Analisi dell'evoluzione nel periodo 2006-2010

La sostenibilità della struttura finanziaria delle imprese bresciane

di Alberto Falini
e Cristian Carini

Introduzione

La situazione di crisi dei mercati influenza in misura significativa le performance delle imprese: molte si trovano a competere in una situazione di crescente difficoltà e, in alcuni casi, per poter sopravvivere sono costrette alternativamente a ristrutturare la propria attività o, nei casi più gravi, ad uscire dai mercati stessi. Anche nel territorio bresciano alcune imprese assistono all'erosione della propria posizione competitiva con conseguenze economiche, finanziarie e patrimoniali; altre imprese, tuttavia, attraverso l'innovazione e l'internazionalizzazione, hanno saputo reagire positivamente. In questo articolo si analizza la situazione delle imprese bresciane, sulla base dei dati di bilancio, al fine di indagare come l'andamento dei diversi mercati abbia influenzato i risultati economico-finanziari e, di conseguenza, l'effetto che si è generato sulla struttura e sulla sostenibilità finanziaria.

Tab. 1 - La popolazione esaminata

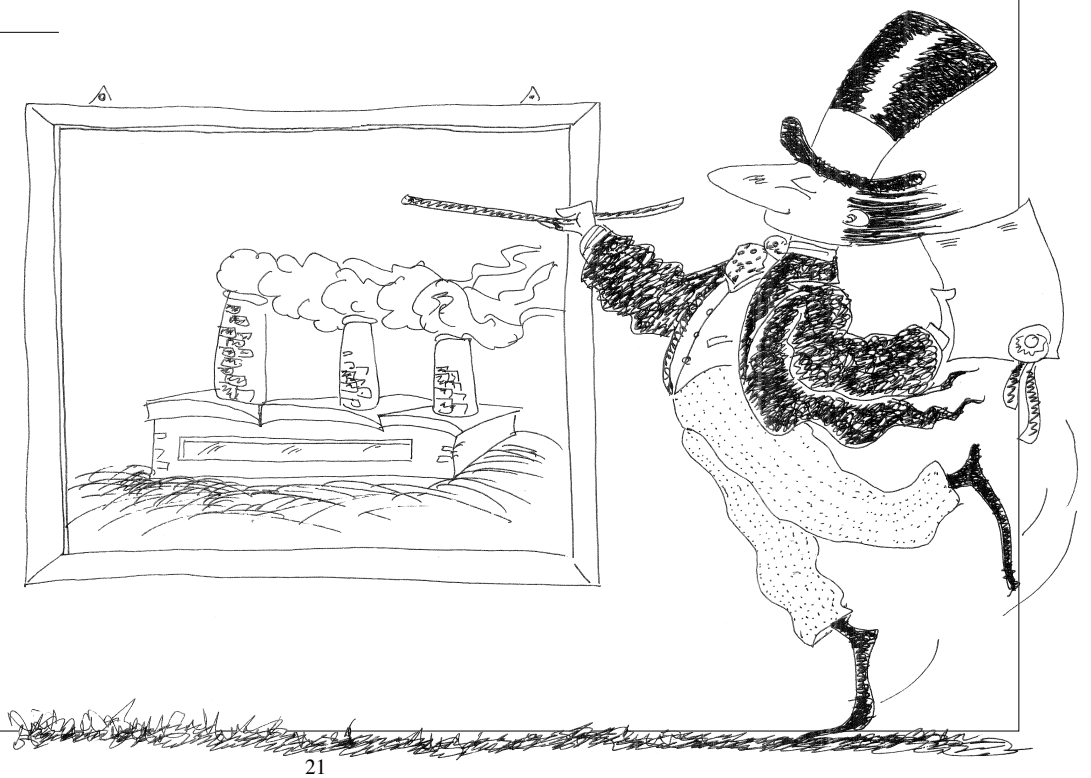
Anno	n. imprese
2010	1459
2009	1443
2008	1417
2007	1386
2006	1342

La ricerca: metodo e finalità

L'analisi ha per oggetto l'approfondimento dei risultati economico-finanziari nel quinquennio 2006-2010. In particolare, considerato che la modestia di flussi finanziari rappresenta una delle manifestazioni ultime di crisi originate in altre aree gestionali dell'impresa, l'attenzione è posta sulla sostenibilità della struttura finanziaria, intesa come analisi della capacità della gestione caratteristica e complessiva di sostenere l'onerosità dell'indebitamento, tenuto conto del grado di ricorso ai finanziamenti onerosi.

