

# **Le strutture e le dinamiche reddituali delle imprese milanesi nel triennio 2008-2010**

**Milano, aprile 2012**

*A cura di:*  
**Giuseppe Airoidi**  
**Valeria Negri**  
**Fabio Quarato**





<b>EXECUTIVE SUMMARY</b>	<b>4</b>
<b>INTRODUZIONE</b>	<b>6</b>
<b>1 IL PROFILO STRUTTURALE</b>	<b>13</b>
1.a) Le imprese sistematicamente in utile o in perdita	13
1.b) La struttura di base del “Conto Economico”	14
1.c) L’analisi costi – volumi – risultati	16
1.d) Alcuni dati sui dipendenti e sul costo del lavoro	19
<b>2 LA DINAMICA REDDITUALE</b>	<b>23</b>
2.a) La dinamica del fatturato – reddito operativo – reddito netto	23
2.b) La dinamica del fatturato	29
2.c) La produttività	31
2.d) La dinamica della redditività nel periodo 2008-2010: il ROA e il ROE	33
<b>3 LA STRUTTURA PATRIMONIALE FINANZIARIA</b>	<b>36</b>
3.a) Il patrimonio netto	36
3.b) Il costo medio dell’indebitamento complessivo (finanziario e non)	37
3.c) Il rapporto di indebitamento	39
<b>4 LO SCORING FINANZIARIO DELLE 2.980 IMPRESE</b>	<b>42</b>
<b>5 QUALCHE CONSIDERAZIONE CONCLUSIVA</b>	<b>45</b>
<b>Appendice 1. Nota metodologica sugli insiemi di imprese analizzate in dettaglio</b>	<b>48</b>
<b>Appendice 2. Nota metodologica sul metodo di calcolo dello scoring finanziario</b>	<b>50</b>

## Executive Summary

*Le vicende economiche internazionali e nazionali che abbiamo vissuto a partire dal 2000 (dalla dotcom bubble alla crisi dei subprime, sino al rischio di default dei Paesi dell'eurozona), nonché gli scenari ipotizzabili per il prossimo futuro, ci impongono di riflettere sulle problematiche di governo delle imprese che si trovano o si potrebbero trovare in difficoltà reddituali, patrimoniali o di solvibilità. Tradizionalmente gli studi di economia e di management si svolgono alla ricerca delle condizioni di prosperità e di sviluppo delle imprese e dei loro aggregati; così, si cerca di individuare i casi di successo e li si analizza per trarne idee e insegnamenti utili per la generalità delle imprese. Oggi è importante cercare di capire anche se e dove si manifestano sistematiche aree di sofferenza o di fragilità delle imprese e imparare dallo studio di queste situazioni di crisi e di difficoltà.*

*A livello macro stiamo imparando che si possono manifestare improvvisamente shock economici di grande intensità che quasi istantaneamente si propagano su scala planetaria. Shock economici che si ripetono anche a distanza ravvicinata, che in parte possono riassorbirsi abbastanza rapidamente, ma che in ogni caso lasciano lunghe e profonde tracce di distruzione economica; per certi versi ancora più preoccupante, shock che rimangono in larga misura inspiegati. A livello aziendale ci si domanda che fare: iniettare risorse per rafforzare la solidità, oppure vendere tutto e lasciare il campo? proseguire nella esternalizzazione per rendere ancora più flessibile la struttura, oppure integrarsi a monte e a valle per ridurre la dipendenza dai fornitori e dai clienti? chiedere allo Stato di origine qualche forma di protezione e di incentivo, oppure delocalizzare e trasferirsi in paradisi fiscali? formare aggregazioni ed alleanze per mitigare la concorrenza, oppure investire per battere la concorrenza? trascurare i business tradizionali e diversificare in business esotici, oppure focalizzarsi e fare sempre meglio ciò che si sa già fare benissimo? nei prossimi anni dovremo predisporre più versioni del budget del tipo "realistico", "pessimistico" e "catastrofico"?*

*Per fornire qualche primo contributo di conoscenza e di indirizzo abbiamo condotto una ricerca sulle strutture e sulle dinamiche reddituali dell'universo delle 2.980 imprese manifatturiere dell'area milanese con almeno 10 dipendenti e coprendo l'arco temporale 2008-2010. Le circa 3.000 aziende indagate sono una buona base di studio poiché costituiscono un insieme chiaro e compatto e, contemporaneamente, al proprio interno presenta significativi spaccati per settore merceologico, per dimensione, per proprietà (italiana o di multinazionale estera) e per grado di internazionalizzazione. Inoltre, ove possibile, tutti i dati elaborati sono stati confrontati con i risultati di analisi di bilancio analoghe condotte da Mediobanca e Prometeia.*

*Il periodo 2008-2010, dal punto di vista della ricerca, fornisce una situazione "da laboratorio" poiché in un arco temporale breve sono contenute una profonda crisi e una sostanziale ripresa che hanno coinvolto contemporaneamente tutte le imprese di tutto il mondo; diventa così possibile verificare se e come differenti tipi di imprese hanno risposto in modo differente ad uno stesso pacchetto di stimoli.*

*Ci siamo posti cinque insiemi di domande. (1) Quante delle 2.980 imprese analizzate sono sistematicamente in perdita nel periodo 2008-2010? Le aziende sistematicamente in perdita sono concentrate in particolari classi per dimensione, proprietà, settore, grado di internazionalizzazione? (2) Come si presenta la struttura del "conto economico" dell'insieme delle 2.980 imprese? Prevalgono i costi fissi o i costi variabili? Qual è, di conseguenza, la capacità di risposta alla eventuali forti contrazioni ed espansioni di fatturato? (3) Qual è la situazione in termini di grado di saturazione della capacità produttiva? Quanto sono vicine o lontane le imprese dal punto di pareggio (break-even)? Quante sono sotto break-even? Quante appena sopra e quante in zona di sicurezza? (4) Che cosa è successo alle nostre imprese nel periodo 2008-2010? Come sono variati il fatturato, il reddito operativo e il reddito netto? Nel triennio, le imprese hanno modificato le loro strutture dei costi? (5) Sulla base degli indicatori reddituali e patrimoniali standard, quale sarebbe il rating delle nostre aziende? Quante risultano assolutamente solide e quante si devono considerare insolventi?*

*La quota di imprese che nei tre anni fa registrare sempre una perdita è notevole superando il 10%; le dimensioni, la proprietà e il grado di internazionalizzazione non fanno grandi differenze, che invece emergono dalle analisi per settore; in un paio di settori si arriva al 20% circa. Complessivamente il periodo*

2008-2010 è un periodo difficile, e i dati disegnano un quadro non positivo. Si noti che qui si trascurano i casi delle imprese che nel triennio sono uscite di scena per difficoltà economiche.

Le 2.980 imprese manifatturiere milanesi presentano un conto economico complessivo nettamente dominato dai costi variabili (80%) rispetto ai costi fissi (20%); sono percentuali da interpretare, ma ci dicono in modo molto chiaro che le nostre imprese hanno esternalizzato fortemente molte attività sia di fabbricazione sia di altro tipo (servizi, logistica, informatica, ecc.). La struttura dei costi è dunque molto flessibile; ciò comporta vantaggi nei periodi di congiuntura sfavorevole poiché si contengono le perdite, ma nei periodi di crescita sono gli utili ad essere contenuti impedendo così l'accumulo di risorse necessarie per lo sviluppo.

Le dinamiche dei ricavi, dei costi e dei risultati reddituali nel triennio 2008-2010 appaiono particolarmente interessanti. Nel loro insieme le 2.980 imprese passando dal 2008 al 2009 hanno perso il 17,4% del fatturato, ma passando dal 2009 al 2010 hanno registrato una crescita del 13,6%. Il fatturato del 2010 fa registrare un importante recupero, ma rimane del 6% inferiore a quello del 2008. Nonostante ciò il reddito netto complessivo del 2010 (2.507 milioni) è nettamente più elevato rispetto a quello del 2008 (1.822 milioni). Evidentemente le imprese non hanno subito passivamente la crisi. I dati ci dicono che sono stati ridotti sia i costi fissi sia i costi unitari variabili; inoltre, le imprese hanno beneficiato di gestioni finanziarie e straordinarie positive e il risultato finale è, nel 2010 rispetto al 2008, un utile netto più elevato nonostante il fatturato più basso. Sembra abbastanza chiaro che, sempre in generale, le imprese manifatturiere milanesi sono riemerse dalla crisi con una struttura di costi più efficiente rispetto a quella preesistente. Queste dinamiche generali mostrano varianti importanti quando si confrontano le varie classi di imprese; sono particolarmente evidenti le differenze tra settori merceologici.

L'analisi dei dati relativi al punto di equilibrio (break-even point) conferma quanto richiamato nei punti precedenti. In generale, l'insieme delle imprese si trova poco sopra il punto di equilibrio; fatto 100 il fatturato di punto di equilibrio (il fatturato necessario per ottenere un reddito pari a zero prima degli oneri finanziari e delle tasse), il fatturato effettivo è mediamente pari a 125. L'analisi per settori merceologici ci mostra una distribuzione ampia, che va (nel 2010) da 158 (58% sopra il break-even) a 85 (15% sotto il break-even).

Per ciascuna delle 2.980 imprese è stato calcolato lo "scoring finanziario" (ossia il merito creditizio di medio-lungo periodo) utilizzando gli indicatori usuali relativi a: gli indici di capitalizzazione, di indebitamento e di liquidità; i tassi di variazione del fatturato e della redditività; l'indice di investimento in R&S. Complessivamente il merito di credito non risulta particolarmente elevato; circa il 38% delle imprese ottiene uno scoring alto o molto alto e il rimanente 62% si distribuisce nelle classi di scoring medio, basso e molto basso.

In estrema sintesi, i dati ci dicono che nel periodo considerato (un periodo speciale, ma caratterizzato da dinamiche che potrebbero ripetersi): (a) la redditività media è piuttosto bassa, con un significativo numero di imprese costantemente in perdita; (b) anche il merito creditizio è mediamente piuttosto basso; (c) le imprese hanno strutture di costo molto flessibili. Le strutture di costo molto flessibili, come già osservato, proteggono da perdite particolarmente forti, ma limitano la capacità di reddito nei periodi di congiuntura favorevole.

Tutte le analisi di cui sopra sono state condotte sia a livello aggregato delle 2.980 imprese, sia distinguendo le stesse per settore merceologico, per classi dimensionali, per proprietà e per grado di internazionalità. Da queste analisi comparate per sottoinsiemi emerge una considerazione importante che si può sintetizzare nel modo seguente: (i) le comparazioni per dimensione, per proprietà e per grado di internazionalizzazione mostrano differenze significative ma non profonde; (ii) le differenze sostanziali emergono dalle comparazioni per settori merceologici; (iii) così stando le cose, ne consegue che i capi impresa dovrebbero concentrare la loro attenzione proprio sul loro posizionamento nell'arena competitiva compiendo drastiche mosse che tolgano l'impresa dai segmenti della filiera che sembrano condannare a redditività insoddisfacenti per riposizionarsi in altri segmenti della filiera; (iv) a prescindere dai settori, che sono interessati da differenze strutturali anche nella redditività, sembra emergere che a fare la differenza sia in realtà la gestione aziendale dei singoli imprenditori.

## Introduzione

Oggetto del presente rapporto è l'analisi delle performance recenti e della struttura finanziaria delle imprese manifatturiere dell'area milanese desumibili dalla lettura dei bilanci. Si è pertanto approfondito l'andamento a cavallo della crisi, ossia tra il 2008 e il 2010, di un insieme chiuso di 2.980 imprese manifatturiere attive al 1 settembre 2011<sup>1</sup> con almeno 10 dipendenti, per le quali si dispone di tutti e tre i bilanci riferiti al periodo considerato e che hanno sede nelle province di Milano, Lodi e Monza-Brianza.

L'analisi ha integrato due diversi punti di vista. In primo luogo si sono analizzati i risultati aggregati (attraverso il calcolo di bilanci somma<sup>2</sup>) per evidenziare il profilo, la dinamica reddituale e la struttura patrimoniale-finanziaria nel periodo 2008-2010 nel complesso delle 2.980 imprese manifatturiere. Il raffronto di questi primi risultati con le analoghe analisi disponibili condotte da Mediobanca e Prometeia sembra avallare le strutture e i profili indagati.

Le evidenze osservate attraverso lo studio dei bilanci somma sono state affiancate e completate da un approfondimento a livello micro, condotto calcolando per ogni singola impresa delle 2.980 considerate lo scoring finanziario (ossia il merito creditizio di medio-lungo periodo) con riferimento al 2010. Lo scoring è stato elaborato da ACF S.p.A.<sup>3</sup>, società di consulenza specializzata nella pianificazione economico-finanziaria, controllata da Confidi Province Lombarde per il quale svolge analisi valutative della classe di rischio delle imprese da esso garantite.

All'interno del totale delle 2980 imprese, lo studio ha indagato specifici spaccati di insiemi di imprese, costruiti sulla base della dimensione, della tipologia e del grado di internazionalizzazione, del settore merceologico di attività.

I sottoinsiemi di imprese considerati sono:

- le grandi imprese<sup>4</sup> (111 imprese);
- le medie imprese (714 imprese);
- le piccole imprese (2.155 imprese);
  
- le imprese internazionalizzate (363 imprese);
- le medie e grandi imprese internazionalizzate (141 imprese);
- le piccole imprese internazionalizzate (222 imprese);
  
- le multinazionali a proprietà estera (281 imprese);
- le multinazionali a proprietà italiana (198 imprese).

I settori merceologici di attività considerati sono:

- alimentare (129 imprese);
- sistema moda (210 imprese);
- legno-carta (224 imprese);
- chimica (251 imprese);
- farmaceutica (78 imprese);
- gomma-plastica (259 imprese);
- prodotti in metallo (609 imprese);
- elettronica (202 imprese);
- apparecchi elettrici (219 imprese);

---

<sup>1</sup> Per i dettagli su come sono stati individuati gli insiemi di imprese considerate si rimanda alla nota metodologica a pag. 42.

<sup>2</sup> Questo significa che, ad esempio, il ROE di un determinato insieme di imprese è calcolato come rapporto tra la somma dei risultati netti delle singole imprese e la somma dei patrimoni netti (e non come media dei ROE delle singole imprese).

<sup>3</sup> In particolare, si ringraziano per la collaborazione Michele Poli e Diego Di Maggio di A.C.F. S.p.A.

<sup>4</sup> Grandi imprese: oltre 250 dipendenti; medie imprese: da 51 a 250 dipendenti; piccole imprese: da 10 a 50 dipendenti.

- meccanica (507 imprese);
- mezzi di trasporto (69 imprese);
- altro - incluso mobili (223 imprese).

