b>	10,2%	10,3%	9,8%	8,8%	11,0%
<b>ROE</b>	12,1%	13,0%	11,7%	9,1%	10,7%
<b>Rettifica proventi straordinari</b> (milioni di euro)	-12,4	-17,2	-10,9	-4,1	-0,6

**Grafico 6 – Il R.o.e. 2003-2007**

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:

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

ove è:

Ro = reddito operativo;

Ci = capitale investito;

Of = oneri finanziari;

Mt = mezzi di terzi;

Mp = mezzi propri;

Rn = reddito netto;

Rc = reddito ante componenti straordinari e imposte.

Tale relazione - nota come "effetto di leva finanziaria" - evidenzia come la diversa struttura finanziaria (espressa dal rapporto tra mezzi di terzi e mezzi propri) operi da fattore moltiplicatore del R.o.a. sul saggio del reddito netto (R.o.e.): a parità di altre condizioni, in sostanza, ove la redditività del capitale investito superi il costo medio del debito, la leva dell'indebitamento dovrebbe determinare un miglioramento della redditività netta per l'azionista (R.o.e.); viceversa, qualora il differenziale rendimento/costo delle risorse finanziarie risulti negativo, la leva dell'indebitamento avrebbe effetti riduttivi sul R.o.e., tanto maggiori al crescere del suo valore.

Nella *Tabella 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 2003-2007**

	2007	2006	2005	2004	2003
<b>Costo medio dell'indebitamento</b> (Of/Mt onerosi)	7,99%	8,53%	6,52%	6,95%	8,26%
<b>Effetto complessivo leva finanziaria</b> (Ro/Ci – Of/Mt onerosi) x Mt on./Mp	-2,89%	-2,94%	-1,33%	-2,00%	-2,52%

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 sensibile nel biennio 2006 e 2007, dovuto anche al generale incremento del costo del denaro.

#### **5.4 - Il margine di contribuzione**

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

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

- costi variabili, componenti che variano al variare delle quantità prodotte e vendute;

- costi fissi, componenti che - viceversa - non variano al variare del volume di produzione entro i limiti della capacità produttiva data.

Nell'ambito del presente Studio, viste le limitate informazioni che possono assumersi a tal riguardo dai bilanci pubblicati, 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, il costo del lavoro e le imposte; sono stati considerati fissi, invece, i costi generali, gli ammortamenti, gli accantonamenti e gli oneri finanziari.

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 2003-2007**

(milioni di euro arrotondati per troncamento)	2007	2006	2005	2004	2003
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>2.513,1</b>	<b>2.161,5</b>	<b>1.860,7</b>	<b>1.788,2</b>	<b>1.588,9</b>
Acquisto materiali	845,3	769,8	612,1	591,0	525,1
Variazione magazzino m.p.	18,0	-3,3	-14,2	-2,4	-10,9
Costi di costruzione beni immobili	1.112,0	941,6	835,9	804,9	710,4
Costo del lavoro	301,3	266,2	256,3	232,7	211,7
Imposte	56,1	50,6	44,4	38,3	35,8
<b>COSTI VARIABILI</b>	<b>2.332,7</b>	<b>2.025,0</b>	<b>1.734,6</b>	<b>1.664,5</b>	<b>1.472,1</b>
Costi generali	36,5	29,7	30,1	31,8	29,8
Ammortamenti	41,4	35,0	35,8	36,8	37,3
Accantonamenti	2,2	0,1	0,5	0,3	0,4
Oneri finanziari	64,2	43,2	36,7	32,5	28,7
<b>COSTI FISSI</b>	<b>144,3</b>	<b>108,0</b>	<b>103,1</b>	<b>101,6</b>	<b>96,2</b>
<b>MARGINE DI CONTRIBUZIONE</b>	<b>180,4</b>	<b>136,5</b>	<b>126,1</b>	<b>123,7</b>	<b>116,8</b>

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: dalla punta minima del 2003, esso si assesta infatti a 180 milioni di euro nel 2007, facendo segnare un + 32% sull'anno precedente.