Il dataset è costituito dalla popolazione delle imprese bresciane censita nella banca dati AIDA-Bureau Van Dijk e la seguente analisi, riferita al periodo 2006-2010[1], ha

1. *Il campione è aperto, cioè rappresentato da imprese con diversa numerosità nei vari anni in funzione della effettiva disponibilità dei bilanci. I risultati sono riferiti alle imprese che pubblicano il bilancio nella forma "ordinaria", potendosi effettuare elaborazioni ed analisi maggiormente approfondite. L'andamento economico-finanziario presentato è comunque in linea con quello della popolazione complessiva considerate quindi anche le imprese che redigono il bilancio in forma abbreviata, avvalendosi delle semplificazioni di cui all'art. 2435 bis c.c. Sono state eliminate le imprese che pubblicano il bilancio secondo i principi IAS/IFRS in quanto non comparabili e le imprese che versano in procedure concorsuali o risultano in liquidazione.*



Tab. 2 - La situazione reddituale

La situazione reddituale	2010	%	2009	%	2008	%	2007	%	2006	%
Ricavi	34.102	96,7%	29.230	98,8%	38.271	96,7%	37.301	97,1%	32.996	96,9%
Valore della produzione	35.248	100,0%	29.579	100,0%	39.566	100,0%	38.426	100,0%	34.042	100,0%
Costi esterni	28.782	81,7%	23.769	80,4%	32.572	82,3%	31.507	82,0%	28.067	82,4%
Valore aggiunto	6.466	18,3%	5.809	19,6%	6.994	17,7%	6.919	18,0%	5.975	17,6%
Costo del lavoro	3.051	8,7%	2.805	9,5%	2.968	7,5%	2.768	7,2%	2.555	7,5%
Margine operativo lordo (EBITDA)	3.415	9,7%	3.004	10,2%	4.026	10,2%	4.150	10,8%	3.420	10,0%
Ammortamenti e altri costi di struttura	2.205	6,3%	2.160	7,3%	2.039	5,2%	1.912	5,0%	1.778	5,2%
Reddito operativo gestione caratteristica (EBIT)	1.210	3,4%	843	2,9%	1.987	5,0%	2.238	5,8%	1.642	4,8%
Proventi e perdite patrimoniali e finanziarie	163	0,5%	268	0,9%	764	1,9%	281	0,7%	281	0,8%
Reddito operativo aziendale (EBIT complessivo)	1.373	3,9%	1.112	3,8%	2.751	7,0%	2.519	6,6%	1.923	5,6%
Oneri finanziari	398	1,1%	476	1,6%	727	1,8%	641	1,7%	439	1,3%
Reddito di competenza (ordinario)	974	2,8%	636	2,1%	2.024	5,1%	1.878	4,9%	1.484	4,4%
Componenti straordinari	94	0,3%	32	0,1%	125	0,3%	196	0,5%	103	0,3%
Reddito ante-imposte (EBT)	1.069	3,0%	667	2,3%	2.148	5,4%	2.074	5,4%	1.587	4,7%
Imposte	494	1,4%	395	1,3%	729	1,8%	879	2,3%	726	2,1%
Reddito netto	574	1,6%	272	0,9%	1.419	3,6%	1.195	3,1%	861	2,5%

(dati in euro/000.000)

riguardato i principali indicatori di bilancio espressivi dei profili di indagine: redditività operativa (ROA e RONA) e netta (ROE), dipendenza finanziaria (rapporto di indebitamento finanziario, differenziale di rendimento finanziario, grado di assorbimento finanziario dell'EBITDA, capacità dell'EBITDA nel coprire i debiti finanziari), equilibrio tra la struttura patrimoniale e finanziaria (rapporto di indebitamento complessivo, grado di copertura dell'attivo fisso netto, rapporto tra debiti finanziari e fatturato). In questo articolo sono riportati, per ragioni di spazio, solo i risultati del complesso delle imprese bresciane, rinviando ad altro studio l'analisi a livello settoriale.

I risultati

L'analisi dei dati aggregati di bilancio dà conferma dell'inversione di tendenza sotto il profilo della redditività: mentre nel corso del triennio 2006-2008 la redditività operativa e netta si mantengono su valori soddisfacenti, superiori rispettivamente al 5,5% e al 2,5% del valore della produzione, nel biennio 2009-2010 si assiste ad una evidente contrazione dei principali indici (ROA e ROE) espressivi di questa dimensione di analisi. Si consideri che se nel 2008 il reddito operativo aziendale rappresentava il 7,0% del valore della pro-

Tab. 3 - La struttura patrimoniale e finanziaria

La struttura patrimoniale	2010	2009	2008	2007	2006
Attivo immobilizzato	18.308	17.678	15.905	12.445	11.070
Attivo a breve	23.276	21.275	22.780	21.829	19.783
Capitale investito	41.584	38.954	38.685	34.274	30.853
Mezzi di terzi	25.641	23.597	23.992	23.019	20.873
Patrimonio netto	15.943	15.357	14.693	11.256	9.980
Debiti finanziari a breve	7.666	6.446	7.019	6.491	5.622
Debiti finanziari a medio/lungo	4.858	4.763	4.294	3.774	3.281
Mezzi di terzi onerosi	12.524	11.209	11.313	10.265	8.903