**Figura 1 – Il bilancio somma delle 2.980 imprese (milioni di euro) – Conto Economico**

	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>
Ricavi delle vendite e prestazioni (fatturato)	71.687,3	64.003,7	76.349,5
<b>Valore della produzione</b>	<b>74.424,2</b>	<b>65.540,1</b>	<b>79.300,3</b>
<b>Totale costi variabili</b>	<b>56.141,1</b>	<b>48.454,1</b>	<b>60.274,2</b>
<i>di cui: per materie prime, suss., di consumo e merci</i>	42.272,9	34.459,4	45.474,6
<i>di cui: per servizi</i>	14.164,5	13.326,4	14.932,9
<i>di cui: variazioni delle rimanenze di materie prime,...</i>	-296,3	668,3	-133,3
<b>Totale costi fissi</b>	<b>14.610,0</b>	<b>14.379,9</b>	<b>15.136,9</b>
<i>di cui: per godimento di beni di terzi</i>	1.456,5	1.374,7	1.523,5
<i>di cui: per il personale</i>	9.697,4	9.285,8	9.660,7
<i>di cui: ammortamenti e svalutazioni</i>	2.408,4	2.652,6	2.891,7
<i>di cui: accantonamenti per rischi</i>	264,1	278,4	224,1
<i>di cui: altri accantonamenti</i>	155,4	146,1	171,8
<i>di cui: oneri diversi di gestione</i>	628,2	642,4	665,2
<b>Totale costi della produzione</b>	<b>70.751,1</b>	<b>62.834,0</b>	<b>75.411,1</b>
<b>Reddito operativo</b>	<b>3.673,1</b>	<b>2.706,0</b>	<b>3.889,2</b>
Proventi e oneri finanziari	343,5	126,8	-120,9
<i>di cui: oneri finanziari</i>	679,8	803,5	1.322,6
Rettifiche valore attività finanziarie	-263,9	-237,5	-274,7
Saldo gestione straordinaria	282,3	-124,4	0,1
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>4.035,0</b>	<b>2.471,0</b>	<b>3.494,0</b>
Imposte	1.528,3	1.373,4	1.671,9
<b>Risultato netto d'esercizio</b>	<b>2.506,8</b>	<b>1.097,6</b>	<b>1.822,1</b>
<b>N. Dipendenti</b>	<b>189.559</b>	<b>189.446</b>	<b>191.745</b>

**Figura 2 – Il bilancio somma delle 2.980 imprese (milioni di euro) – Stato Patrimoniale Attivo**

	2010	2009	2008
Crediti verso soci	2,5	34,7	33,7
<b>Totale immobilizzazioni</b>	<b>25.652,3</b>	<b>24.866,8</b>	<b>25.121,1</b>
<b>Immobilizzazioni immateriali</b>	<b>4.224,0</b>	<b>4.476,2</b>	<b>4.796,6</b>
Immobilizzazioni materiali	13.330,2	12.890,1	12.938,3
Immobilizzazioni finanziarie	8.098,2	7.500,5	7.386,1
<b>Attivo circolante</b>	<b>45.111,8</b>	<b>42.225,7</b>	<b>43.841,8</b>
<b>Rimanenze</b>	<b>12.269,2</b>	<b>11.157,9</b>	<b>12.167,9</b>
<b>Crediti</b>	<b>28.908,3</b>	<b>27.088,8</b>	<b>27.876,8</b>
Crediti oltre l'esercizio	1.094,8	1.069,7	896,8
Crediti entro l'esercizio	27.794,1	26.006,1	26.979,1
Attività finanziarie che non costituiscono immob.	519,8	487,5	506,8
Disponibilità liquide	3.414,5	3.491,6	3.290,4
<b>Ratei e risconti</b>	<b>382,2</b>	<b>386,2</b>	<b>409,0</b>
<b>TOTALE IMPIEGHI</b>	<b>71.148,9</b>	<b>67.513,3</b>	<b>69.405,6</b>

**Figura 3 – Il bilancio somma delle 2.980 imprese (milioni di euro) – Stato Patrimoniale Passivo**

	2010	2009	2008
<b>Patrimonio netto</b>	<b>25.478,5</b>	<b>24.773,9</b>	<b>24.035,2</b>
Capitale sociale	7.408,7	7.456,2	7.561,3
Riserve	13.007,4	13.260,0	12.358,1
Utili portati a nuovo	2.555,7	2.960,1	2.295,8
Risultato d'esercizio	2.506,8	1.097,6	1.819,9
<b>Fondi per rischi ed oneri</b>	<b>2.241,0</b>	<b>2.300,8</b>	<b>1.965,6</b>
<b>Trattamento di fine rapporto</b>	<b>2.340,6</b>	<b>2.416,3</b>	<b>2.502,2</b>
<b>Debiti</b>	<b>40.521,0</b>	<b>37.466,2</b>	<b>40.322,3</b>
Debiti oltre l'esercizio	7.388,6	7.079,7	6.544,1
Debiti entro l'esercizio	33.132,4	30.386,4	33.778,2
<b>Ratei e risconti</b>	<b>567,8</b>	<b>556,4</b>	<b>580,4</b>
<b>TOTALE FONTI DI FINANZIAMENTO</b>	<b>71.148,9</b>	<b>67.513,3</b>	<b>69.405,6</b>

**Figura 4 – Il bilancio somma delle 1.474 imprese sempre in utile (milioni di euro) – Conto Economico**

	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>
Ricavi delle vendite e prestazioni (fatturato)	40.801,4	36.576,0	41.501,0
<b>Valore della produzione</b>	<b>42.240,9</b>	<b>37.733,9</b>	<b>43.202,7</b>
<b>Totale costi variabili</b>	<b>31.032,7</b>	<b>27.056,3</b>	<b>32.089,5</b>
<i>di cui: per materie prime, suss., di consumo e merci</i>	22.872,6	18.911,3	23.769,7
<i>di cui: per servizi</i>	8.340,9	7.835,2	8.398,8
<i>di cui: variazioni delle rimanenze di materie prime,...</i>	-180,8	309,9	-79,0
<b>Totale costi fissi</b>	<b>7.573,9</b>	<b>7.286,6</b>	<b>7.490,6</b>
<i>di cui: per godimento di beni di terzi</i>	853,0	765,8	888,2
<i>di cui: per il personale</i>	4.984,6	4.724,1	4.755,0
<i>di cui: ammortamenti e svalutazioni</i>	1.157,9	1.217,3	1.249,9
<i>di cui: accantonamenti per rischi</i>	117,2	123,9	99,5
<i>di cui: altri accantonamenti</i>	108,3	109,1	122,7
<i>di cui: oneri diversi di gestione</i>	352,9	346,5	375,3
<b>Totale costi della produzione</b>	<b>38.606,6</b>	<b>34.342,9</b>	<b>39.580,1</b>
<b>Reddito operativo</b>	<b>3.634,4</b>	<b>3.391,0</b>	<b>3.622,6</b>
Proventi e oneri finanziari	378,9	339,9	117,0
<i>di cui: oneri finanziari</i>	325,2	387,4	656,3
Rettifiche valore attività finanziarie	-72,7	-14,4	-23,8
Saldo gestione straordinaria	54,7	18,5	37,0
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>3.995,3</b>	<b>3.735,0</b>	<b>3.753,1</b>
Imposte	1.311,1	1.226,9	1.318,1
<b>Risultato netto d'esercizio</b>	<b>2.684,2</b>	<b>2.508,1</b>	<b>2.435,0</b>
<b>N. Dipendenti</b>	<b>94.247</b>	<b>92.334</b>	<b>90.910</b>

**Figura 5 – Il bilancio somma delle 1.474 imprese sempre in utile (milioni di euro) – Stato Patrimoniale Attivo**

	2010	2009	2008
Crediti verso soci	1,2	1,8	31,1
<b>Totale immobilizzazioni</b>	<b>15.257,3</b>	<b>14.019,1</b>	<b>13.356,7</b>
<b>Immobilizzazioni immateriali</b>	<b>2.069,9</b>	<b>2.145,3</b>	<b>2.207,8</b>
Immobilizzazioni materiali	6.940,8	6.214,4	6.205,2
Immobilizzazioni finanziarie	6.246,7	5.659,4	4.943,7
<b>Attivo circolante</b>	<b>26.564,2</b>	<b>24.512,5</b>	<b>24.549,4</b>
<b>Rimanenze</b>	<b>7.121,4</b>	<b>6.386,1</b>	<b>6.552,7</b>
<b>Crediti</b>	<b>16.546,9</b>	<b>15.219,1</b>	<b>15.351,8</b>
Crediti oltre l'esercizio	597,5	576,8	460,1
Crediti entro l'esercizio	15.935,3	14.638,2	14.890,9
Attività finanziarie che non costituiscono immob.	446,1	312,0	337,3
Disponibilità liquide	2.449,8	2.595,4	2.307,6
<b>Ratei e risconti</b>	<b>202,3</b>	<b>197,2</b>	<b>206,7</b>
<b>TOTALE IMPIEGHI</b>	<b>42.025,0</b>	<b>38.730,5</b>	<b>38.143,9</b>

**Figura 6 – Il bilancio somma delle 1.474 imprese sempre in utile (milioni di euro) – Stato Patrimoniale Passivo**

	2010	2009	2008
<b>Patrimonio netto</b>	<b>16.729,4</b>	<b>16.090,1</b>	<b>14.497,1</b>
Capitale sociale	3.490,0	3.435,7	3.371,7
Riserve	8.092,3	7.832,1	6.943,7
Utili portati a nuovo	2.462,9	2.314,2	1.748,8
Risultato d'esercizio	2.684,2	2.508,1	2.432,8
<b>Fondi per rischi ed oneri</b>	<b>1.075,0</b>	<b>1.041,2</b>	<b>881,7</b>
<b>Trattamento di fine rapporto</b>	<b>1.157,7</b>	<b>1.165,8</b>	<b>1.202,7</b>
<b>Debiti</b>	<b>22.739,9</b>	<b>20.126,6</b>	<b>21.268,8</b>
Debiti oltre l'esercizio	4.187,7	4.088,3	3.140,7
Debiti entro l'esercizio	18.552,2	16.038,3	18.128,0
<b>Ratei e risconti</b>	<b>323,0</b>	<b>306,8</b>	<b>293,6</b>
<b>TOTALE FONTI DI FINANZIAMENTO</b>	<b>42.025,0</b>	<b>38.730,5</b>	<b>38.143,9</b>

**Figura 7 – Il bilancio somma delle 315 imprese sempre in perdita (milioni di euro) – Conto Economico**

	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>
Ricavi delle vendite e prestazioni (fatturato)	6.391,9	5.948,6	7.647,8
<b>Valore della produzione</b>	<b>6.628,7</b>	<b>6.055,0</b>	<b>7.886,3</b>
<b>Totale costi variabili</b>	<b>5.121,6</b>	<b>4.665,7</b>	<b>6.213,8</b>
<i>di cui: per materie prime, suss., di consumo e merci</i>	3.809,0	3.309,8	4.652,5
<i>di cui: per servizi</i>	1.331,6	1.297,2	1.557,9
<i>di cui: variazioni delle rimanenze di materie prime,...</i>	-19,0	58,7	3,4
<b>Totale costi fissi</b>	<b>1.736,9</b>	<b>1.913,0</b>	<b>1.968,7</b>
<i>di cui: per godimento di beni di terzi</i>	134,5	145,6	144,4
<i>di cui: per il personale</i>	1.125,7	1.125,8	1.222,2
<i>di cui: ammortamenti e svalutazioni</i>	370,2	538,3	509,3
<i>di cui: accantonamenti per rischi</i>	30,8	31,6	21,6
<i>di cui: altri accantonamenti</i>	6,2	3,8	3,4
<i>di cui: oneri diversi di gestione</i>	69,5	67,9	67,7
<b>Totale costi della produzione</b>	<b>6.858,5</b>	<b>6.578,7</b>	<b>8.182,5</b>
<b>Reddito operativo</b>	<b>-229,7</b>	<b>-523,7</b>	<b>-296,3</b>
Proventi e oneri finanziari	-91,7	-124,9	-162,5
<i>di cui: oneri finanziari</i>	106,0	141,7	222,1
Rettifiche valore attività finanziarie	-11,5	-6,6	-64,3
Saldo gestione straordinaria	-19,5	-146,4	-27,4
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>-352,5</b>	<b>-801,6</b>	<b>-550,5</b>
Imposte	10,3	-8,7	6,0
<b>Risultato netto d'esercizio</b>	<b>-362,8</b>	<b>-792,9</b>	<b>-556,5</b>
<b>N. Dipendenti</b>	<b>23.179</b>	<b>23.878</b>	<b>25.227</b>

**Figura 8 – Il bilancio somma delle 315 imprese sempre in perdita (milioni di euro) – Stato Patrimoniale Attivo**

	2010	2009	2008
Crediti verso soci	0,3	32,2	1,4
<b>Totale immobilizzazioni</b>	<b>2.796,2</b>	<b>3.083,5</b>	<b>3.355,5</b>
<b>Immobilizzazioni immateriali</b>	<b>918,2</b>	<b>1.019,4</b>	<b>1.228,1</b>
Immobilizzazioni materiali	1.721,6	1.908,2	1.968,1
Immobilizzazioni finanziarie	156,4	155,9	159,3
<b>Attivo circolante</b>	<b>3.980,7</b>	<b>3.831,9</b>	<b>4.441,7</b>
<b>Rimanenze</b>	<b>1.102,7</b>	<b>1.098,2</b>	<b>1.299,4</b>
<b>Crediti</b>	<b>2.610,2</b>	<b>2.462,6</b>	<b>2.784,0</b>
Crediti oltre l'esercizio	231,1	146,0	123,0
Crediti entro l'esercizio	2.378,1	2.312,5	2.661,0
Attività finanziarie che non costituiscono immob.	29,7	56,7	63,0
Disponibilità liquide	238,2	214,3	295,3
<b>Ratei e risconti</b>	<b>37,3</b>	<b>44,0</b>	<b>50,4</b>
<b>TOTALE IMPIEGHI</b>	<b>6.814,5</b>	<b>6.991,6</b>	<b>7.849,0</b>

**Figura 9 – Il bilancio somma delle 315 imprese sempre in perdita (milioni di euro) – Stato Patrimoniale Passivo**

	2010	2009	2008
<b>Patrimonio netto</b>	<b>1.622,3</b>	<b>1.714,1</b>	<b>2.032,3</b>
Capitale sociale	996,4	1.097,9	1.073,3
Riserve	1.172,0	1.518,4	1.567,1
Utili portati a nuovo	-183,3	-109,3	-51,6
Risultato d'esercizio	-362,8	-792,9	-556,5
<b>Fondi per rischi ed oneri</b>	<b>259,2</b>	<b>373,1</b>	<b>235,4</b>
<b>Trattamento di fine rapporto</b>	<b>295,7</b>	<b>322,3</b>	<b>333,6</b>
<b>Debiti</b>	<b>4.570,5</b>	<b>4.481,8</b>	<b>5.132,9</b>
Debiti oltre l'esercizio	855,1	781,8	1.177,0
Debiti entro l'esercizio	3.715,5	3.700,0	3.955,9
<b>Ratei e risconti</b>	<b>66,7</b>	<b>100,3</b>	<b>114,9</b>
<b>TOTALE FONTI DI FINANZIAMENTO</b>	<b>6.814,5</b>	<b>6.991,6</b>	<b>7.849,0</b>

## 1 Il profilo strutturale

In questa prima sezione si intende rispondere alle seguenti domande:

- Quante delle 2.980 imprese manifatturiere attive nell'area milanese sono sistematicamente in perdita nel periodo 2008-2010? Le imprese sistematicamente in perdita sono concentrate in particolari classi per dimensione, proprietà, grado di internazionalizzazione, settore di appartenenza, ecc?
- Quanto sono vicine o lontane le imprese dal punto di break-even? Quante sono sotto il punto di break-even? Quante appena sopra e quante in zona di sicurezza? Nel triennio considerato le strutture dei costi sono cambiate?

### 1.a) Le imprese sistematicamente in utile o in perdita

A livello generale, tra le 2.980 imprese manifatturiere analizzate:

- il 49,5% ha chiuso in utile o in pareggio nei tre anni (1.474 imprese);
- il 40% ha registrato sia utili sia perdite nel triennio (1.191 imprese);
- il 10,5% ha mostrato perdite in tutti gli anni considerati (315 imprese).