In termini di incidenza percentuale del margine di contribuzione sul Valore della Produzione, la dinamica ora ricordata risulta invece invertita fino al 2006, per poi tornare a crescere nel 2007: dalla *Tabella 17* si evince infatti che il dato risulta in progressivo e costante calo nel quadriennio 2003 -2006, con valori che passano

dal 7,4% del 2003 al 6,3% del 2006, con la positiva inversione di tendenza nel 2007 che si riporta al 7,2% .

**Tabella 17 – Margine di contribuzione vs. valore della produzione 2003-2007**

	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>
<b>Margine di contribuzione</b> (milioni di euro)	180,3	136,5	126,1	123,7	116,8
<b>Incidenza sul valore della produzione</b>	7,2%	6,3%	6,8%	6,9%	7,4%

## 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 2003-2007**

	2007	2006	2005	2004	2003
Disponibilità (AB/PB)	1,21	1,28	1,28	1,25	1,22
Liquidità [(AB-Rim.)/PB]	0,75	0,76	0,76	0,73	0,70

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.

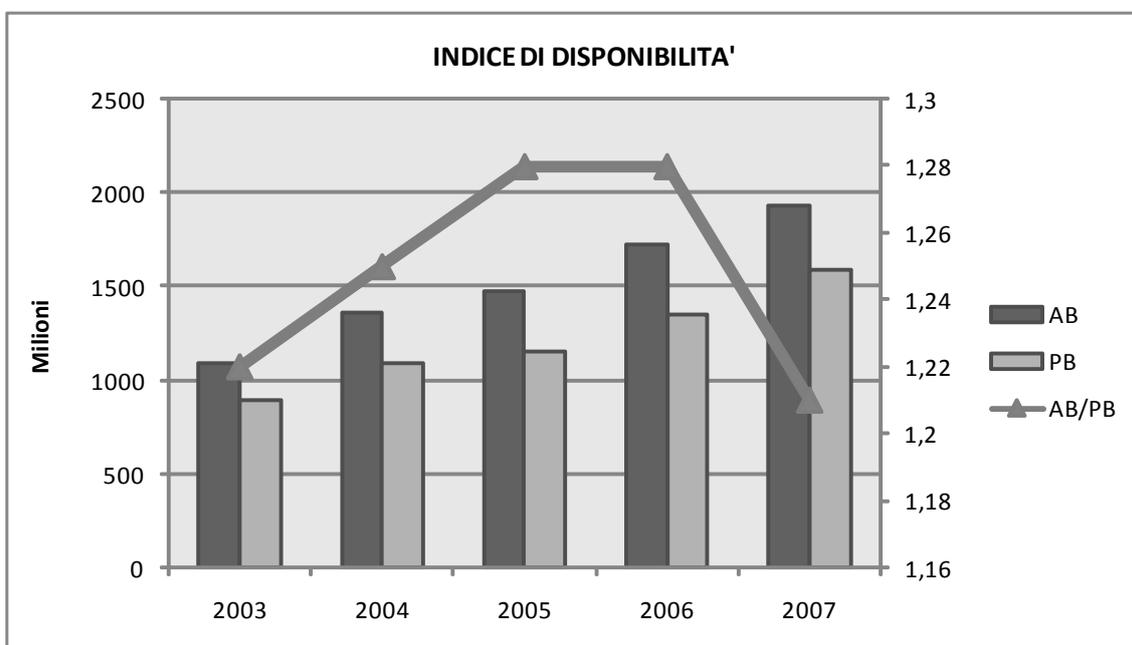
Quest'ultimo quoziente - pur considerando le convenzioni che ne stanno alla base - garantisce una maggiore affidabilità rispetto al quoziente di disponibilità in quanto, nel suo calcolo, non sono considerate nella formazione del numeratore le rimanenze di magazzino.

