

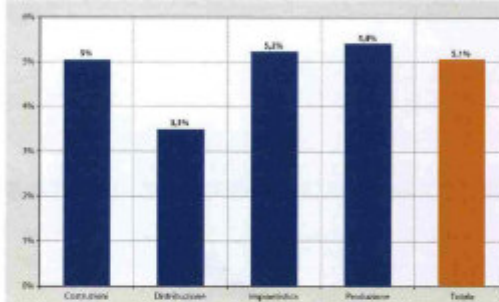
Il Nuovo Cantiere
Novembre 2009
Pagine 97-99

SPECIALE BILANCI | WINNERS 2008

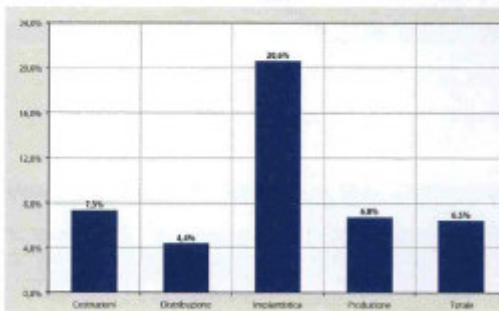
Il rallentamento del 2008

Nel 2008 è arrivata l'inversione della congiuntura che aveva caratterizzato il settore delle costruzioni e quello immobiliare per alcuni anni. Gli ultimi mesi dell'anno, in cui gli effetti della crisi si sono estesi all'economia reale, hanno modificato le tendenze della filiera, indirizzando il mercato verso una discesa diventata nel 2009 più ripida. L'analisi delle imprese più rappresentative della filiera (con poche defezioni legate a motivi tecnici), offre lo spunto per spiegare meglio il momento congiunturale dei diversi comparti della filiera e le dinamiche in atto. Le dinamiche di crescita sono risultate abbastanza omogenee per il settore delle imprese di costruzione (1,8% in termini di valore della produzione), quello dei produttori (+0,5%) e dei distributori (-1%), mentre l'impiantistica ha mostrato tassi di crescita più elevati (10,5%). Vale la pena di sottolineare due fenomeni parzialmente collegati: il comparto delle costruzioni ha registrato una crescita del fatturato più elevata rispetto a quella della produzione, segnale che le imprese hanno ridotto l'attività industriale concentrandosi sulle attività commerciali, invertendo quanto accaduto nel 2007, mentre il comparto della distribuzione, più vicino al mercato finale, è stato interessato prima degli altri dal peggioramento della congiuntura. Il 2008 rappresenta l'anno dell'inversione di una tendenza di mercato che nel 2009 ha consolidato la caduta e che solo negli ultimi periodi sembra aver ritrovato una parziale stabilizzazione che si spera prelude a un recupero. In effetti gli interventi normativi a salvaguardia dei livelli di finanziamento delle imprese e quelli di impulso al mercato sembrano aver parzialmente attutito una discesa che in alcuni Paesi è stata rovinosa. Una prima indicazione sulla dinamica dei margini di redditività all'interno dei settori è fornita dai dati su cash flow e reddito operativo. Trattandosi di margini di redditività le dinamiche sono maggiormente accentuate e il risultato della congiuntura non favorevole ha condotto ad una riduzione per tutti i settori ad eccezione dell'impiantistica, in cui il reddito operativo è cresciuto del 6,7%. Tutti gli altri settori hanno evidenziato riduzioni di reddito operativo e cash flow totale. Per il primo, le riduzioni vanno dal -13,5% del settore delle costruzioni al -25,8% della distribuzione (in linea con quanto accaduto nel comparto della produzione). Le dinamiche del cash flow non si discostano sensibilmente da questi valori. A livello di filiera, dunque, la dinamica dei margini è stata decisamente negativa.

SETTORE	CASH FLOW 2008 (MLN DI €)	VARIAZIONE % RISPETTO AL 2007	REDDITO OPERATIVO 2008 (MLN DI €)	VAR. % REDDITO OPERATIVO
Costruzioni	1.219	-15,2%	1.532	-13,5%
Distribuzione	620	-20,0%	662	-25,8%
Impiantistica	928	7,6%	638	6,7%
Produzione	4.931	-12,6%	4.060	-25,3%
Totale	7.697	-11,7%	6.831	-20,7%



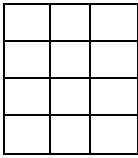
TAV. 1 REDDITIVITÀ DELLE VENDITE (ROV) PER SETTORE (2008)