Figura 10 - I risultati di bilancio nel periodo 2008-2010 nei sottoinsiemi di imprese



Questa distribuzione è piuttosto uniforme nei sottoinsiemi analizzati, ma si registra una significativa prevalenza delle aziende sempre in perdita tra le multinazionali estere e le imprese di grandi dimensioni, categoria quest'ultima che presenta contemporaneamente la percentuale più bassa di aziende con risultato netto costantemente positivo e la quota più elevata di aziende costantemente in perdita. Invece, quello delle internazionalizzate è il gruppo maggiormente polarizzato, al cui interno si trova la quota più elevata di imprese in utile o pareggio nel triennio, ma anche una quota di imprese sempre in perdita superiore alla media del complesso delle manifatturiere.

**Figura 11 - I risultati di bilancio nel periodo 2008-2010 nei settori**



La disaggregazione per settori evidenzia differenze notevoli:

- due settori (**alimentare** e **farmaceutico**) presentano 2/3 circa di imprese con bilanci sempre in utile;
- cinque settori vantano invece solo 2/5 di imprese sempre in utile (**sistema moda**, **legno e carta**, **gomma e plastica**, **metallo**, **mezzi di trasporto**);
- in due dei cinque casi precedenti (**sistema moda** e **mezzi di trasporto**) si nota una certa polarizzazione: la percentuale di aziende sempre in utile è relativamente bassa (circa 40% contro una media del 49%), mentre quella delle aziende sempre in perdita è relativamente alta (circa 20%, contro una media dell'11%).

### 1.b) La struttura di base del Conto Economico

I bilanci somma delle 2.980 imprese manifatturiere sono stati elaborati al fine di analizzare il grado di flessibilità della struttura dei costi. Limitandosi alla gestione operativa (trascurando dunque le gestioni finanziaria, straordinaria e tributaria), nel 2008 i principali dati (in miliardi di euro) del Conto Economico mostrano i seguenti valori:

Valore della produzione <sup>5</sup> (fatturato + Δ rimanenze di semilavorati e prodotti finiti)	79,3 mld €	<b>100%</b>
Costi fissi della gestione operativa <sup>6</sup>	15,1 mld €	<b>19,1%</b>
Costi variabili della gestione operativa <sup>7</sup>	60,3 mld €	<b>76,0%</b>
(di cui per acquisti di materie prime)	45,4 mld €	<b>57,2%</b>

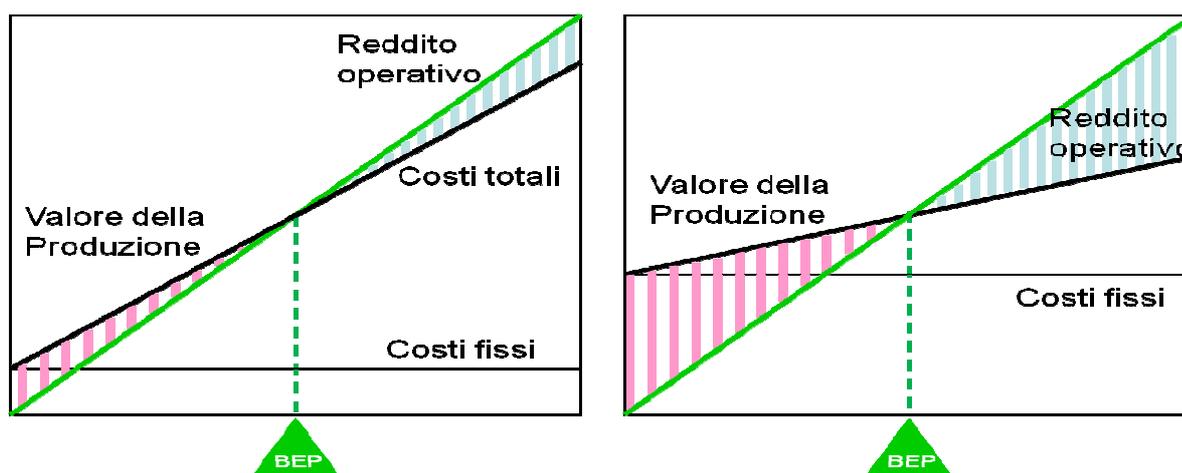
Due osservazioni:

- la struttura dei costi è molto flessibile: solo 1/5 dei costi è fisso, mentre 4/5 dei costi sono variabili;
- i costi variabili rappresentano il 76% del valore della produzione (VdP) e l'80% del totale dei costi: appaiono percentuali elevate, considerando che sono tutte imprese manifatturiere.

Tra i costi fissi, le due voci principali risultano i “costi per il personale” (nel 2008 pari al 12,1% del VdP) e gli “ammortamenti e svalutazioni” (3,6% VdP), mentre i costi variabili maggiori sono i “costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci” (in assoluto, la voce di costo più consistente, pari al 57,3% del VdP) e i “costi per servizi” (18,8% VdP).

Una struttura di costi molto flessibile riduce il rischio di gravi perdite nei periodi di congiuntura sfavorevole, ma allo stesso tempo può limitare però la redditività nei periodi di crescita (e, di conseguenza, l'accumulo di risorse per lo sviluppo).

**Figura 12 – Uno schema della struttura dei costi (flessibile vs rigida)**



In generale, gli ordini di grandezza calcolati per le 2.980 imprese manifatturiere milanesi considerate risultano sostanzialmente in linea con quanto emerge dai dati cumulativi elaborati da Mediobanca<sup>8</sup>, secondo la quale nel 2008 il costo del lavoro nell'industria ammonta all'8,9% del fatturato, gli ammortamenti al 3,2%, gli acquisti al 68,2%, i costi per servizi al 20,1%, (dati riferiti a 1.807 società industriali italiane).

Inoltre, mettendo in serie le elaborazioni dell'analisi annuale di Mediobanca, è interessante notare che negli ultimi 25 anni la quota del costo del lavoro sul fatturato si è notevolmente ridotta, passando dal

<sup>5</sup> Il valore della produzione è dato dalla somma dei ricavi delle vendite e delle prestazioni (fatturato) e delle variazioni di: i) rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti; ii) lavori in corso su ordinazione; iii) incrementi di immobilizzazioni per lavori interni; iv) altri ricavi e proventi di produzione.

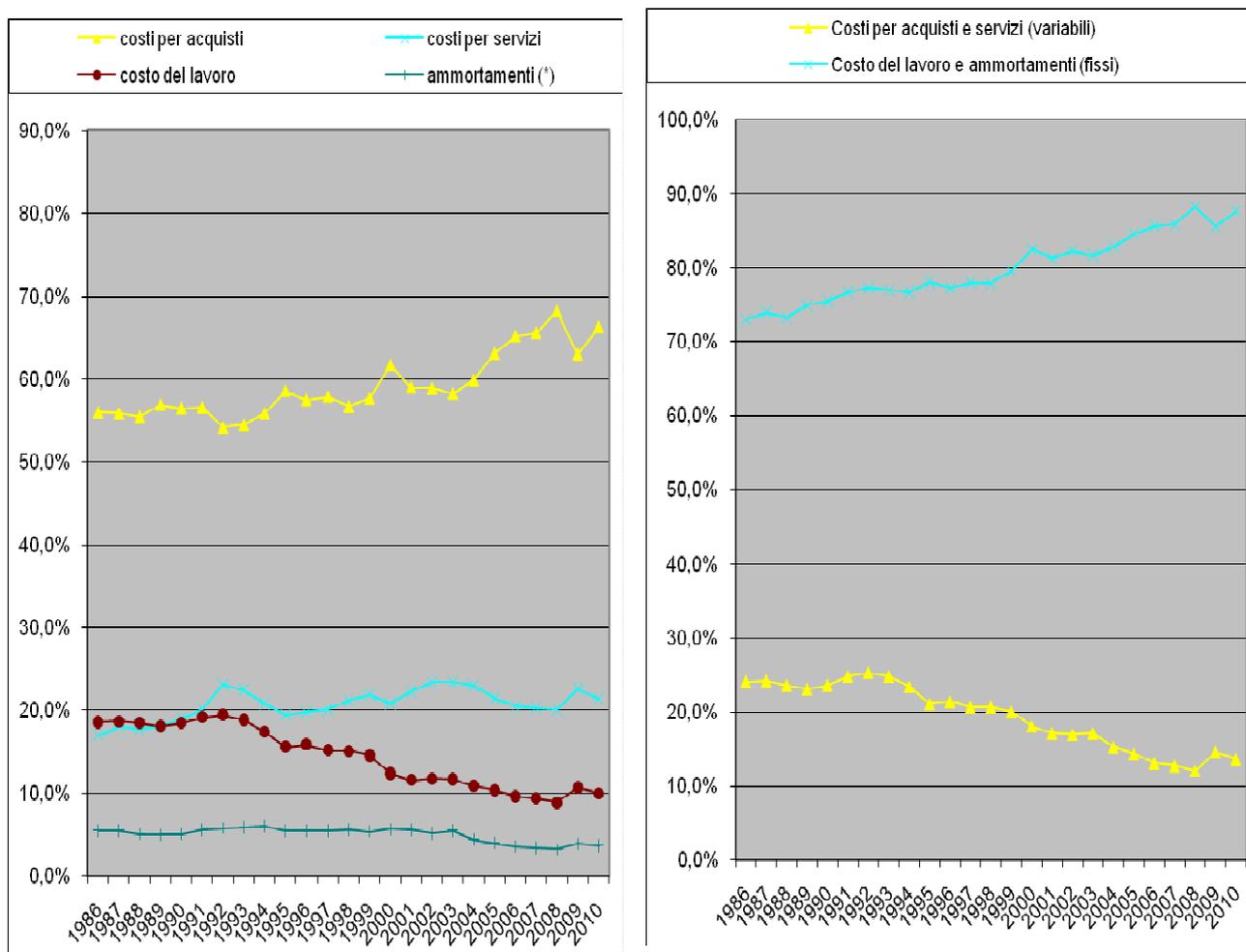
<sup>6</sup> Sono stati considerati fissi: “costi per il godimento beni di terzi”, “costi per il personale”, “ammortamenti e svalutazioni”, “accantonamenti per rischi”, “altri accantonamenti” e “oneri diversi di gestione”.

<sup>7</sup> Sono stati considerati variabili: “costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci”, “costi per servizi” e “variazione di rimanenze di materie prime e merci”. Benché tali costi siano stati considerati interamente come costi variabili, è plausibile che almeno una parte di essi possa essere considerato un costo fisso perché indipendente dai livelli di attività dell'impresa (ad esempio, tra gli acquisti per servizi, i servizi di sorveglianza, manutenzione, consulenze contabili e fiscali, compensi per amministratori e sindaci, ecc).

<sup>8</sup> Mediobanca (2011), *Dati cumulativi di 2030 società italiane*.

18,6% nel 1986 al 10,0% nel 2010. A fronte di ciò, hanno mostrato un costante e progressivo aumento i costi per acquisti (dal 56,0% nel 1986 al 66,3% nel 2010) e quelli per servizi (dal 17,0% nel 1986 al 21,4 nel 2010).

**Figura 13- 14 – Alcune evidenze su dati Mediobanca (1986-2010)**

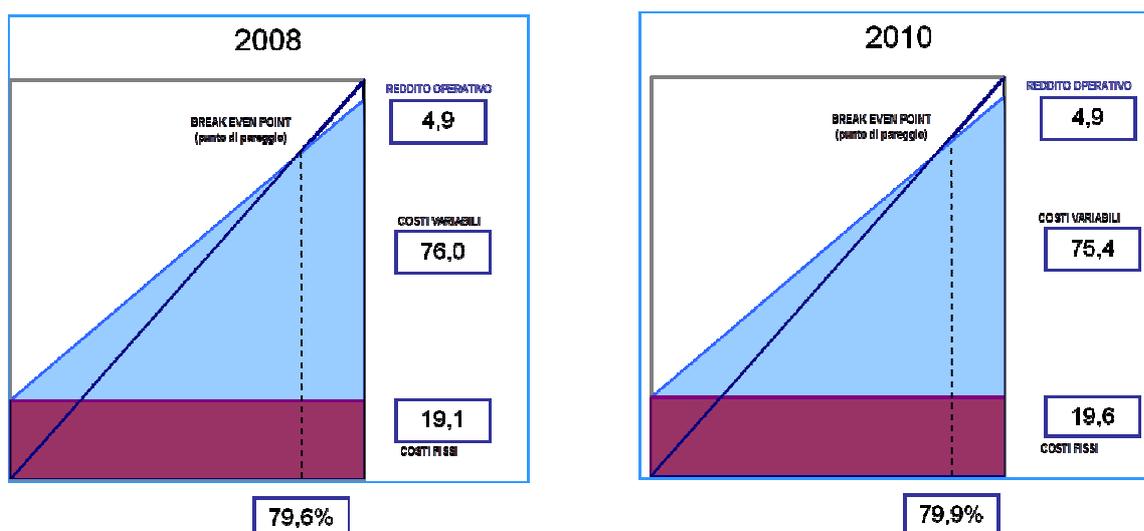


### 1.c) L'analisi costi – volumi – risultati

Partendo dal bilancio somma delle 2.980 imprese, viene di seguito analizzato il punto di pareggio operativo (break even point, BEP), calcolato ponendo pari a 100 il valore della produzione:

- nel 2008 complessivamente il BEP è pari a 79,6. Ciò significa che con l'attuale struttura di costi le imprese sono in grado di sopportare al massimo una perdita di fatturato pari al 20,4% (percentuale che rappresenta, quindi, il margine di sicurezza sotto il profilo del conto economico). Se il fatturato scendesse sotto 79,6 (ossia sotto BEP) le imprese comincerebbero a perdere (a livello di reddito operativo);
- nel 2009 il valore della produzione si riduce e il BEP "si avvicina", passando a 84,2; complessivamente il margine di sicurezza non si riduce moltissimo poiché le imprese riescono a contenere sia i costi fissi sia i costi variabili unitari;
- nel 2010 il valore della produzione cresce, ci si allontana dal BEP che diventa 79,9; il margine di sicurezza torna, così, ai livelli del 2008 (20,1 vs 20,4).

Figura 15 - Il BEP nelle 2.980 imprese manifatturiere nel 2008 e nel 2010



Valore della produzione 2008 = 100

Valore della produzione 2010 = 100

Figura 16 – La dinamica del BEP nei sottoinsiemi di imprese

Imprese	2008	2009	2010	Δ 2008-10
Costantemente in utile/pareggio	62,8	64,1	63,3	↑
Costantemente in perdita	120,3	144,7	117,7	↓
Grandi	77,3	83,4	77,0	=
Medie	77,1	79,8	77,3	=
Piccole	74,4	82,4	77,1	↑
Internazionalizzate	76,6	78,5	73,8	↓
Grandi e medie internazionalizzate	77,2	77,4	71,9	↓
Piccole internazionalizzate	74,6	82,2	80,4	↑
Multinazionali estere	71,4	78,7	70,4	=
Multinazionali italiane	78,2	88,4	86,5	↑
Totale 2.980 imprese	79,6	84,2	79,9	=

La tabella precedente mostra chiaramente che le varie classi di imprese si distribuiscono in modo difforme rispetto al BEP medio delle 2.980 imprese manifatturiere dell'area milanese:

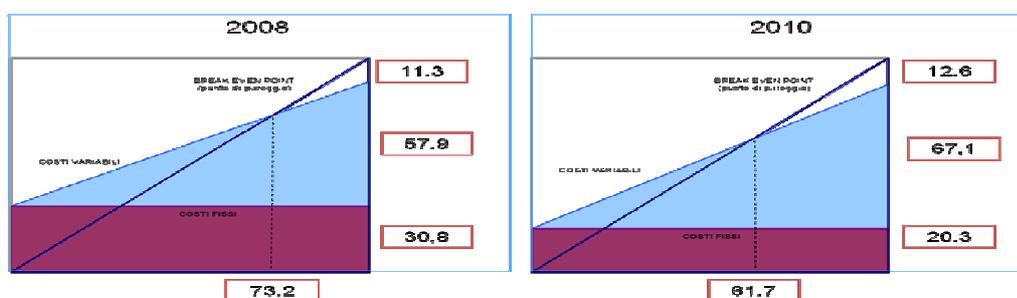
- le imprese costantemente in utile/pareggio hanno un BEP attorno al 63% e dunque un margine di sicurezza positivo pari al 37% del loro fatturato;
- le imprese costantemente in perdita sono sempre sotto BEP; nel 2009 - l'anno peggiore - il BEP è 144,7: il loro fatturato dovrebbero, pertanto, aumentare del 44,7% per raggiungere il pareggio operativo;
- la distinzione tra grandi / medie / piccole imprese non mostra differenze significative: nel 2010 i rispettivi BEP sono quasi identici;
- le multinazionali italiane hanno peggiorato notevolmente il BEP nel 2010, nonostante nel 2008 fossero in linea con la media delle aziende manifatturiere.