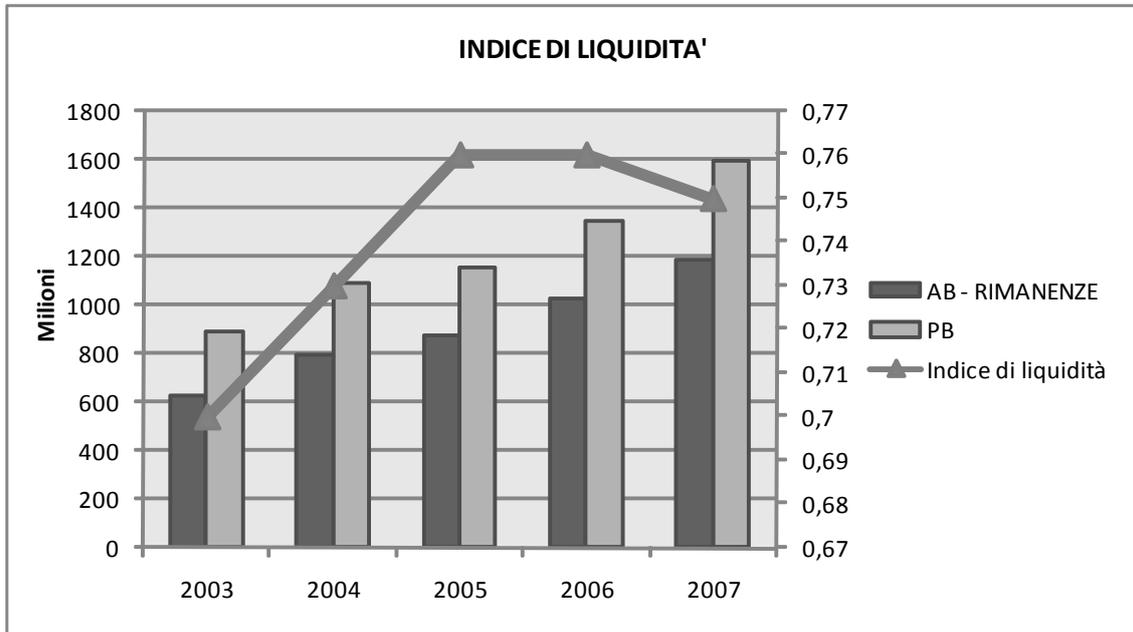
Analizzando i risultati del comparto edile bresciano, nel quinquennio 2003 – 2007 (si vedano in proposito i *Grafici 7 e 8*), si nota come entrambi gli indicatori migliorino nel periodo osservato, pur assestandosi su valori aggregati non sempre pienamente soddisfacenti.

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 2003-2007**



**Grafico 8 – Andamento del quoziente di liquidità per il periodo 2003-2007**

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:

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

ove è:

Cr= Crediti verso clienti;

V = Vendite.

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

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

ove è:

M = Magazzino;

V = Vendite.

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

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

ove è:

DF= Debiti verso fornitori;

A = Acquisti.

**Tabella 19 – Gli indici di durata media 2003-2007**

	2007	2006	2005	2004	2003
<b>Durata media dei crediti v/clienti</b>	65	74	42	53	54
<b>Durata media del magazzino</b>	103	99	125	121	109
<b>Durata media dei debiti v/fornitori</b>	106	77	106	117	89

Gli indici di durata che emergono dalla *Tabella 19* consentono di effettuare le seguenti annotazioni di commento con riferimento al quinquennio 2003 – 2007:

a) la durata media dei crediti – che è andata progressivamente diminuendo fino al 2005 (42 giorni) – è cresciuta nel 2006 (74 giorni) per posizionarsi ad un livello intermedio nel 2007 (65 giorni), a conferma di un leggero miglioramento nella durata del ciclo degli incassi;

b) la durata media dei debiti verso fornitori, dopo la punta minima toccata nel 2006 con 77 giorni, è tornata nel 2007 a 106 giorni, in linea con il dato tendenziale rilevato nel quinquennio esaminato;

c) i dati relativi ai “giorni clienti” e ai “giorni fornitori”, non pienamente soddisfacenti, tendono a compensarsi con il dato relativo ai “giorni scorte”; la durata media delle merci a magazzino, pur con tutte le cautele che un tale indicatore impone di considerare soprattutto a livello aggregato, si è infatti sensibilmente ridotta nel biennio 2006 - 2007, attestandosi su un valore sostanzialmente simile a quello fatto registrare nel 2003.