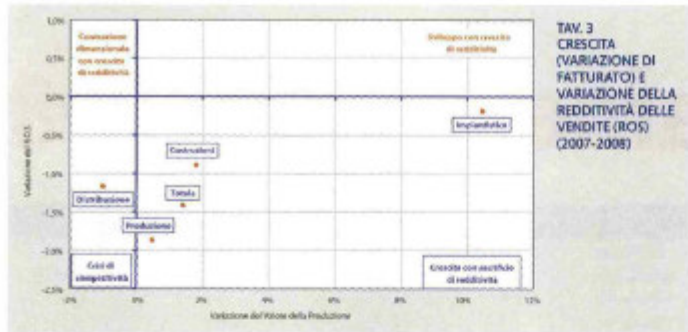
TAV. 2 REDDITIVITÀ DEI MEZZI PROPRI (ROE) PER SETTORE (2008)

Se la tavola precedente fornisce indicazioni circa la redditività assoluta delle imprese campione, un elemento anche più importante è la capacità delle imprese di remunerare il capitale investito e dunque dal rendimento dell'attività industriale e dal rendimento del capitale azionario investito nelle aziende (tav. 1 e 2). Sono esaminati 2 tra i più significativi indicatori: la redditività delle vendite (ROV) che segnala il margine complessivo generato dal fatturato e la redditività dei mezzi propri (ROE) che rappresenta una misura finale del rendimento del patrimonio degli azionisti. Seguendo la generale dinamica della congiuntura, nel 2008 la redditività operativa (ROV) delle imprese del campione è risultata in flessione. Il settore della

produzione di materiali per l'edilizia (5,4%), quello delle costruzioni (5%) e l'impiantistica (5,2%) hanno fatto registrare tassi di redditività delle vendite omogenei, ma caratterizzati da un generale calo che ha colpito in maniera più severa i produttori di materiali e attrezzature (-1,9%) rispetto al 2007. Il comparto della distribuzione ha mostrato un valore inferiore, pari al 3,5% con una riduzione del 1,2%. Quest'ultimo comparto presenta peraltro un minore fabbisogno struttura di capitale che giustifica una redditività delle vendite più ridotta. Una maggiore differenziazione si verifica per i livelli comparati di redditività sui mezzi propri (ROE), che misurano il rendimento del capitale per gli azionisti. Il settore



Il Nuovo Cantiere
Novembre 2009
Pagine 97-99



TAV. 4 - COMPOSIZIONE DELLA CLASSIFICA PER SETTORE E CLASSE DIMENSIONALE (2008)

	PICCOLA	MEDIA	GRANDE	TOTALE	COMPOSIZIONE % SUL NUMERO
Costruzioni	471	211	105	788	26,3%
Distribuzione	570	139	67	776	25,9%
Impiantistica	10	10	15	35	1,2%
Produzione	608	490	391	1.399	46,7%
Totale	1.719	760	519	2.998	100,0%
Percentuale	57%	25%	17%	100%	

TAV. 5 - TASSI DI CRESITA DEL FATTURATO PER SETTORE E CLASSE DIMENSIONALE (2008)

	PICCOLA	MEDIA	GRANDE	TOTALE
Costruzioni	-15,8%	1,3%	22,9%	9,7%
Distribuzione	-4,4%	-0,1%	1,0%	-0,7%
Impiantistica	-10,2%	9,5%	10,3%	10,0%
Produzione	-4,5%	0,3%	1,1%	0,4%
Totale	-8,0%	0,6%	5,6%	2,8%

TAV. 6 - TASSI DI CRESITA DEL V.D.P. PER SETTORE E CLASSE DIMENSIONALE (2008)

	PICCOLA	MEDIA	GRANDE	TOTALE
Costruzioni	-16,1%	3,0%	7,0%	1,8%
Distribuzione	-4,7%	-0,2%	0,7%	-1,0%
Impiantistica	1,1%	-3,6%	11,0%	10,5%
Produzione	-5,3%	-0,7%	1,5%	0,5%
Totale	-8,5%	0,3%	3,6%	1,4%

TAV. 7 - ROS MEDIO PER SETTORE E CLASSE DIMENSIONALE (2008)

	PICCOLA	MEDIA	GRANDE	TOTALE
Costruzioni	4,1%	5,7%	5,1%	5,0%
Distribuzione	3,8%	4,1%	3,0%	3,5%
Impiantistica	10,3%	-2,1%	5,4%	5,2%
Produzione	4,6%	5,7%	5,4%	5,4%
Totale	4,2%	5,3%	5,1%	5,1%