Notevoli le differenze anche tra i diversi settori, come si evince dalla tabella di seguito.

Figura 17 – La dinamica del BEP nei settori

Settori	2008	2009	2010	Δ 2008-10
CA. alimentare	80,4	72,8	74,3	↓
CB. sistema moda	86,1	92,8	85,7	=
CC. legno-carta	90,0	88,4	87,3	=
CE. chimica	82,9	78,7	71,9	↓
CF. farmaceutica	73,2	63,1	61,7	↓
CG. gomma-plastica	96,3	101,7	86,5	↓
CH. prod.metallo	79,3	83,9	84,5	↑
CI. elettronica	100,6	105,3	96,0	↓
CJ. app.elettrici	76,1	72,3	65,0	↓
CK. meccanica	83,3	85,0	84,1	=
CL. mezzi trasporto	104,0	114,8	104,7	=
CM. altro (incl.mobili)	87,1	85,4	86,2	=
Totale 2.980 imprese	79,6	84,2	79,9	=

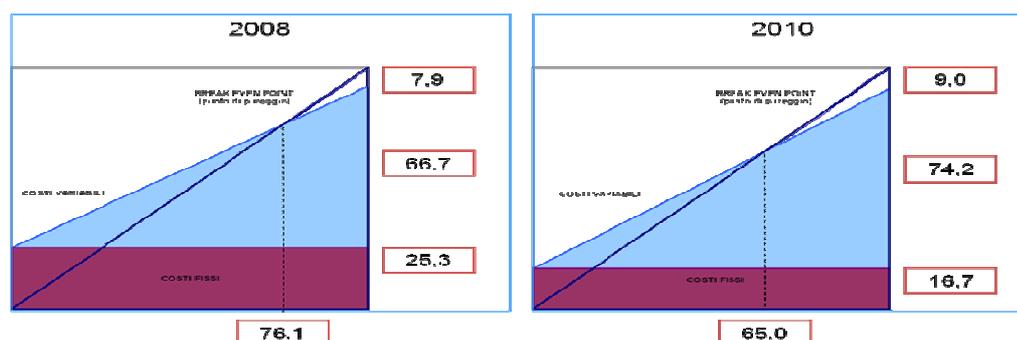
Figura 18 – Il BEP nelle imprese farmaceutiche nel 2008 e nel 2010



Valore della produzione 2008 = 100

Valore della produzione 2010 = 100

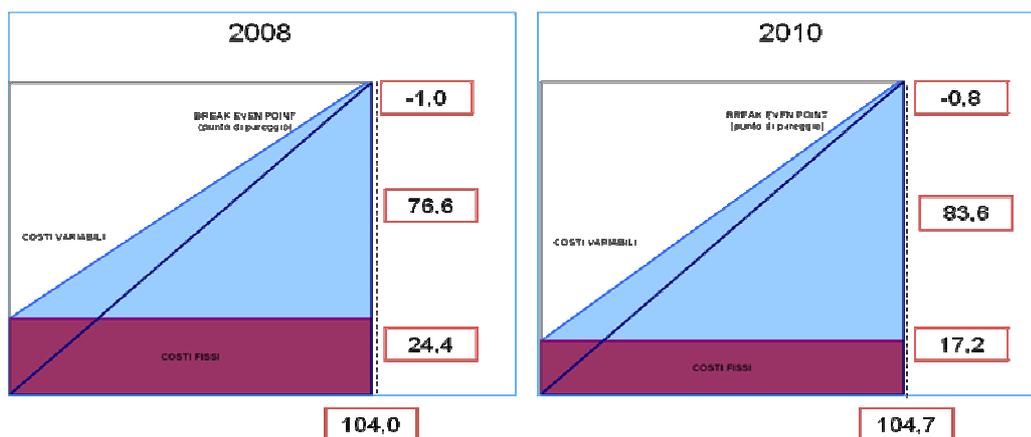
Figura 19 – Il BEP nelle imprese degli apparecchi elettrici nel 2008 e nel 2010



Valore della produzione 2008 = 100

Valore della produzione 2010 = 100

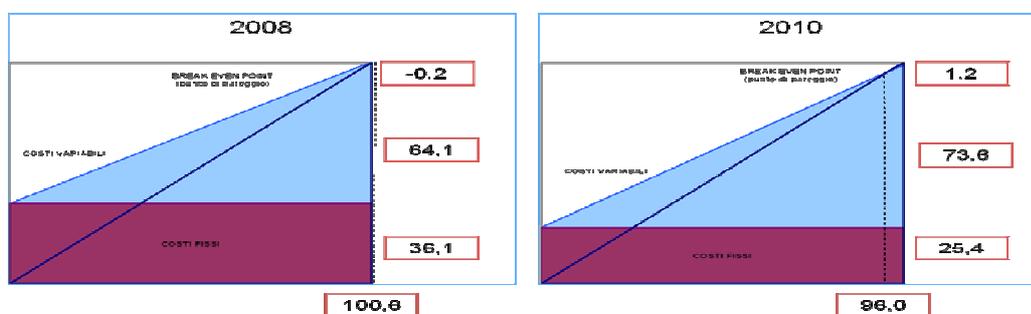
**Figura 20 – Il BEP nelle imprese dei mezzi di trasporto nel 2008 e nel 2010**



Valore della produzione 2008 = 100

Valore della produzione 2010 = 100

**Figura 21 – Il BEP nelle imprese dell'elettronica nel 2008 e nel 2010**



Valore della produzione 2008 = 100

Valore della produzione 2010 = 100

In particolare:

- **Farmaceutico** e **apparecchi elettrici** si distinguono per un margine di sicurezza particolarmente elevato, pari a oltre il 30% del fatturato;
- **Elettronica** e **mezzi di trasporto** sono sistematicamente sotto BEP, o appena sopra;
- **Alimentare, sistema moda, legno-carta, chimica, gomma-plastica, produzione metallo, meccanica e altro** si caratterizzano per un buon margine di sicurezza (compreso tra il 10% e il 30% del fatturato).

#### 1.d) Alcuni dati sui dipendenti e sul costo del lavoro

Nel complesso delle 2.980 imprese manifatturiere dell'area milanese, i dipendenti<sup>9</sup> si sono ridotti lievemente nel 2009 (-1,2%) e sono rimasti sostanzialmente stabili nel 2010 (+0,1%), per una riduzione complessiva dell' 1,1% nell'arco del triennio considerato.

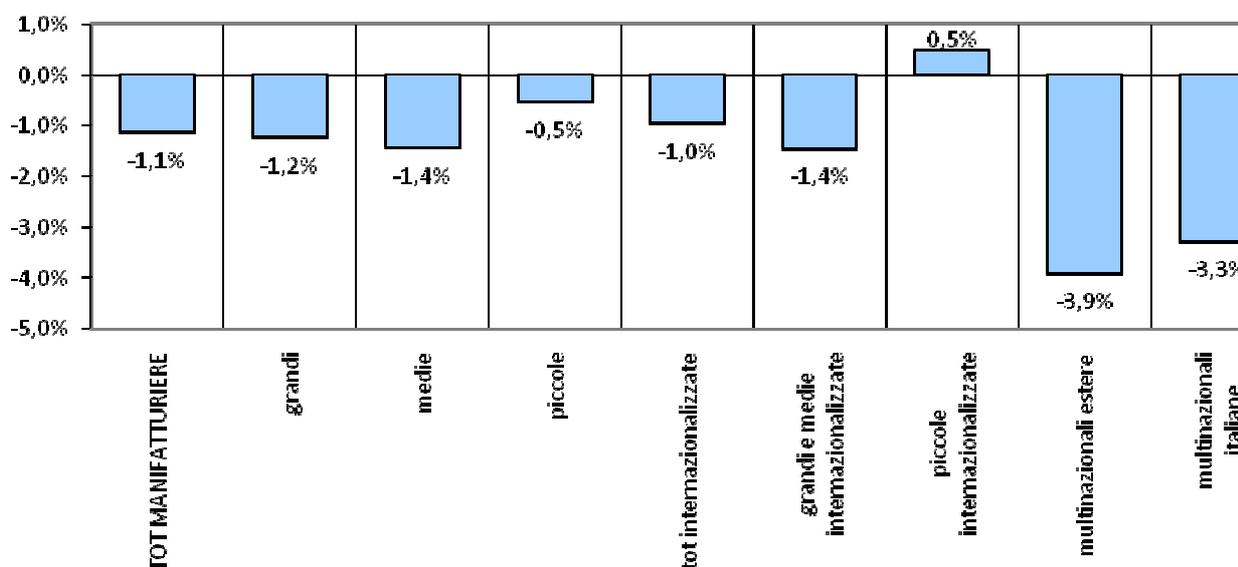
La media registrata a livello complessivo nasconde comportamenti divergenti tra i diversi sottoinsiemi di imprese:

- tra il 2010 e il 2008 tutti i sottoinsiemi evidenziano una perdita di occupazione, ad eccezione delle piccole imprese internazionalizzate, per le quali il saldo è stato pari a +0,5%;

<sup>9</sup> Il dato dei dipendenti qui utilizzato è quello segnalato in nota integrativa, che include i dipendenti presenti nel "libro paga", compresi i lavoratori in CIG ed esclusi i lavoratori in stage, interinali e a tempo determinato (Fonte: Aida).

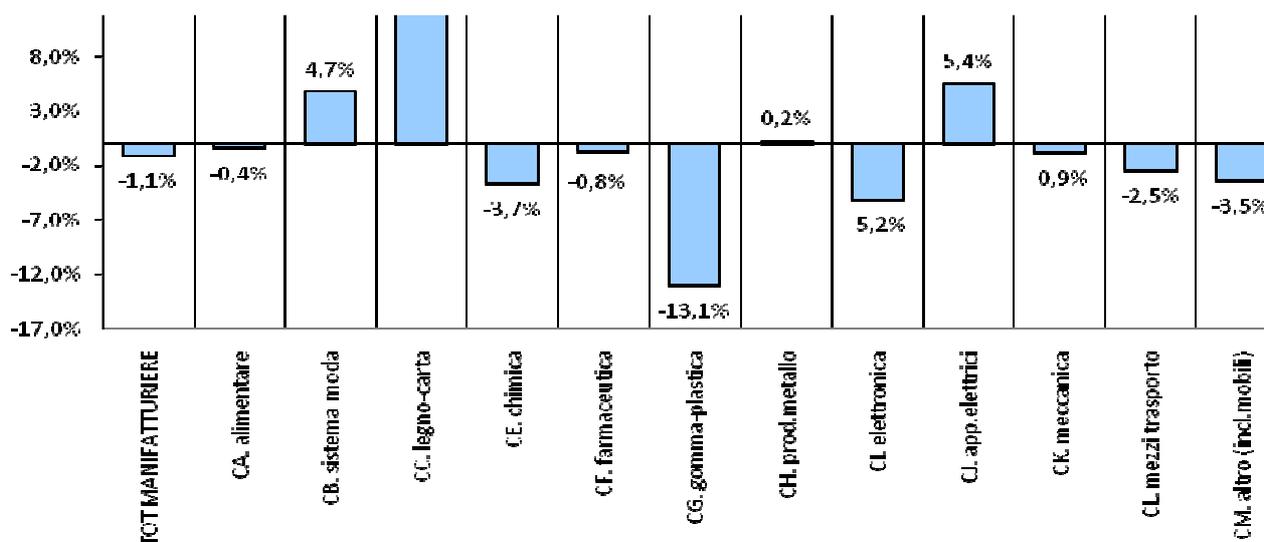
- le piccole imprese sono la classe dimensionale con la minore riduzione dei dipendenti (-0,5%), il dato discende da una elevata quota di aziende che ha aumentato la forza lavoro: il 42% delle 2.155 piccole imprese considerate ha aumentato i dipendenti nel triennio, il 17% li ha mantenuti costanti;
- all'opposto si trovano le multinazionali estere e le multinazionali italiane, le quali complessivamente nel triennio hanno ridotto i propri dipendenti rispettivamente del 3,9% e del 3,3%.

Figura 22 – La dinamica 2008-2010 dei dipendenti nei sottoinsiemi di imprese



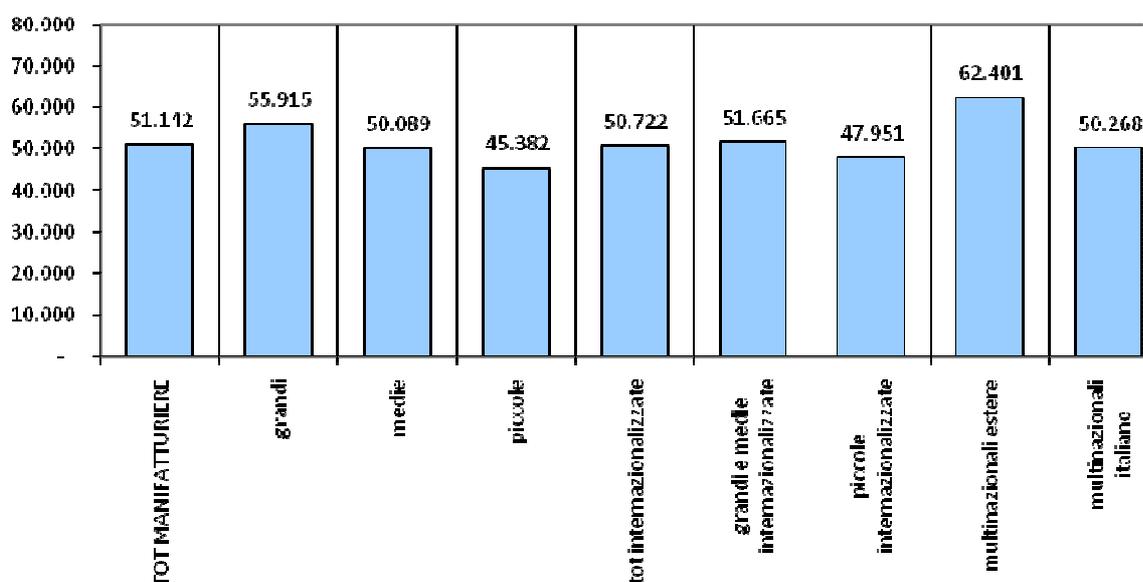
A livello di settori, gli andamenti sono ancora più variegati: ad un estremo, si rilevano perdite significative per la **gomma e plastica** (-13,1%) e l'**elettronica** (-5,2%); all'opposto, incrementi consistenti si registrano nel **legno-carta** (+14,8%), ma anche negli **apparecchi elettrici** (+5,4%) e nel **sistema moda** (+4,7%).