(dati in euro/000.000)

Tab. 4 - Gli indici di bilancio

Indici di redditività	2010	2009	2008	2007	2006
ROA	3,3%	2,9%	7,1%	7,3%	6,2%
ROS	4,0%	3,8%	7,2%	6,8%	5,8%
Rotazione del capitale (Turnover)	0,8	0,8	1,0	1,1	1,1
ROE	3,6%	1,8%	9,7%	10,6%	8,6%
RONA	4,8%	4,2%	10,6%	11,7%	10,2%
Costo medio indebitamento finanziario	3,2%	4,2%	6,4%	6,2%	4,9%
Differenziale	1,6%	-0,1%	4,2%	5,5%	5,2%
Oneri finanziari su EBITDA	11,7%	15,8%	18,1%	15,4%	12,8%
Indici di solidità	**2010**	**2009**	**2008**	**2007**	**2006**
Rapporto di indebitamento finanziario	0,8	0,7	0,8	0,9	0,9
Rapporto di indebitamento complessivo	1,6	1,5	1,6	2,0	2,1
Patrimonio netto su attivo immobilizzato	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Capitali permanenti su attivo immobilizzato	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2
Debiti finanziari su fatturato	36,7%	38,3%	29,6%	27,5%	27,0%
Debiti finanziari su EBITDA	3,7	3,7	2,8	2,5	2,6

duzione, nel 2009 tale rapporto scende al 3,8% salvo risalire leggermente nel 2010 attestandosi sul 3,9%. Allo stesso modo il reddito netto nel 2008 era rappresentativo del 3,6% del valore della produzione, mentre nel 2009 dello 0,9% e nel 2010 dell'1,6%. L'EBITDA, elemento di rilievo nell'analisi dell'economicità dell'impresa per la sua valenza anche finanziaria, dopo un periodo di sostanziale stabilità con valori superiori al 10,0% del valore della produzione, si presenta in contrazione nel 2010 attestandosi al 9,7%. Infine, il margine della gestione caratteristica (EBIT), misurato per comodità in termini percentuali motivo per cui ci si riferirà all'EBIT%, pur in ripresa nel 2010 dopo la drastica contrazione del 2009 (2,9% del valore della produzione), presenta valori distanti da quelli positivi registrati nel periodo 2006-2008, mediamente intorno al 5,0% del valore della produzione. L'evoluzione assunta da tale margine (EBIT%), nonostante il 2010 si caratterizzi per un ritrovato aumento del fatturato (16,7%[2] dopo la netta contrazione del 23,6%[3] tra il 2008 e il 2009), assume valori percentuali contenuti complice un eccessivo peso dei costi strutturali (in particolare ammortamenti che assorbono il 6,3% del valore della produzione mentre nel 2008 tale percentuale era pari al 5,2%) ed interni (il costo del lavoro assorbe oltre l'8,7% del valore della produzione mentre nel periodo 2006-2008 tale rapporto era costantemente inferiore all'8,0%). Tale dato evidenzia una scarsa flessibilità della struttura aziendale la cui sostenibilità è sin troppo dipendente

2. *Si consideri che tra il 2009 e il 2010 il campione delle imprese considerate ha visto un aumento di 16 unità. In assenza di tale variazione della popolazione di riferimento l'aumento del fatturato è stato del 16,1%.*

3. *Tra il 2008 e il 2009 la popolazione ha visto cambiare la sua dimensione per effetto di 4 uscite e di 30 nuove entrate. In assenza di tali variazioni il decremento del livello del fatturato è stato del 24,2%.*

da un adeguato livello di fatturato[4]. L'evoluzione dell'analisi della redditività operativa evidenzia quindi, da un lato, una riduzione dell'efficienza economica della gestione, testimoniata dalla contrazione della marginalità delle vendite (il ROS passa dal 7,2% del 2008 al 3,8% nel 2009 e al 4,0% nel 2010), e, dall'altro, la contrazione del tasso di rotazione del capitale investito (turnover), a riprova del deterioramento della dimensione finanziaria dello sfruttamento del capitale investito. Tale dinamica, certamente ascrivibile al negativo contesto macroeconomico, è comunque influenzata, come sottolineato in precedenza, anche da costi interni e di struttura privi della necessaria flessibilità richiesta dalle mutate condizioni di mercato.