### **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**

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

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 2003 – 2007, è riportata nella *Tabella 21*, i cui dati consentono di annotare, fra l'altro, quanto segue:

a) i flussi di cassa operativi, negativi per gli anni 2003 e 2004, passano in terreno positivo nel 2005 e 2006, anche se solo nel 2006 si possono ritenere soddisfacenti, per ripiegare nuovamente nel 2007 ad un valore che si attesta a -27 milioni di euro, contro i +159 milioni di euro nel 2006.

b) i flussi di cassa relativi agli investimenti materiali presentano un valore medio di 76 milioni di euro, con una netta e sensibile crescita nel 2007 dove l'attività di investimento ha assorbito ben 170 milioni di euro. Si tratta della cifra di gran lunga più elevata di tutto il periodo considerato che va ad assorbire gran parte del *cash flow* generato dalla gestione operativa. Se agli investimenti materiali sommiamo gli investimenti immateriali e gli investimenti finanziari, il valore cresce a 261 milioni di euro, assumendo una dimensione straordinaria, confrontata agli anni precedenti. Il fabbisogno di cassa legato alla somma di tutte le tipologie di investimento supera di parecchio il *cash flow* generato dalla gestione operativa, inducendo le imprese alla ricerca di capitali aggiuntivi presso il sistema creditizio.

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 280 milioni di euro. Di questi, circa il 50% vengono attinti da linee finanziarie di breve termine, la restante parte 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. Può destare qualche preoccupazione, precedentemente già rilevata, l'ipotesi di un comparto finanziariamente esposto, anche in virtù dei grossi investimenti realizzati, che si troverà a fronteggiare un innalzamento dei tassi di interesse e al contempo una riduzione generalizzata della domanda.

I fattori ora ricordati, soprattutto con riferimento ai flussi dell'esercizio 2007, 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 686 milioni di euro al 31 dicembre 2007.

**Tabella 21 – I flussi finanziari aggregati 2003-2007**

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

	31.12.2007	31.12.2006	31.12.2005	31.12.2004
<b>A) Disponibilità liquide iniziali</b>	<b>108,3</b>	<b>93,4</b>	<b>78,5</b>	<b>59,0</b>
<b>B) Flusso dell'attività gestionale:</b>				
Risultato d'esercizio	111,4	105,0	88,3	67,8
Ammortamenti e svalutazioni	44,3	37,4	38,5	38,8
Rivalutazioni/Svalutazioni attività finanziarie	4,0	0,3	1,4	-0,1
Variazione netta fondo trattamento fine rapporto	1,2	3,2	5,2	5,7
Storno oneri (Proventi) finanziari netti	57,2	34,4	26,7	29,2
<b>Flusso dell'attività operativa ante imposte, oneri/proventi finanziari e variazione del capitale d'esercizio</b>	<b>218,1</b>	<b>180,3</b>	<b>160,1</b>	<b>141,4</b>
Capitale circolante operativo	77,8	-286,2	-81,8	-85,5
Altre attività / passività	-209,7	349,9	11,3	-24,6
<b>Totale variazione capitale di esercizio</b>	<b>-131,9</b>	<b>63,7</b>	<b>-70,5</b>	<b>-110,1</b>
Oneri finanziari netti pagati	-58,6	-39,0	-33,7	-30,5
Dividendi ricevuti	1,4	4,6	7,0	1,3
Imposte pagate	-56,1	-50,6	-44,4	-38,3
<b>Totale B)</b>	<b>-27,1</b>	<b>159,0</b>	<b>18,5</b>	<b>-36,2</b>
<b>C) Flusso da attività di investimenti:</b>				
Investimenti netti in immobilizzazioni:				
Immateriali	-21,4	0,6	-16,7	-4,5
Materiali	-170,8	-46,3	-55,4	-31,6
Finanziarie (Partecipazioni)	-68,8	15,7	-24,1	-32,4
<b>Totale investimenti netti</b>	<b>-261,0</b>	<b>-30,0</b>	<b>-96,2</b>	<b>-68,5</b>
Variazione netta altre attività/passività finanziarie a lungo termine	17,0	-47,0	-8,4	-23,4
<b>Totale C)</b>	<b>-244,0</b>	<b>-77,0</b>	<b>-104,6</b>	<b>-91,9</b>
<b>D) Flusso da attività di finanziamento:</b>				
Variazione netta debiti finanziari a lungo termine	159,0	-24,5	42,0	55,7
Variazione netta debiti finanziari a breve termine	138,3	-32,2	52,5	65,1
Variazione netta altre attività finanziarie		0,0	0,0	0,0
Altre variazioni del patrimonio netto	-17,4	-10,4	6,5	26,8
Variazione azioni proprie		0,0	0,0	0,0
Dividendi distribuiti		0,0	0,0	0,0
<b>Totale D)</b>	<b>279,9</b>	<b>-67,1</b>	<b>101,0</b>	<b>147,6</b>
<b>D) Flusso del periodo (B+C+D)</b>	<b>8,8</b>	<b>14,9</b>	<b>14,9</b>	<b>19,5</b>
<b>E) Disponibilità liquide finali (A+D)</b>	<b>117,1</b>	<b>108,3</b>	<b>93,4</b>	<b>78,5</b>