Figura 23 – La dinamica 2008-2010 dei dipendenti nei settori



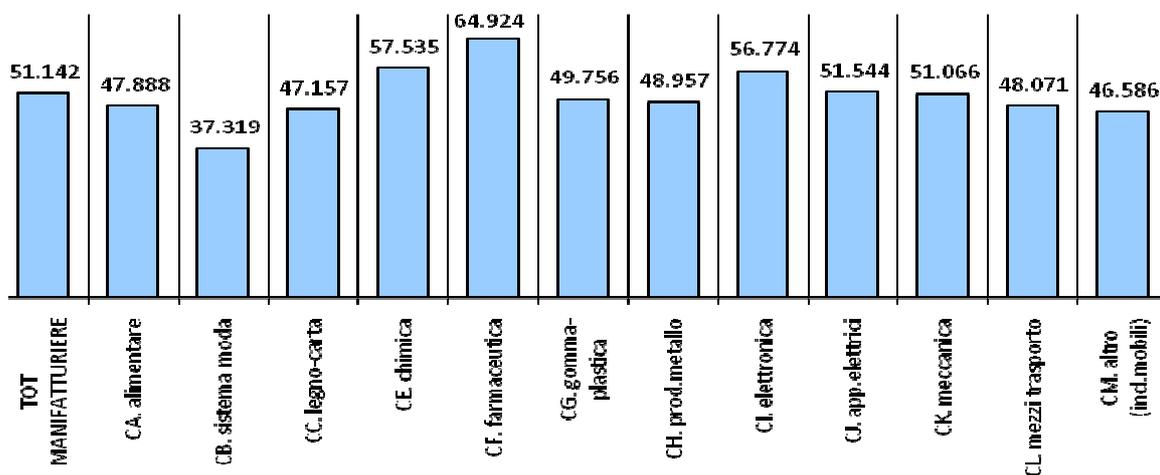
Inoltre, è interessante analizzare il costo medio unitario del lavoro nelle aziende manifatturiere, che sembra aumentare in maniera proporzionale con la dimensione aziendale (passando dai 45.000 € nel bilancio somma delle piccole imprese ai circa 56.000€ nelle grandi imprese). Molto marcato anche il divario esistente tra le multinazionali italiane e le multinazionali estere, che è pari a oltre 10.000€.

Figura 24 – Il costo medio unitario del lavoro nei sottoinsiemi di imprese (€)



A livello di costo medio del lavoro, al primo posto troviamo la **farmaceutica**, seguita dal **chimico** e dall'**elettronica**. All'opposto troviamo il **sistema moda**, con un costo del lavoro inferiore ai 40.000 € annui. In generale, è possibile utilizzare il costo medio del lavoro come una *proxy* del livello di qualifica dei dipendenti<sup>10</sup>: un maggiore costo medio dovrebbe suggerire una maggiore qualifica media dei lavoratori.

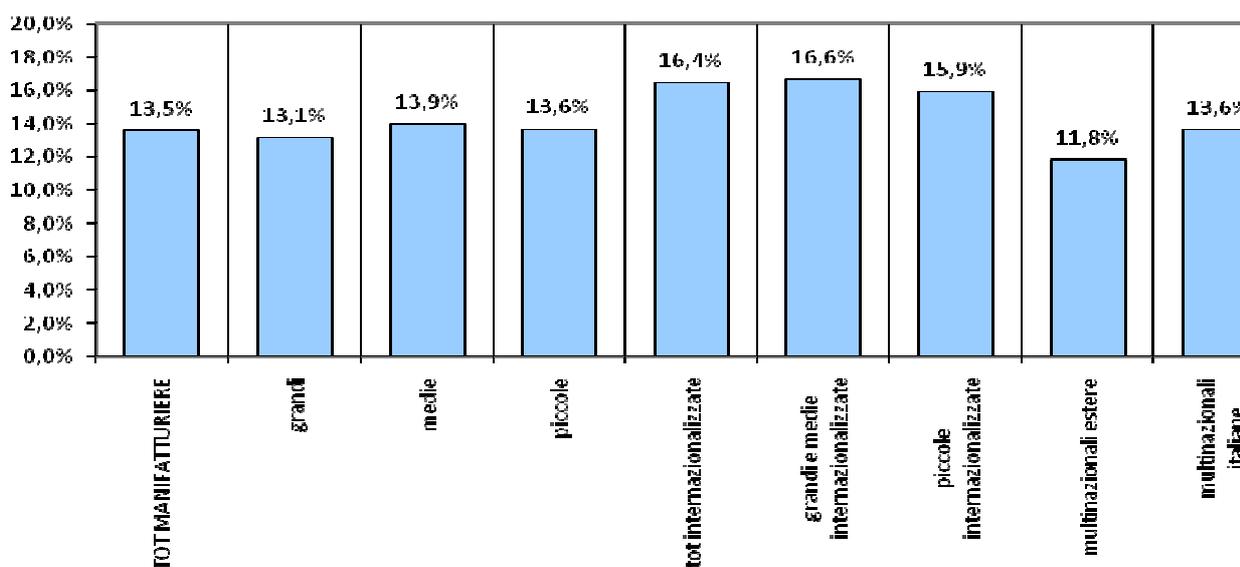
Figura 25 – Il costo medio unitario del lavoro nei settori (€)



Il costo del lavoro sul fatturato si attesta in media al 13,5% sul complesso delle aziende manifatturiere milanesi, ed è sostanzialmente allineato nelle aziende di diversa dimensione. Risulta invece più elevato nelle aziende internazionalizzate (oltre il 16%) e più basso nelle multinazionali estere (meno del 12%).

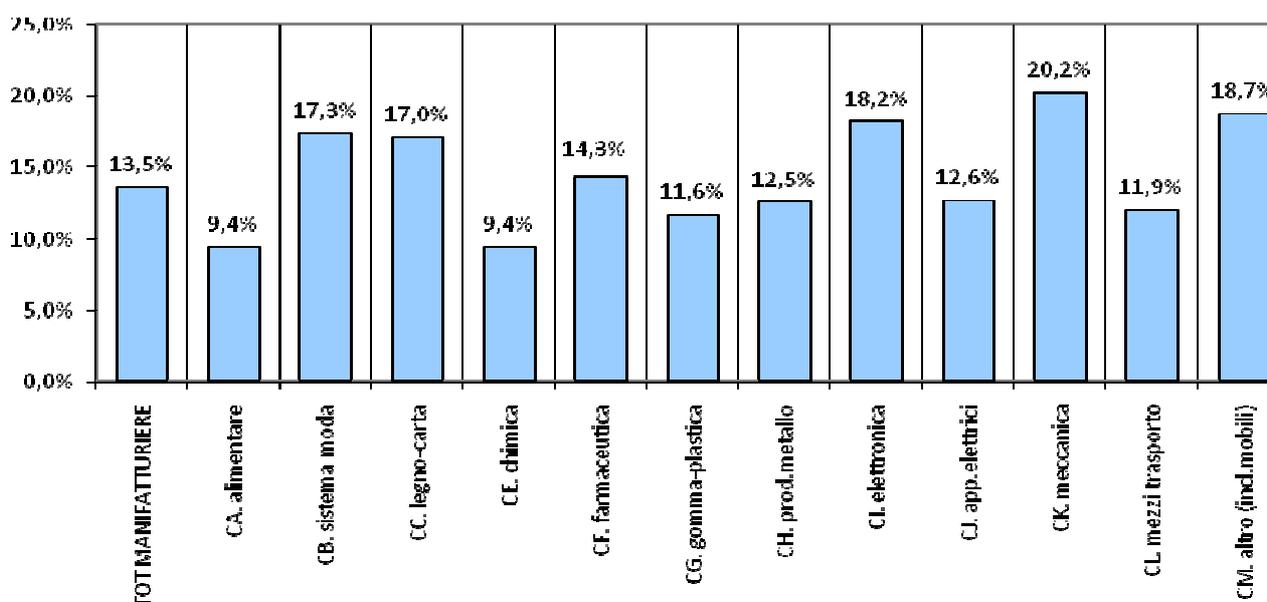
<sup>10</sup> I risultati della "Indagine sul Mercato del Lavoro nell'area milanese (anno 2010)" di Assolombarda confermano che i livelli retributivi medi più elevati sono riconducibili a una maggior concentrazione del personale tra le qualifiche più alte e, quindi, ad un maggior contenuto professionale della forza lavoro. Per completezza si segnala che l'indagine citata rileva le retribuzioni lorde (e non il costo del lavoro).

Figura 26 – L'incidenza del costo del lavoro sul fatturato nei sottoinsiemi di imprese



Il settore, in questo caso più che in altri, sembra essere la variabile discriminante per cogliere le differenze, anche molto forti, sull'incidenza del costo del lavoro all'interno delle aziende manifatturiere milanesi<sup>11</sup>. Si passa dal 20% nella **meccanica** per arrivare a meno del 10% nell'**alimentare** e nella **chimica** (grazie anche ad un elevato fatturato pro-capite). Inoltre è interessante notare che i settori con una più alta incidenza del costo del lavoro sul fatturato sono principalmente quelli con un costo medio unitario del lavoro più basso (tipicamente **meccanica**, **sistema moda** e **legno-carta**), con l'unica eccezione dell'**elettronica**, la cui elevata incidenza del costo del lavoro è probabilmente legata proprio all'impiego di una forza lavoro più qualificata (e dunque con un costo medio più elevato).

Figura 27 – L'incidenza del costo del lavoro sul fatturato nei settori



<sup>11</sup> Le incidenze del costo del lavoro sul fatturato nei vari settori manifatturieri calcolate sono sostanzialmente in linea con le percentuali per settore riportate nel rapporto di Mediobanca "Dati cumulativi di 2.030 società italiane" (2011).

## 2 La dinamica reddituale

Il periodo 2008-2010 è una grande occasione (quasi una situazione da laboratorio) per osservare come si sono modificati i fatturati, i costi e i margini a fronte di una brusca crisi globale (2008→2009) e di una immediatamente successiva importante ripresa (2009→2010). Ci si chiede pertanto:

- Come si presenta la struttura di base del Conto Economico dell'insieme delle 2.980 imprese? Prevalgono i costi fissi o i costi variabili? Qual è, di conseguenza, la capacità di risposta alle eventuali forti contrazioni ed espansioni di fatturato?
- Che cosa è successo complessivamente nelle 2.980 imprese? Come sono variati il fatturato, il reddito operativo e il reddito netto? Nel triennio considerato le strutture dei costi sono cambiate?

### 2.a) La dinamica del fatturato – reddito operativo – reddito netto

Attraverso l'analisi aggregata dei bilanci somma delle 2.980 imprese, viene di seguito analizzata la dinamica reddituale che ha interessato le imprese manifatturiere dell'area milanese nel periodo 2008-2010.

Figura 28 – La tavola dei bilanci somma delle 2.980 imprese

	Valori in milioni di euro			Variazioni percentuali		
	2008	2009	2010	08-09	09-10	08-10
<b>Valore della produzione</b>	<b>79.300</b>	<b>65.540</b>	<b>74.424</b>	<b>- 17,4</b>	<b>+ 13,6</b>	<b>- 6,1</b>
<b>Fatturato</b>	<b>76.349</b>	<b>64.003</b>	<b>71.687</b>	<b>-16,2</b>	<b>+12,0</b>	<b>-6,1</b>
<b>Costi fissi gestione caratteristica</b>	15.137	14.380	14.610	- 5,0	+ 1,6	- 3,5
<b>Costi variabili gestione caratteristica</b>	60.274	48.454	56.141	- 19,6	+ 15,9	- 6,9
<b>Reddito operativo</b>	<b>3.889</b>	<b>2.706</b>	<b>3.673</b>	<b>- 30,4</b>	<b>+ 35,7</b>	<b>- 5,6</b>
<b>Proventi e oneri finanziari</b>	- 120	127	343			
<b>Rettifiche valori attività fin.</b>	- 275	-237	-264			
<b>Saldo gestione straordinaria</b>	134	- 124	282			
<b>Reddito ante imposte</b>	<b>3.494</b>	<b>2.471</b>	<b>4.035</b>	<b>- 29,3</b>	<b>+ 63,3</b>	<b>+ 15,5</b>
<b>Imposte</b>	1.672	1.373	1.528	- 17,9	+ 11,3	- 8,6
<b>Reddito netto</b>	<b>1.822</b>	<b>1.098</b>	<b>2.507</b>	<b>- 39,8</b>	<b>+ 128,4</b>	<b>+ 37,6</b>

Dalla figura 20 si evince come, tra il 2008 e il 2009, si siano avvertiti i pesanti effetti della "improvvisa" crisi:

- il Valore della produzione (VdP) è caduto del 17,4%;
- le imprese sono riuscite a ridurre i costi fissi della gestione caratteristica del 5%, e sono riuscite anche a ridurre i costi variabili più della riduzione del VdP (19,6% vs 17,4%);
- l'effetto costi fissi si è fatto comunque sentire causando una caduta del Reddito Operativo (RO) pari al 30,4%, superiore alla caduta del VdP (17,4%);
- il reddito ante imposte (RAI) si è ridotto del 29,3%, una percentuale analoga a quella del RO...
- ... ma il reddito netto (RN) è diminuito molto più fortemente (-39,8%) poiché le imposte non si sono ridotte proporzionalmente al RAI; il RAI si è ridotto del 29,3%, mentre le imposte sono calate solo del 17,9% (nei tre anni le imposte si comportano in pratica come costi fissi).

Tra il 2009 e il 2010 si registrano però una serie di "rimbalzi" di varia entità:

- il VdP cresce del 13,6%;

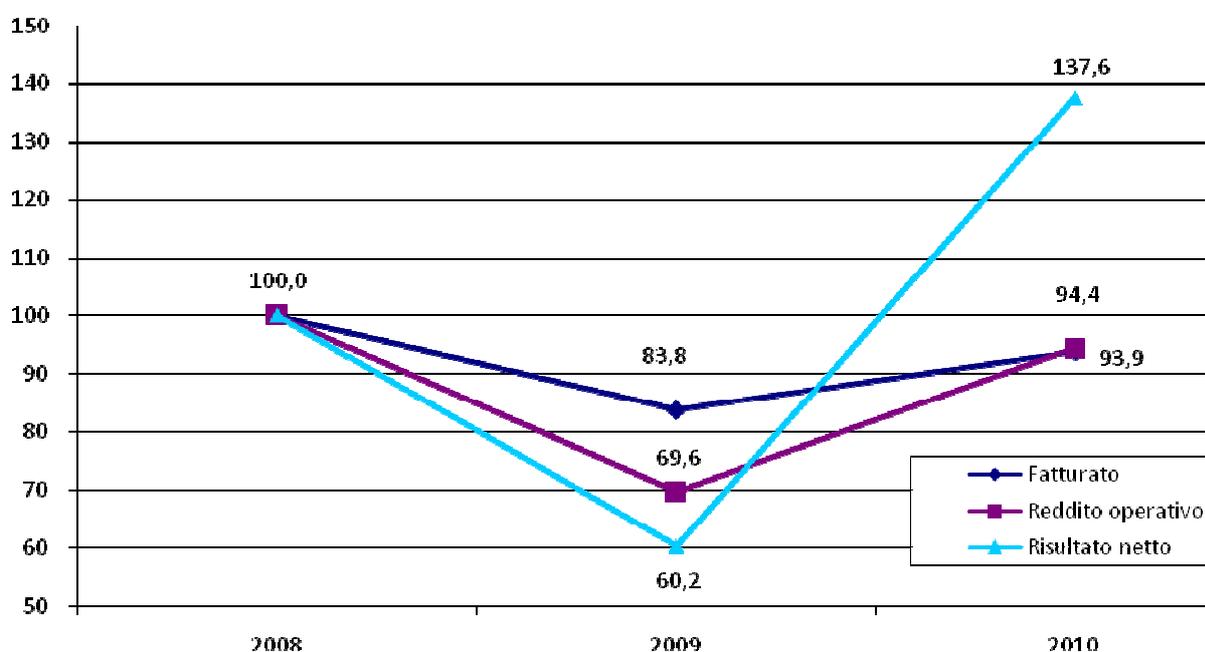
- i costi fissi registrano un lieve aumento (1,6%) e anche i costi variabili aumentano un po' più del VdP (15,9% Vs 13,6%);
- l'assorbimento dei costi fissi si fa comunque sentire e il RO cresce del 35,7% a fronte del 13,6% del VdP;
- il RAI cresce del 63,3% in conseguenza di una favorevole combinazione dei risultati delle gestioni finanziarie e straordinarie (+362 milioni Vs -235 milioni del 2009);
- il RN fa registrare un incremento percentuale altissimo (+128,4%) perché questa volta giocano in positivo le imposte che rimangono "quasi fisse"; il rapporto imposte / RAI è stato del 55,6% nel 2009 e del 37,9% nel 2010. Si tenga comunque conto che lavoriamo su bilanci somma, e pertanto sia il RAI che il RN sono somme algebriche che includono anche eventuali perdite d'esercizio.