L'andamento descritto si riflette, in sintesi, sul risultato d'esercizio, il quale si presenta sostanzialmente nullo nel 2009 (rappresentava lo 0,9% del valore della produzione) e su valori alquanto contenuti nel 2010: in tale esercizio esso rappresenta l'1,6% del valore della produzione mentre tale rapporto era pari al 3,6% nel 2008. Ne consegue che la redditività netta rappresentata dal ROE, indicatore che esprime il rendimento delle risorse (contabili) che complessivamente fanno capo ai soci, si riduce significativamente rimanendo comunque in termini aggregati su valori positivi: se nel triennio 2006-2009 il ritorno era superiore al 9,5%, nel biennio 2010 tale indicatore si dimezza attestandosi su valori inferiori al 4,0%.

4. A ulteriore riprova di tale rigidità si consideri che nel 2009 il costo del lavoro assorbiva il 9,5% del valore della produzione mentre gli ammortamenti il 7,3%.

Dall'indagine sulla struttura finanziaria emergono due aspetti di rilievo.

In primo luogo, si osserva un'adeguata dipendenza da soggetti terzi, misurata dal rapporto di indebitamento complessivo. Per ogni euro di capitale proprio le società ricorrevano a fonti terze per euro 2,1 nel 2006, euro 2,0 nel 2007, euro 1,6 nel 2008, euro 1,5 nel 2009 e euro 1,6 nel 2010. La patrimonializzazione delle imprese bresciane, ancora elevata in conseguenza dell'accantonamento dei risultati economici conseguiti nel periodo 2006-2008 e per il ricorso alle rivalutazioni del periodo 2008-2009, agisce, al proposito, certamente in modo positivo.

In secondo luogo, dall'analisi della solidità, emerge un adeguato grado di equilibrio tra le fonti di finanziamento durevoli e la struttura degli investimenti di analoga durata: il rapporto tra i capitali permanenti e l'attivo immobilizzato supera in tutto il quinquennio l'unità attestandosi su valori dell'1,2 nel triennio 2006-2008 e sull'1,1 nel biennio successivo.

Con riferimento esclusivo all'esposizione verso il sistema finanziario, rappresentata dal rapporto di indebitamento finanziario, la situazione vede un aumento del valore assoluto dei debiti finanziari. Tuttavia, al fine di interpretare compiutamente il dato, le dimensioni della redditività e della solidità vanno ricongiunte. È quindi possibile effettuare considerazioni di sintesi che permettano di trarre alcune indicazioni in merito alla sostenibilità della struttura finanziaria.

Conclusioni

Il differenziale di rendimento delle risorse finanziarie, ottenuto dalla differenza tra il RONA e l'onerosità media dei debiti finanziari, dopo un periodo di tenuta, nel 2009 diviene negativo (-0,1%); nel 2010 tale indicatore torna ad assumere valori positivi seppur contenuti (1,6%).

Un'ulteriore nota positiva è costituita dal grado di assorbimento finanziario dell'EBITDA da parte degli oneri finanziari. Si nota, infatti, come l'indicatore si presenti in contrazione, passando dal 18,1% del 2008 (nel 2006 era pari al 12,8%) all'11,7% del 2010, ad evidenza di una contenuta pressione esercitata dagli interessi passivi e di una mantenuta capacità nell'onorare le uscite correnti imputabili a tale obbligazione.

La ritrovata positività del differenziale e la contrazione del grado di assorbimento finanziario dell'EBITDA sono, almeno nell'ultimo anno osservato, certamente anche influenzate dalla contenuta onerosità che caratterizzava le risorse finanziarie di fonte terza. Tuttavia tale situazione è da considerarsi solo parzialmente gestibile dalle imprese considerata l'influenza esercitata anche da fattori e condizioni a loro esterne. Inoltre, tra gli aspetti di criticità, il rapporto tra debiti finanziari ed EBITDA, evidenza un netto peggioramento: l'aumento, in termini assoluti dei primi (40,9%), e l'evoluzione dell'EBITDA (-0,2% nel quinquennio) indicano un allungamento della capacità di rimborso dei finanziamenti.

In conclusione, i risultati ottenuti evidentemente non evidenziano in assoluto l'incapacità delle imprese bresciane a fronteggiare gli impegni verso il sistema finanziario ma sottolineano l'accresciuta criticità della dimensione finanziaria nell'attuale situazione congiunturale. L'esposizione verso il sistema bancario, e quindi la sostenibilità della struttura finanziaria, dovrà essere sempre più coerente alla capacità reddituale ed all'attitudine a reagire tempestivamente alle alquanto variabili condizioni d'ambiente.

Alberto Falini
Dottore Commercialista
Professore associato di Economia e gestione delle imprese
Università degli Studi di Brescia

Cristian Carini
Dottore Commercialista
Assegnista di ricerca in Economia Aziendale
Università degli Studi di Brescia

Si ringrazia il Dott. Nicodemo Zavaglia per il contributo all'elaborazione dei risultati.