## **7. STRUTTURA FINANZIARIA E REDDITIVITÀ DELLE IMPRESE APPARTENENTI AI SOTTOGRUPPI EDILE, STRADALE E PREFABBRICATI**

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

- edili, n. 261 aziende;
- stradali, n. 58 aziende;
- prefabbricati, n. 4 aziende.

Tra questi, il maggior peso in termini di volumi è rappresentato dagli edili, con un valore della produzione pari al 77% del totale. Seguono gli stradali con un 20% ed infine i prefabbricati con solo il 3%.

La redditività della gestione caratteristica, espressa dall'incidenza percentuale del Margine Operativo Lordo sul Valore della Produzione, per quanto non evidenzia differenze sostanziali tra i sottogruppi, esprime una leggera preferenza per gli stradali con un valore pari al 8,67%, seguiti dagli edili col 7,84%, ed infine i prefabbricati col 6,08%. Si consideri che il dato generale si attesta al 7,96%.

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 4,43%, la suddetta graduatoria risulta invertita: i prefabbricati si posizionano al 6,50%, gli edili al 4,50% ed infine gli stradali al 3,88%. Tale inversione va attribuita a due fattori ben identificabili: negli stradali l'incidenza degli ammortamenti, che è più del doppio rispetto alle altre categorie, ne riduce fortemente il Risultato Operativo; nei prefabbricati la componente positiva di reddito di natura straordinaria, che incide per oltre il 3% mentre negli altri casi non raggiunge lo 0,5%, viceversa incrementa il Risultato Operativo.

Il Risultato Netto di esercizio è pari dunque al 4,08% nei prefabbricati, 2,2% negli edili, 1,93% negli stradali, mentre il valore totale è pari al 2,19%.

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 2,0% per gli edili (contro il 2,2% non normalizzato), dell'1,5% per gli stradali (contro l'1,93% non normalizzato), e distanziati di molto i prefabbricati al 1,2% (contro il 3,59% non normalizzato).

Passando alla Posizione Finanziaria Netta, che a livello aggregato presenta nel 2007, come sappiamo, un forte incremento sul 2006, fino a 686 milioni di euro, essa è suddivisa tra i diversi settori in modo proporzionale rispetto ai volumi da questi mossi. In particolare, dei 686 milioni di euro totali, l'80% è riconducibile agli edili (che muovono il 77% della valore di produzione), il 18% agli stradali (cui va il 20% del valore della produzione) ed il 2% ai prefabbricati (3% 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 1,81, contro 1,00 degli stradali ed solo 0,5 dei prefabbricati. Il dato aggregato si posiziona ad 1,5.

Parimenti, il Rapporto di Indebitamento, inteso come rapporto tra Mezzi di Terzi e Mezzi Propri, rispetto ad un valore complessivo di 4,68, risulta pari a 5,51 per gli edili per calare a 3,40 per gli stradali fino a 1,82 per i prefabbricati. Possiamo dunque affermare che gli elementi di debolezza evidenziati nel corso dell'analisi, a riguardo della sotto-capitalizzazione 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, addirittura virtuosa quella dei prefabbricati. Si tratta, con buona probabilità, di settori di nicchia dove, la tipologia di lavoro svolto, ha 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 519 milioni a livello aggregato, è riconducibile per il 90% agli edili, per il 9% agli stradali e per solo l'1% ai prefabbricati. Sul fronte poi degli investimenti, su un valore Totale Immobilizzazioni (Immateriali + Materiali + Finanziarie) di 671 milioni di euro, 414 milioni di euro, pari al 62%, è legato al settore degli edili, 214 milioni di euro, pari al 36% agli stradali e 42 milioni di euro, pari al 6% ai prefabbricati. 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 2003 - 2007 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 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.