Provando a riassumere le principali dinamiche che hanno interessato le 2.980 imprese nel periodo 2008-2010:

- il valore della produzione nel 2010 non è ritornato ai livelli del 2008 (le imprese hanno, infatti, lasciato sul campo il 6,1%);
- nel 2009 e nel 2010 le imprese hanno ridotto i costi fissi (CF) del 3,5% e i costi variabili (CV) del 6,9%;
- come risultato, il RO si riduce del 5,6%, ossia praticamente della stessa misura del VdP (-6,1%); l'effetto del sottoassorbimento dei costi fissi è stato neutralizzato con una maggiore contrazione dei CV;
- il RAI è aumentato del 15,5%, nonostante la diminuzione del VdP; è l'effetto della favorevole combinazione delle gestioni finanziarie e straordinarie;
- il RN migliora ancor più del RAI, facendo registrare un incremento del 37,6% rispetto al 2008; gioca a favore il fatto che le imposte del 2010 sono state inferiori a quelle del 2008 nonostante un RAI più elevato.

I principali dati e andamenti sopra descritti sono rappresentati graficamente nella tavola seguente.

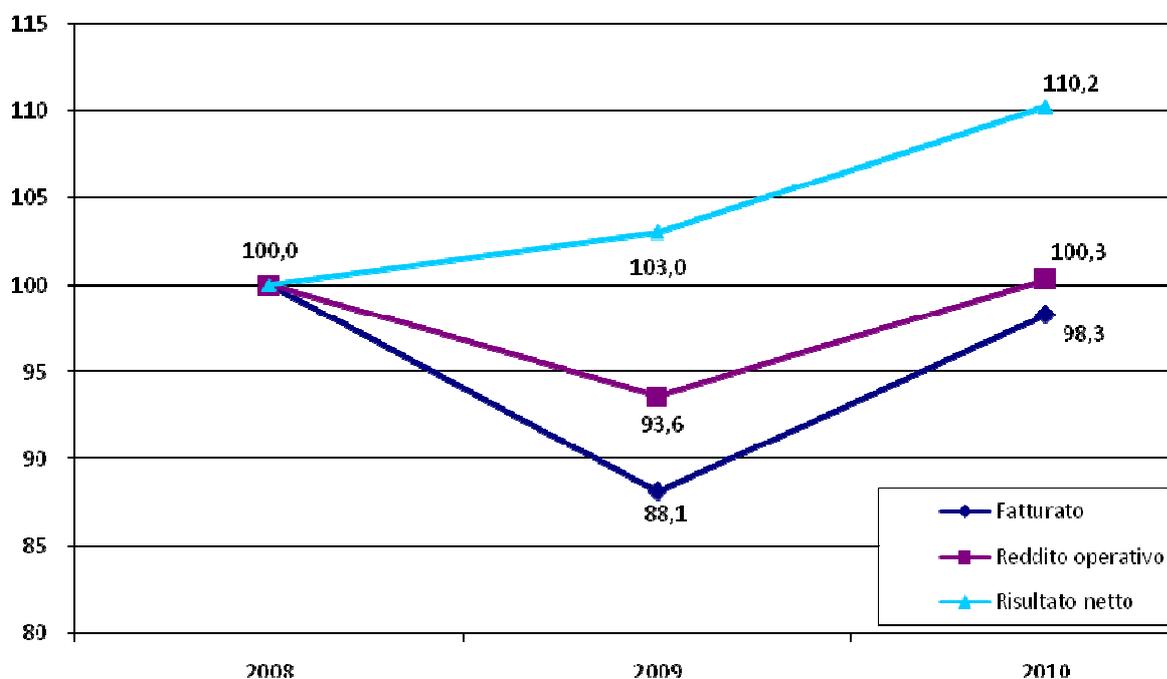
**Figura 29 – La dinamica Fatturato – Reddito Operativo – Risultato netto delle 2.980 imprese**



Disaggregando per sottoinsiemi, non mancano casi anche significativamente differenti, vuoi per caratteristiche strutturali dei vari sottoinsiemi di imprese, vuoi per fatti contingenti che possono avere caratterizzato una o più imprese. Di seguito si presenta una panoramica delle dinamiche delle voci fondamentali esposte in forma grafica riferiti ad alcuni sottoinsiemi di imprese:

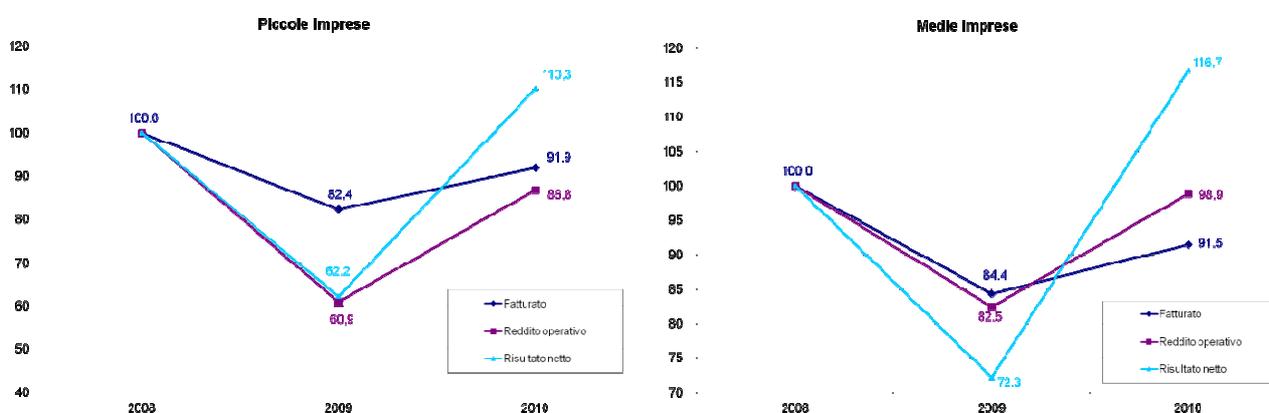
- Le imprese sempre in utile (o in pareggio) nel triennio, hanno dinamiche particolarmente positive:
  - il fatturato scende a 88,1 nel 2009, ma torna quasi a 100 (98,3) nel 2010;
  - il RO scende a 93,6 nel 2009 (cala meno del fatturato) e risale a 100,3 nel 2010;
  - il RN cresce anche nel passaggio dal 2008 al 2009.

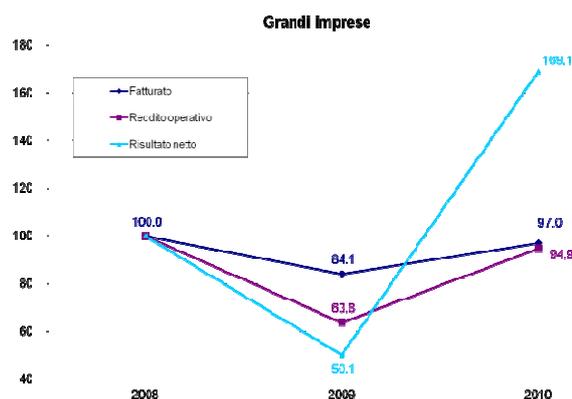
**Figura 30 – La dinamica Fatturato – Reddito Operativo – Risultato netto delle imprese sempre in utile**



- Le dinamiche delle imprese piccole, medie e grandi sono le seguenti:
  - nel 2010 tutte recuperano in buona misura il fatturato del 2008;
  - le grandi e le piccole risentono maggiormente della crisi in termini sia di RO che di RN;
  - tutte nel 2010 hanno un RN maggiore rispetto al 2008; le grandi sono le più brillanti.

**Figura 31-32-33 – La dinamica Fatturato – Reddito Operativo – Risultato netto delle imprese grandi, medie e piccole**

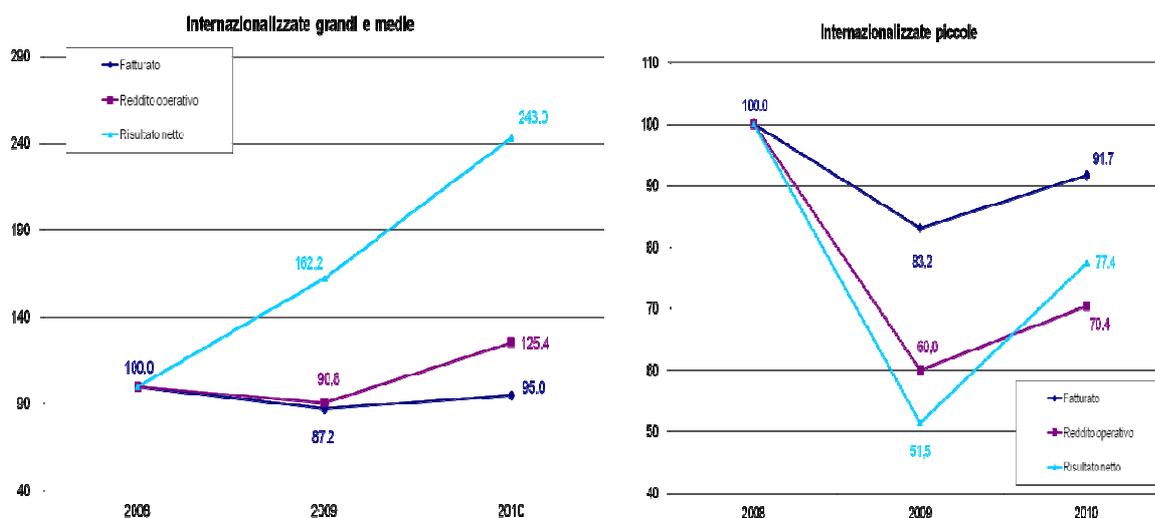




3. Le imprese internazionalizzate (363), scomposte in:

- imprese internazionalizzate di grandi e medie dimensioni (141), che presentano andamenti molto buoni;
- imprese internazionalizzate di piccole dimensioni (222), che presentano andamenti non buoni.

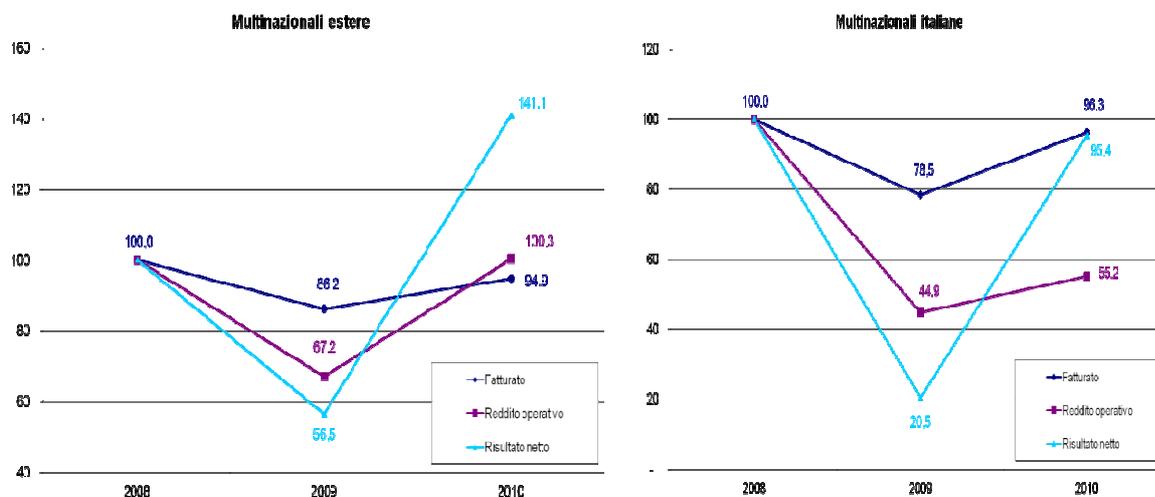
**Figura 34-35 – La dinamica Fatturato – Reddito Operativo – Risultato netto delle imprese grandi e medie internazionalizzate e delle piccole imprese internazionalizzate**



4. Le imprese multinazionali, distinte in:

- imprese multinazionali estere (281), che presentano andamenti standard;
- imprese internazionalizzate italiane (198), che presentano andamenti non positivi.

**Figura 36-37– La dinamica Fatturato – Reddito Operativo – Risultato netto delle imprese multinazionali estere e delle imprese multinazionali italiane**



L'analisi Fatturato - Reddito Operativo - Risultato netto per settori delinea alcune dinamiche comuni a più comparti:

1. settori che presentano delle dinamiche reddituali "standard", ossia che di fronte ad un calo registrato nel 2009 sia in termini di fatturato che di redditività, hanno risposto con una ripresa del fatturato nel 2010 e con un rimbalzo del reddito netto più che proporzionale rispetto al reddito operativo. Se per tutti però il reddito netto è tornato a livelli superiori del 2008, in alcuni settori il reddito operativo è ancora "in apnea" (**legno e carta, sistema moda**) e in altri ha già superato abbondantemente il livello pre-crisi (**chimica, gomma-plastica**), grazie al lavoro fatto sul fronte della struttura della riduzione dei costi;
2. settori che hanno registrato un andamento del fatturato non legato alla dinamica congiunturale (**farmaceutica ed alimentare**);
3. settori che hanno subito in modo pesante l'impatto della crisi nel corso del 2009 e non si sono ancora ripresi (**meccanica e prodotti in metallo**).