TAV. 8 - ROE MEDIO PER SETTORE E CLASSE DIMENSIONALE (2008)

	PICCOLA	MEDIA	GRANDE	TOTALE
Costruzioni	14,1%	5,7%	12,7%	11,6%
Distribuzione	3,0%	10,8%	12,0%	5,2%
Impiantistica	21,9%	10,6%	18,9%	17,6%
Produzione	8,3%	13,7%	13,0%	11,0%
Totale	8,2%	10,9%	13,0%	9,7%

* Minuscole 17 imprese del campione con un Ros maggiore del 100% o minore del -100%.

TAV. 9 - CASH FLOW SU FATTURATO MEDIO PER SETTORE E CLASSE DIMENSIONALE (2008)

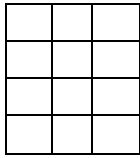
	PICCOLA	MEDIA	GRANDE	TOTALE
Costruzioni	1,7%	4,6%	5,2%	4,5%
Distribuzione	3,1%	3,4%	4,1%	3,7%
Impiantistica	8,9%	5,5%	10,4%	10,3%
Produzione	5,3%	5,9%	7,2%	6,8%
Totale	3,6%	5,1%	6,8%	6,1%

dell'impiantistica raggiunge un livello medio estremamente elevato (20%, parzialmente dovuto ad alcuni casi particolari) mentre gli altri comparti risultano maggiormente allineati: settore delle costruzioni (7,3%), distribuzione (4,4%), produzione (6,8%). La tav. 3 fornisce una lettura complessiva di crescita e redditività per ogni comparto, confermando il peggioramento della congiuntura. A parte l'impiantistica, infatti, tutti e tre i comparti denunciano una riduzione evidente della redditività sulle vendite. Oltretutto, questo sacrificio di margini è avvenuto a condizioni di fatturato essenzialmente stabili, con un segno negativo rappresentato dalla distribuzione. Il grafico indica che i 3 settori sono stati costretti a sacrifici di margini di redditività per limitare gli effetti del calo di mercato. In generale, dunque, una congiuntura che, associando stabilità nei livelli di produzione a margini di profitto calanti, ha caratterizzato in misura più intensa il 2009.

I dati delle imprese campione sono stati ripartiti su 3 classi dimensionali: piccola (v.d.p. < 20 mln di euro), media (v.d.p. 20/50 mln di euro) e grande (v.d.p. > 50 mln di euro)¹. Oltre la metà delle imprese ricade nella dimensione piccola (57%); le rimanenti aziende si distribuiscono tra media (25%) e grande (17%). La scomposizione in classi dimensionali consente una lettura contemporanea delle variabili di dimensione e redditività per ogni comparto. Inoltre, le indicazioni forniscono un quadro chiaro delle tendenze: emerge che le imprese di dimensioni minori hanno sopportato il peso dell'inversione della congiuntura in misura maggiore, in tutti i comparti analizzati. I risultati non consentono generalizzazioni sul ruolo della dimensione, dal momento che le imprese operano spesso in segmenti di mercato diversi anche all'interno dei settori, ma non lasciano dubbi: le imprese maggiori hanno saputo sopportare la crisi in modo più brillante.

Accanto all'analisi di crescita, la ripartizione dimensionale permette di esaminare la dinamica della redditività aziendale, che rappresenta il secondo, fondamentale, driver per valutare il successo delle imprese e la creazione di valore per gli azionisti. Sono stati selezionati 3 indicatori particolarmente rilevanti: il Ros, indicativo dei margini di redditività sul fatturato, il Roe, rappresentativo della remunerazione dell'investimento in capitale azionario e il cash flow sul fatturato, che misura la capacità dell'impresa di trasformare in flussi monetari il risultato della propria gestione industriale. Anche in questo caso la lettura incrociata tra comparto e dimensione fornisce spunti interessanti. Dal punto di vista della

¹ Questa ripartizione dimensionale non si applica ad altri contesti dell'economia italiana. Trattandosi tuttavia di una selezione delle maggiori imprese nella filiera delle costruzioni, utilizzare classi dimensionali più ridotte avrebbe comportato una numerosità troppo ridotta nella classe più piccola. La lettura condotta qui va dunque intesa per classi dimensionali all'interno delle maggiori imprese italiane della filiera.



Il Nuovo Cantiere
Novembre 2009
Pagine 97-99

TAV. 10 – I «CAMPIONI» DI CRESCITA (VARIAZIONE NEL V.D.P.)