Con riferimento specifico all'anno 2007, esaminato nell'ambito del quinquennio 2003-2007, 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:

a) volumi di attività in netto incremento con una marginalità lorda fortemente in crescita in valore assoluto, anche se costante in termini percentuali sul valore della produzione;

b) risultati economici - operativi e netti - positivi. In particolare paiono migliorati i risultati operativi, per poi constatare, proseguendo nella lettura dei dati, un appiattimento dei risultati netti sui livelli dell'esercizio precedente anche a causa dell'incremento degli oneri finanziari;

c) 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, causata altresì da un forte aumento dei flussi connessi all'attività di investimento.

Ciò posto con riferimento al quinquennio 2003-2007, pare utile, in conclusione, svolgere qualche ulteriore considerazione su taluni indicatori aggregati riferiti al decennio 1997-2007 (*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 1997-2007**

<b>Analisi attuale</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>
<b>ROE</b>	12,1%	13,0%	11,7%	9,1%	10,7%
<b>ROE normalizzato</b>	10,2%	10,3%	9,8%	8,8%	11,0%
<b>ROA</b>	6,0%	5,5%	5,4%	5,3%	6,0%
<b>Rapporto di indebitamento</b>	4,68	4,30	4,10	4,35	4,26
<b>Indice di disponibilità</b>	1,21	1,28	1,28	1,25	1,22
<b>Indice di copertura</b>	1,50	1,77	1,73	1,71	1,61

<b>Anni precedenti</b>	<b>2002</b>	<b>2001</b>	<b>2000</b>	<b>1999</b>	<b>1998</b>	<b>1997</b>
<b>ROE</b>	17,7%	10,9%	9,7%	11,3%	5,9%	5,2%
<b>ROE normalizzato</b>	16,1%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>ROA</b>	7,7%	6,5%	7,2%	6,1%	5,5%	5,8%
<b>Rapporto di indebitamento</b>	4,55	5,04	5,39	5,23	5,87	5,09
<b>Indice di disponibilità</b>	0,97	0,97	1,04	0,97	1,01	1,02
<b>Indice di copertura</b>	0,91	0,89	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

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 1997-2007 emerge che l'anno 2007 è senz'altro soddisfacente.

In particolare, nell'anno in questione il R.o.e. si assesta al 12%, inferiore di circa 1 punto percentuale rispetto al 2006 ma comunque ampiamente migliorativo se confrontato con l'andamento medio degli anni precedenti; appare migliorato anche il R.o.a. che si assesta al 6,0% contro il 5,5% del 2006, leggermente sopra la media dell'intero periodo preso in esame.

Per quanto riguarda invece la struttura patrimoniale e finanziaria, dal confronto fra i rapporti di indebitamento per il decennio 1997-2007 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 quinquennio 2003 – 2007, pur registrando un leggero aumento proprio nell'esercizio 2007.

Rapportando ai mezzi propri soltanto la posizione finanziaria netta (P.f.n.) e non l'intero valore dei mezzi di terzi, si osserva invece come il valore del quoziente scenda al di sotto dell'unità nel 2006, per risalire vistosamente nel 2007 a 1,5, 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.l. ad esempio, si osserva come, a fronte di un periodo di netta crescita dal 2003 al 2005, il rapporto in questione si riduca nel 2006 (si confronti la *Tabella 23*), ma poi cresca nuovamente nel 2007 toccando una punta massima 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 2003-2007**

	2007	2006	2005	2004	2003
PFN/MP	1,50	0,95	1,25	1,2	1,07
PFN/MOL	3,43	2,53	3,34	3,00	2,35

Nel quinquennio indagato, inoltre, l'indice di copertura delle immobilizzazioni che passa da 1,07 nel 2003, 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 1,50, 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.