**Figura 38-39 – I settori che presentano dinamiche reddituali "standard" meno accentuate**

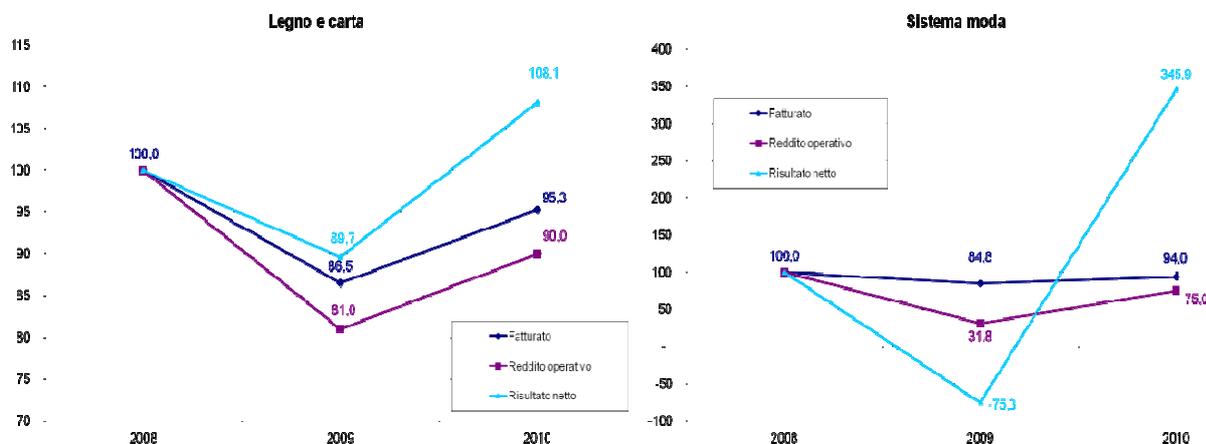


Figura 40-41 – I settori che presentano dinamiche reddituali “standard” più accentuate

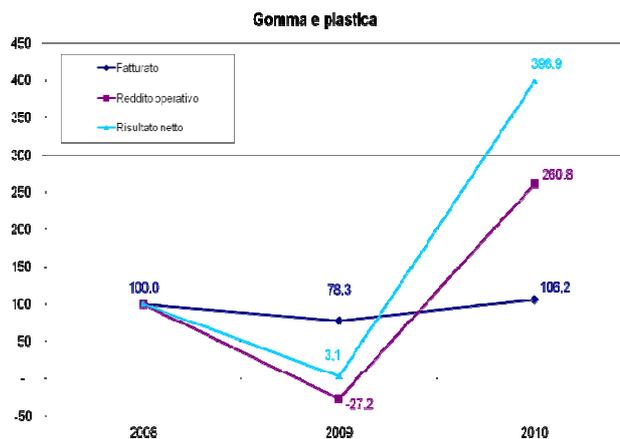
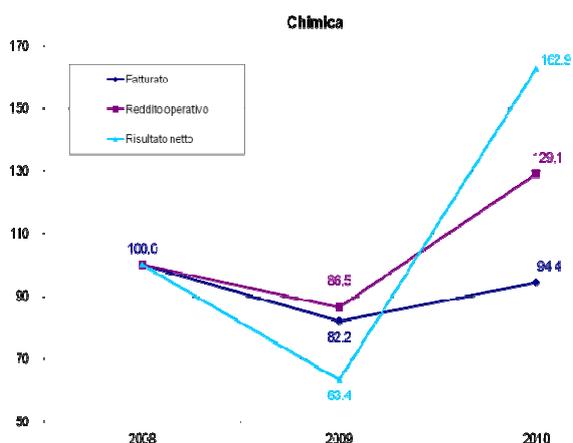


Figura 42-43 – I settori che si distinguono per un andamento del fatturato poco influenzato dalla crisi

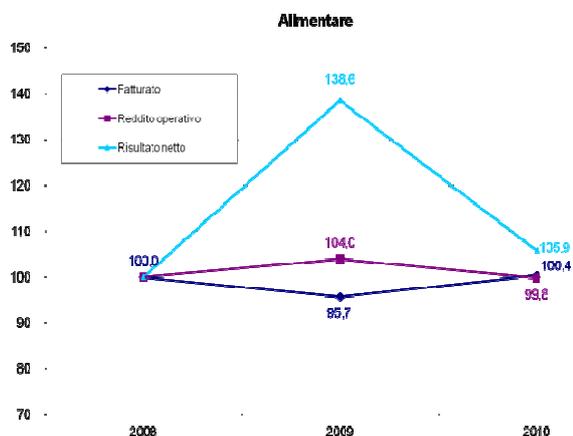
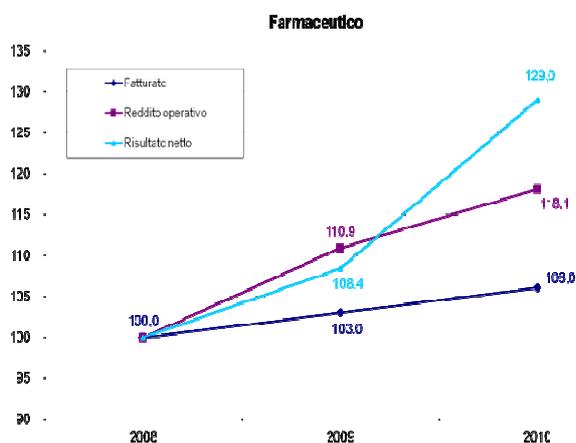
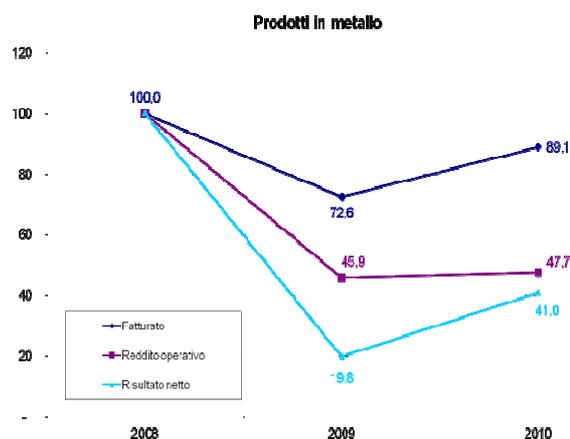
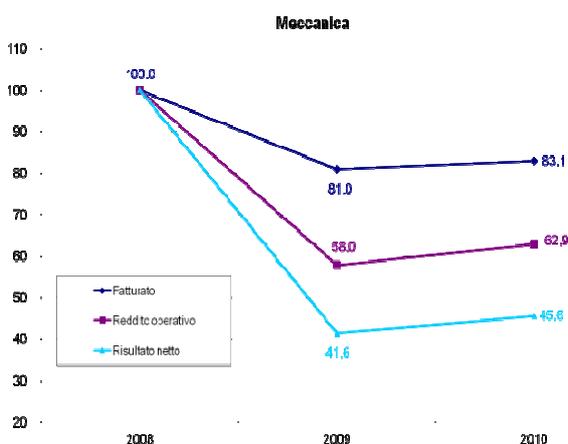


Figura 44-45 – I settori che hanno subito la crisi e non si sono ripresi



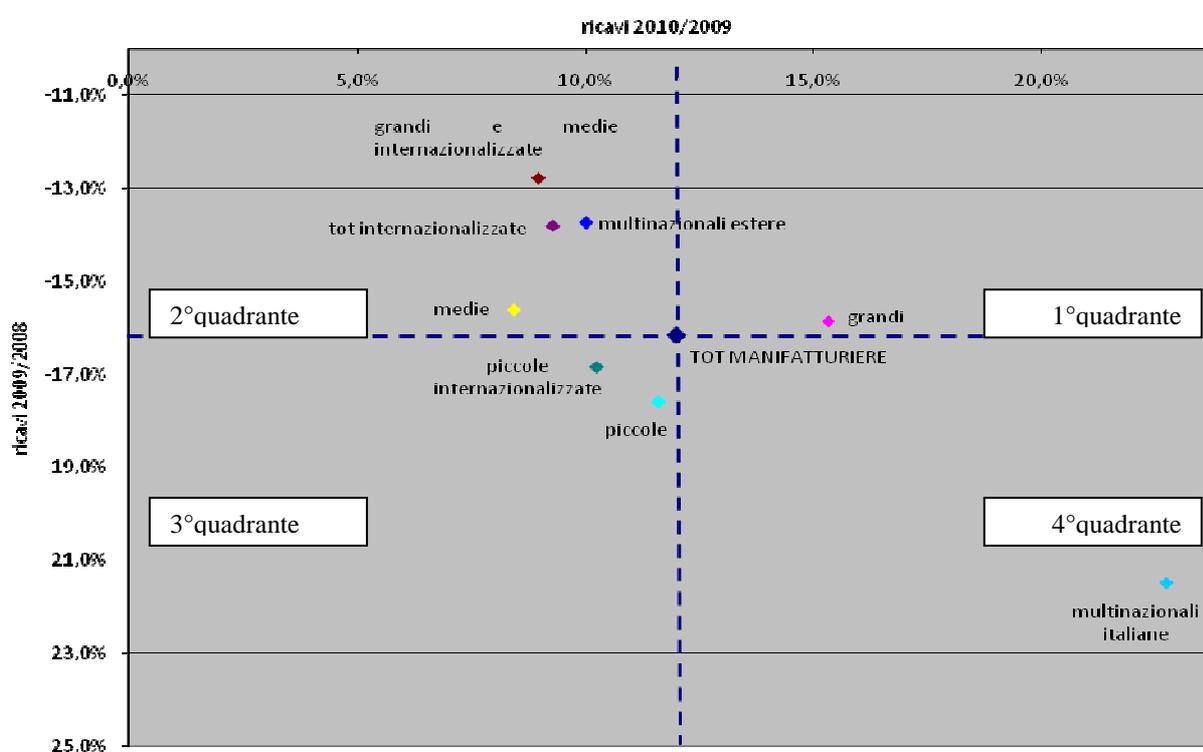
Gli altri settori presentano dinamiche particolari: gli **apparecchi elettrici** hanno superato i livelli pre-crisi, mentre **l'elettronica** e i **mezzi di trasporto** sono ancora lontani dai livelli del 2008, sia in termini di fatturato che di reddito operativo.

## 2.b) La dinamica del fatturato

Nel 2009 i ricavi sono stati in flessione rispetto al 2008 per il complesso delle imprese manifatturiere e anche per tutti i sottogruppi analizzati: grandi, medie e piccole, internazionalizzate e multinazionali. Allo stesso modo, i ricavi sono in recupero nel 2010 per tutte le imprese manifatturiere e per tutti i sottogruppi.

La riduzione nel 2009 rispetto al 2008 è stata del 16,2% per la totalità del manifatturiero milanese. Le grandi, le piccole e le piccole internazionalizzate hanno registrato cali sostanzialmente in linea con la media generale, mentre le riduzioni più marcate sono state delle multinazionali italiane (-21,5%). Nel 2010 il rimbalzo positivo dei ricavi è stato del 12% a livello generale, e particolarmente ampio per le multinazionali italiane (+22,7% dopo il forte calo del 2009) e per le grandi imprese (+15,3%), mentre è risultato più contenuto nel caso delle medie imprese (+8,4%).

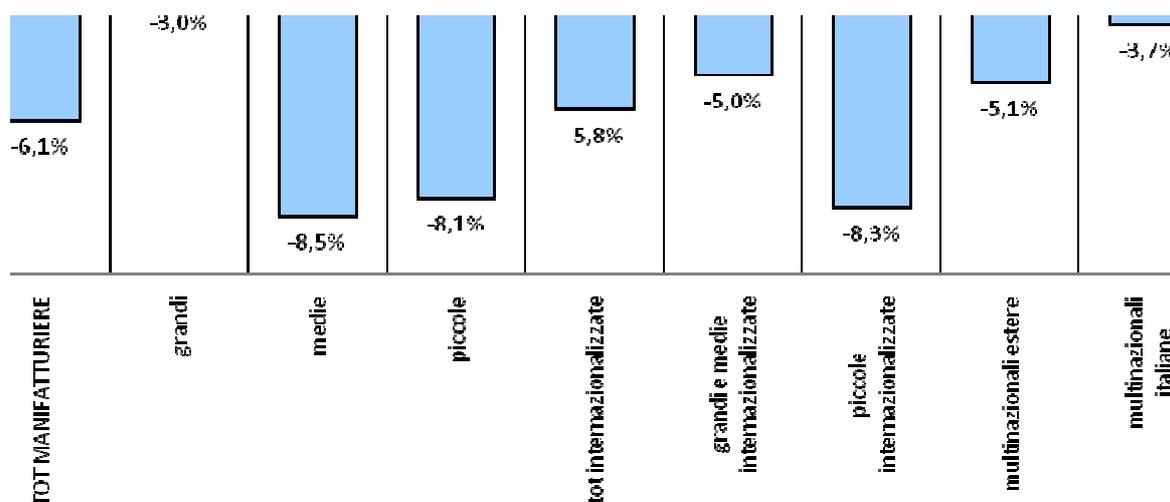
**Figura 46 - La variazione dei ricavi 2010/2009 e 2009/2008 nei sottoinsiemi di imprese**



Traslando l'origine degli assi in corrispondenza del dato del complesso delle imprese manifatturiere, è interessante notare come tutti i sottoinsiemi considerati si collochino nel 2°, 3° e 4° quadrante. L'unica eccezione è costituita dalle grandi imprese, unico sottoinsieme di aziende che 'ha battuto' il totale delle imprese manifatturiere per entrambi gli anni 2009 e 2010, registrando riduzioni meno pronunciate nel 2009 e, al contempo, recuperi più forti nel 2010.

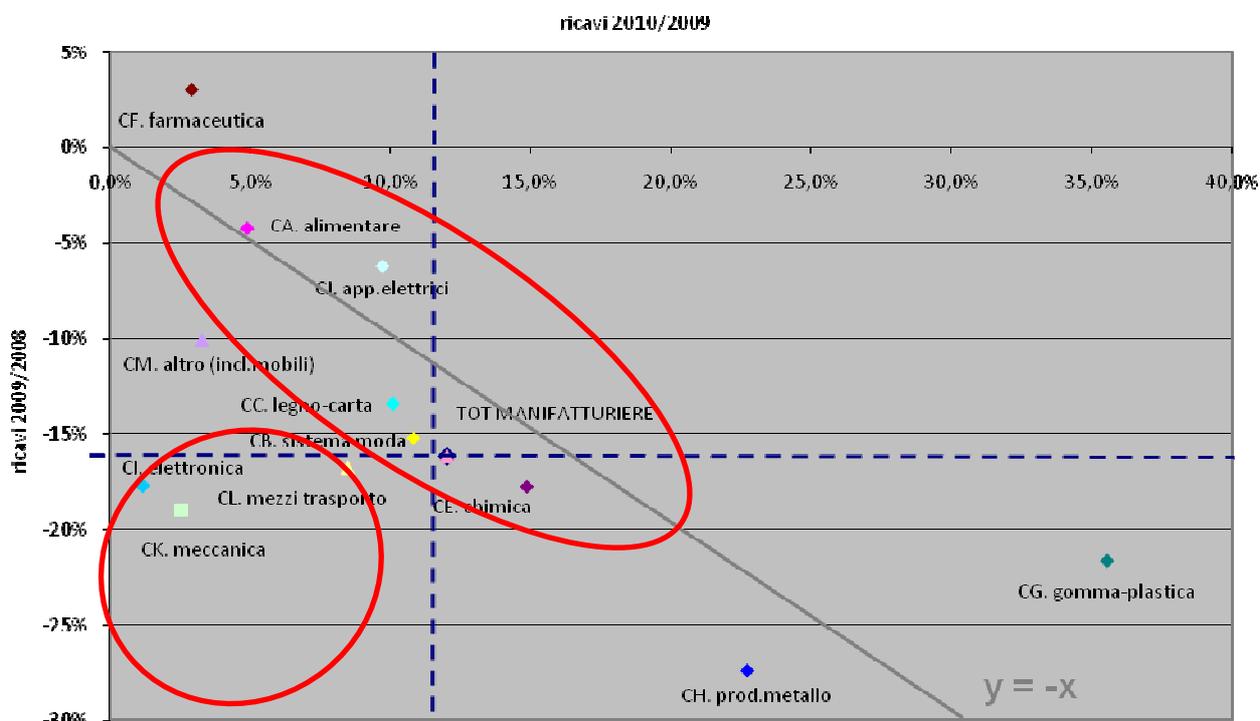
Posti questi andamenti, quanto rimane da recuperare per tornare sui livelli pre-crisi? Il gap di ricavi da colmare è del 6,1% a livello generale; lo scarto è più ampio per le medie (-8,5%) e per le piccole imprese (-8,1%) - ed in particolare per le piccole internazionalizzate (-8,3%) - mentre le grandi registrano il gap minore (-3,0%).