SETTORE	COMPARTO	IMPRESA	VALORE DELLA PRODUZIONE 2008 (000 DI EURO)	VAR. % 2008/2007
Costruzioni	Impresa di costruzione	IMPRESA ANEMONE COSTRUZIONI	37.798	243,6%
Produzione	Involucri	METALSIGMA TUNESI	46.170	181,8%
Produzione	Cemento e calcestruzzo	INTERCOM	45.952	148,0%
Costruzioni	Progettazione	BONIFICA	30.297	137,8%
Costruzioni	Impresa di costruzione	I.C.O.C.	41.879	137,5%
Produzione	Acciaio e litorino	TUXOR	123.209	131,0%
Produzione	Prefabbricati e strutture	SHELBOX	96.127	121,2%
Produzione	Materiale edile	ALGA	38.235	116,6%
Costruzioni	Impresa di costruzione	INC GENERAL CONTRACTOR	58.528	113,3%
Produzione	Macchine da cantiere	JLG INDUSTRIES (ITALIA)	50.238	104,3%
Produzione	Involucri	GIULIANI SOCIETA' COOPERATIVA	60.761	90,0%
Produzione	Cemento e calcestruzzo	VIBROCEMENTO I.L.C.A.	29.255	88,3%
Produzione	Materiale edile	EUROCORD	71.255	87,7%
Produzione	Impianti	HELIOS TECHNOLOGY	102.489	85,7%
Costruzioni	Impresa di costruzione	GE.COS. GENERALE COSTRUZIONI	27.760	83,8%
Costruzioni	Impresa di costruzione	AMBROSIA UNO	37.968	83,2%
Costruzioni	Impresa di costruzione	SOCIETA' DELL'ACQUA PIA ANTICA MARCIA	81.120	82,2%
Produzione	Macchine da cantiere	FARESIN INDUSTRIES	41.902	78,4%
Impiantistica		GIANNI BENVENUTO	50.919	77,3%
Costruzioni	Impresa di costruzione	CIPA	39.188	76,2%

Elaborata 1 impresa con un tasso di crescita determinato da operazioni societarie straordinarie

TAV. 11 – I «CAMPIONI» DI REDDITIVITÀ (ROS)

SETTORE	COMPARTO	IMPRESA	ROS 2008
Produzione	Serramenti	NICE	30,4%
Costruzioni	Impresa di costruzione	AMBROSIA UNO	27,8%
Distribuzione	elettrico	ALBAN GIACOMO	26,2%
Costruzioni	Impresa di costruzione	EDIVIT	25,9%
Produzione	Impianti	COSTRUZIONI ELETTRICHE INDUSTRIALI AUTOMATISMI C.E.I.A.	25,8%
Costruzioni	Progettazione	TECHNOMARE-SOCIETA' PER LO SVILUPPO DELLE TECNOLOGIE MARINE	23,9%
Produzione	Serramenti	ECLISSE	23,1%
Costruzioni	Progettazione	SPEA-INGEGNERIA EUROPEA	22,6%
Costruzioni	Progettazione	COSTACURTA VICO	22,6%
Produzione	Illuminotecnica	AEC - ILLUMINAZIONE	22,3%
Produzione	Impianti	MICROELETTRICA SCIENTIFICA	22,3%
Produzione	Piastrelle/pavimentazione	CERAMICHE REFIN	22,3%
Produzione	Impianti	INTERPUMP HYDRAULICS	22,0%
Produzione	Impianti	VERBANO TRASFORMATORI	21,8%
Produzione	Impianti	BENTEL SECURITY	21,5%
Produzione	Cemento e calcestruzzo	INDUSTRIA CEMENTI GIOVANNI ROSSI	21,5%
Costruzioni	Impresa di costruzione	VALDADIGE COSTRUZIONI	21,1%
Produzione	Impianti	ZUCCHINI	20,8%
Produzione	Adesivi e sigillanti	KERAKOLL	20,6%
Produzione	Illuminotecnica	VIABIZZUNO	19,8%

TAV. 12 – I «CAMPIONI» DELLA GENERAZIONE DI CASSA (CASH FLOW SU FATTURATO)

SETTORE	COMPARTO	IMPRESA	CASH FLOW/ FATTURATO 2008
Impiantistica	General Contractor	FSIA ITALIMPIANTI	378,8%
Costruzioni	Progettazione	BONIFICA	117,6%
Produzione	Impianti	KERSELF	64,4%
Produzione	Impianti	OTIS	58,5%
Costruzioni	Impresa di costruzione	IMPRESA DI COSTRUZIONI ING. RAFFAELLO PELLEGRINI	53,1%
Costruzioni	Impresa di costruzione	LA CASTELNUOVESE SOCIETA' COOPERATIVA	51,6%
Costruzioni	Impresa di costruzione	GRUPPO BONIFACI	48,4%
Produzione	Attrezzature	PERI	44,1%
Impiantistica	General Contractor	TECNIMONT	40,5%
Costruzioni	Progettazione	DECO	39,3%
Produzione	Cemento e calcestruzzo	BUZZI UNICEM	39,1%
Produzione	Impianti	ZUCCHINI	37,8%
Costruzioni	Impresa di costruzione	FUTURA COSTRUZIONI	33,3%
Costruzioni	Impresa di costruzione	COSTRUZIONI FALCONE GEOM. LUIGI	31,3%
Costruzioni	Impresa di costruzione	VALDADIGE COSTRUZIONI	29,7%
Costruzioni	Impresa di costruzione	IMPRESA COSTRUZIONI GEOM. LEONE COLLINI	27,2%
Produzione	Cemento e calcestruzzo	INDUSTRIA CEMENTI GIOVANNI ROSSI	27,1%
Produzione	Attrezzature	DOKA ITALIA	26,6%
Distribuzione		ALPI	26,5%
Produzione	Impianti	COSTRUZIONI ELETTRICHE INDUSTRIALI AUTOMATISMI C.E.I.A.	25,7%

redditività sui margini, la dimensione aziendale è diventata nel 2008 l'elemento discriminante. Come per la crescita, le imprese maggiori hanno saputo rendere l'impatto della congiuntura meno negativo di quanto sia accaduto alle imprese minori. Il livello del Ros dell'aggregato delle imprese minori è infatti risultato pari al 4,2%, mentre imprese medie e maggiori hanno ottenuto un valore intorno al 5,2%. Questa considerazione si estende al Roe in misura addirittura maggiore. Le differenze tra le diverse classi dimensionali si fanno infatti più forti sempre a vantaggio delle imprese maggiori, che sembrano avere strumenti migliori per ottimizzare la struttura finanziaria e i suoi rendimenti, soprattutto nel comparto della produzione, mentre nel settore delle costruzioni la performance delle imprese minori è relativamente migliore. Per quanto riguarda il cash flow sul fatturato, infine, indicatore influenzato da elementi come l'intensità di capitale e le politiche di ammortamento, le conclusioni sono in linea con quanto registrato rispetto al Roe e anzi la differenziazione tra grandi e piccole imprese è ancora più netta, con le medie imprese in posizione intermedia, in tutti i settori. In generale, poi, se nella distribuzione le piccole imprese mostrano uno svantaggio ridotto, nelle costruzioni il vantaggio della grande dimensione risulta più evidente.

L'ultima parte del rapporto segnala le imprese che si sono distinte in modo particolare secondo i parametri del successo aziendale. È bene precisare che, almeno con riferimento alla crescita, una parte della performance può essere ottenuta con operazioni straordinarie, per cui abbiamo eliminato dalla classifica alcune imprese la cui dinamica sembrava legata a eventi eccezionali. Anche in un anno come il 2008, dunque, alcune aziende si sono segnalate come «campioni» della filiera. In particolare, sono state stilate 3 classifiche con le 20 imprese dalle migliori performance in termini di:

- crescita v.d.p.
 - redditività delle vendite (Ros)
 - produzione di cash flow² rispetto al fatturato
- Non ci sono elementi di particolare complessità nell'interpretazione dei dati, se non una certa prudenza nel valutare la classifica della crescita, per tenere conto del fatto che in alcuni casi può essere «esternea» (frutto di cambiamenti di struttura societaria, incorporazioni e fusioni) e non «organica» (legata solo all'attività produttiva). Dal punto di vista della composizione per settore delle classifiche, il comparto delle imprese di costruzione ha perso, rispetto all'anno scorso, parecchi leader, a conferma del fatto che il rallentamento della congiuntura ha avuto un impatto molto severo sulle imprese edili, soprattutto di dimensioni ridotte.

² Il cash flow calcolato qui non è un reale indicatore di produzione di flussi monetari secondo la letteratura finanziaria, ma indica un valore approssimato della generazione di flussi di cassa attraverso la gestione caratteristica dell'impresa.