Figura 47 - La variazione dei ricavi tra il 2008 e il 2010 nei sottoinsiemi di imprese



Approfondendo le performance di fatturato per settori di attività, la **farmaceutica** è l'unico comparto ad aver registrato una crescita positiva dei ricavi di vendita sia nel 2009 sia nel 2010 (tra l'altro, con incrementi uniformi nei due anni, pari a circa al 3% annuo). Per tutti gli altri comparti, invece, il 2009 è stato un anno di contrazione dei ricavi, a cui è seguito un rimbalzo positivo, più o meno pronunciato, nel 2010.

Figura 48 - La variazione dei ricavi 2010/2009 e 2009/2008 nei settori



Dall'analisi del grafico precedente risulta evidente che per la maggior parte dei settori resta un gap di fatturato da recuperare per tornare sui livelli pre-crisi (settori che si collocano al di sotto della diagonale grigia), mentre per l'**alimentare**, gli **apparecchi elettrici** e la **gomma-plastica** i ricavi nel 2010 hanno superato i livelli del 2008.

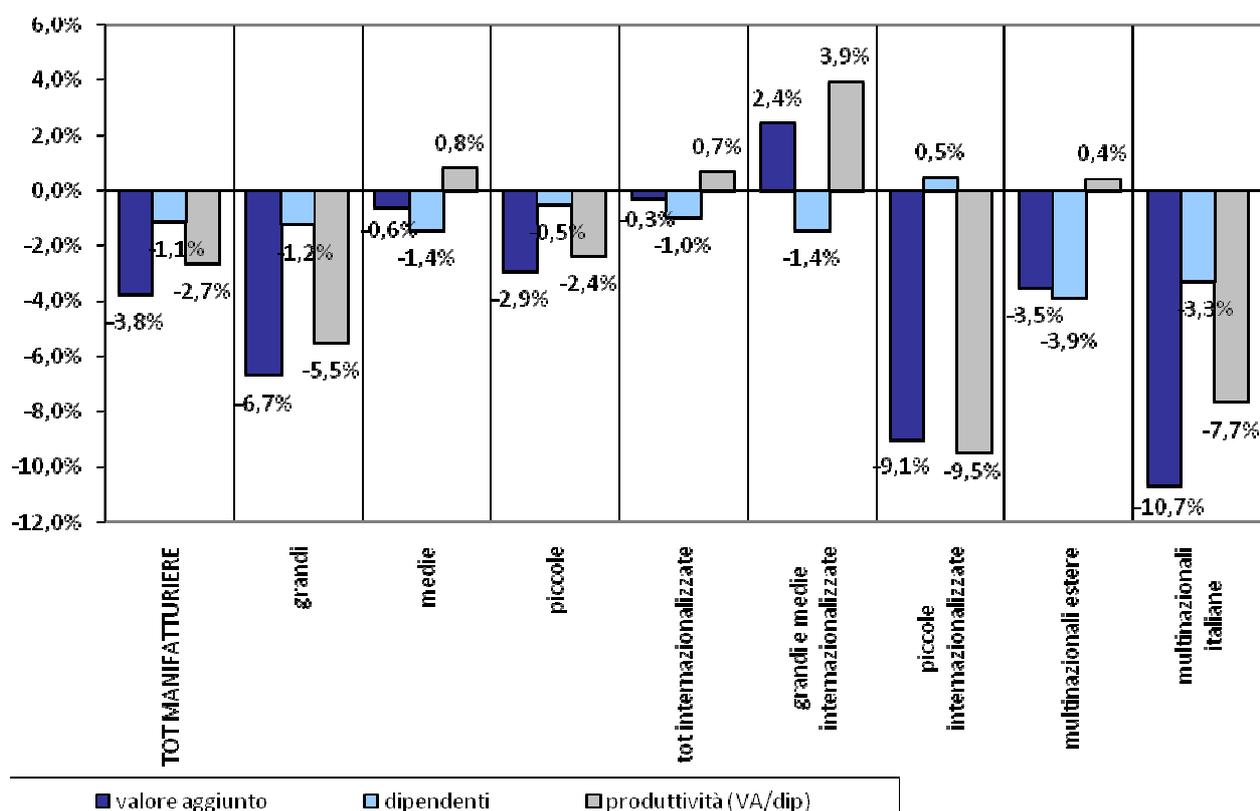
Dai dati mostrati sembra chiara una forte relazione tra settore e andamento del fatturato in funzione della crisi/congiuntura economica in corso. La variabile esplicativa dominante sembra dunque essere il settore, anche se è da notare come parecchi di essi, dopo il calo del 2009, non sono ancora riusciti a riemergere (**meccanica** e **mezzi di trasporto**), mentre altri sembrano esserci riusciti “agevolmente” (**gomma-plastica** su tutti).

## 2.c) La produttività

E' interessante notare come le reazioni delle imprese sul lato dei costi hanno permesso di limitare la perdita accusata in termini di ricavi già nel 2009, anno in cui il valore aggiunto<sup>12</sup> mostra appunto una variazione del 10,5% nel complesso delle 2.980 aziende manifatturiere a fronte di un calo del 16,2% nei ricavi. Inoltre, il rimbalzo significativo del 2010 (+7,5%) ha permesso di contenere la perdita complessiva nel triennio al 3,8%.

A livello di sottoinsiemi, nel 2010 il valore aggiunto è tornato sopra il livello del 2008 soltanto per le grandi e medie aziende internazionalizzate (+2,4%), mentre registrano performance particolarmente negative le piccole aziende internazionalizzate (-9,1%) e le multinazionali italiane (-10,7%).

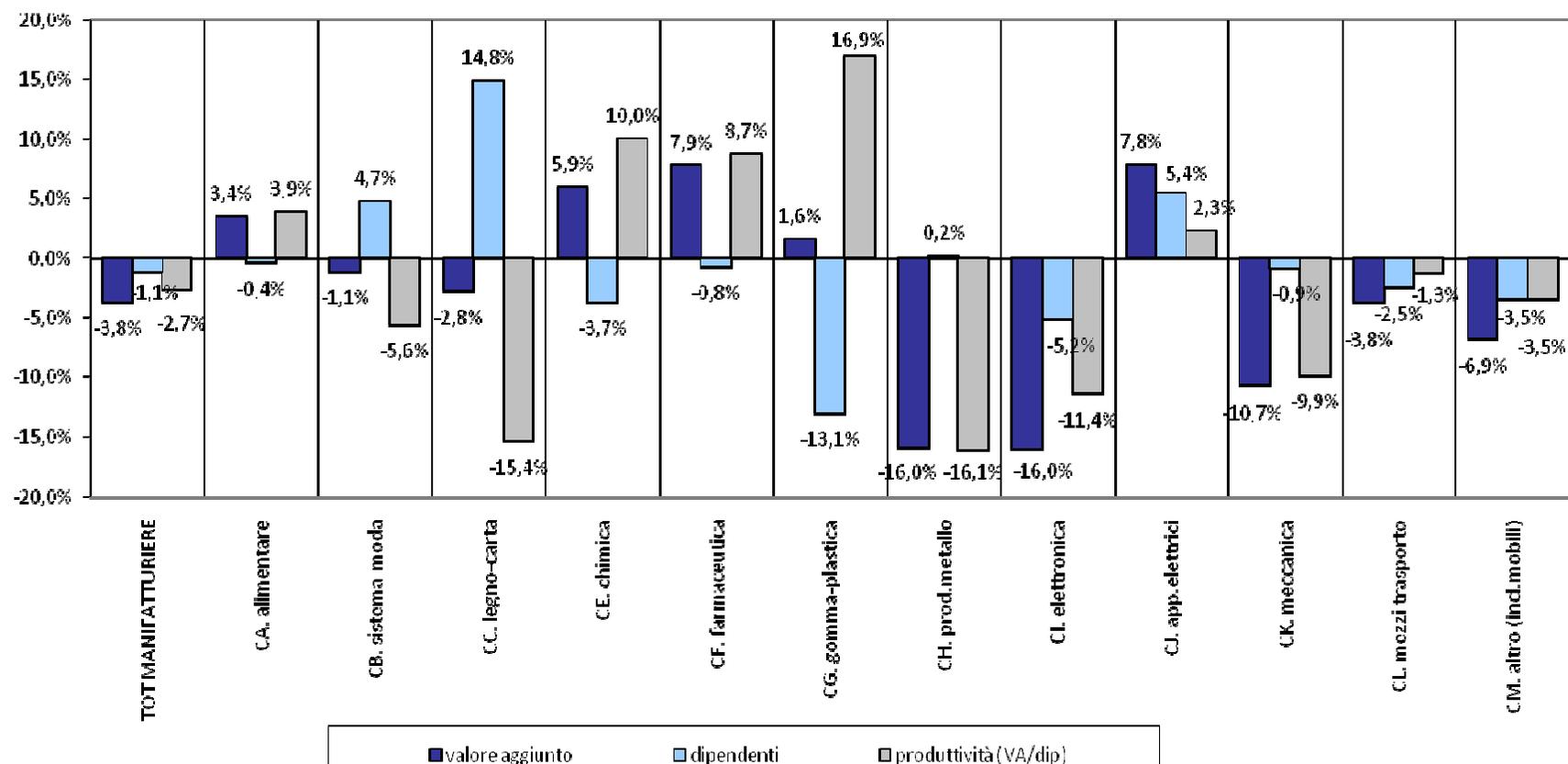
Figura 49 – La dinamica 2008-2010 della produttività nei sottoinsiemi di imprese



<sup>12</sup> Il valore aggiunto è calcolato sottraendo al valore della produzione tutti i costi della produzione, ad eccezione del costo del lavoro, degli ammortamenti e svalutazioni, degli accantonamenti per rischi e degli altri accantonamenti.

Anche nei settori esistono divergenze molto forti: alcuni settori sono riusciti a creare valore aggiunto nel triennio, nonostante la crisi in atto: **alimentare** (+3,4%), **chimica** (+5,9%), **apparecchi elettrici** (+7,8%) e **farmaceutica** (+7,9%). Al contrario, altri settori hanno registrato perdite significative in termini di valore aggiunto (**prodotti in metallo**, **elettronica** e **meccanica** su tutti).

Figura 50 – La dinamica 2008-2010 della produttività nei settori



Mettendo insieme gli andamenti del valore aggiunto e dei dipendenti (analizzati in precedenza), il risultato complessivo è una riduzione del 2,7% della produttività del lavoro (calcolata come valore aggiunto per dipendente) tra il 2008 e il 2010 per il complesso delle aziende manifatturiere.

In questo senso, tra i sottoinsiemi la performance migliore è quella delle grandi e medie aziende internazionalizzate, che registrano una crescita del 3,9% della produttività, grazie all'aumento del valore aggiunto (al numeratore) e alla contestuale riduzione del numero dei dipendenti (al denominatore). Al contrario, emergono in negativo le multinazionali italiane - con un decremento di produttività del 7,7% - e le piccole internazionalizzate - con un decremento del 9,5% - da imputarsi principalmente alla contrazione significativa del valore aggiunto tra il 2008 e il 2010.

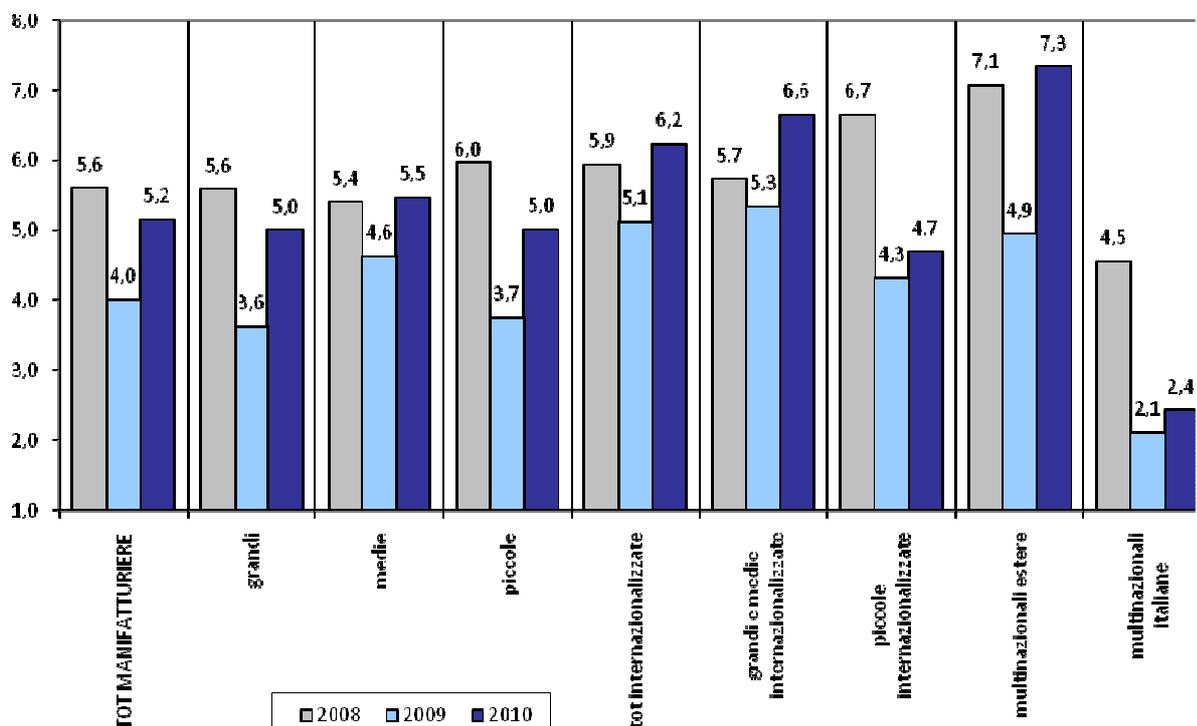
Anche nei settori le dinamiche sulla produttività seguono abbastanza fedelmente l'andamento registrato dal valore aggiunto, con l'eccezione del **legno-carta** e della **gomma-plastica**: nel primo caso la produttività crolla del -15,4% a causa del forte incremento della forza lavoro tra il 2008 e il 2010 (della stessa entità circa); all'opposto, nel secondo caso, l'incremento di produttività risulta quasi totalmente prodotto dalla riduzione degli organici aziendali (-13,1%).

## 2.d) La dinamica della redditività nel periodo 2008-2010: il ROA<sup>13</sup> e il ROE<sup>14</sup>

In termini di ROA, il 2008 è stato l'anno di massima redditività sia a livello complessivo di manifatturiero sia per tutti i sottoinsiemi considerati, ad eccezione delle medie imprese, delle grandi e medie internazionalizzate e delle multinazionali estere, che nel 2010 hanno messo a segno un ROA superiore al 2008.

Il 2009 è stato un anno di flessione della redditività per tutti i sottoinsiemi, flessione particolarmente forte per le piccole e le grandi imprese (che però registrano nel 2010 un ROA in consistente aumento) e per le multinazionali italiane.

Figura 51 - Il ROA (%) nei sottoinsiemi di imprese



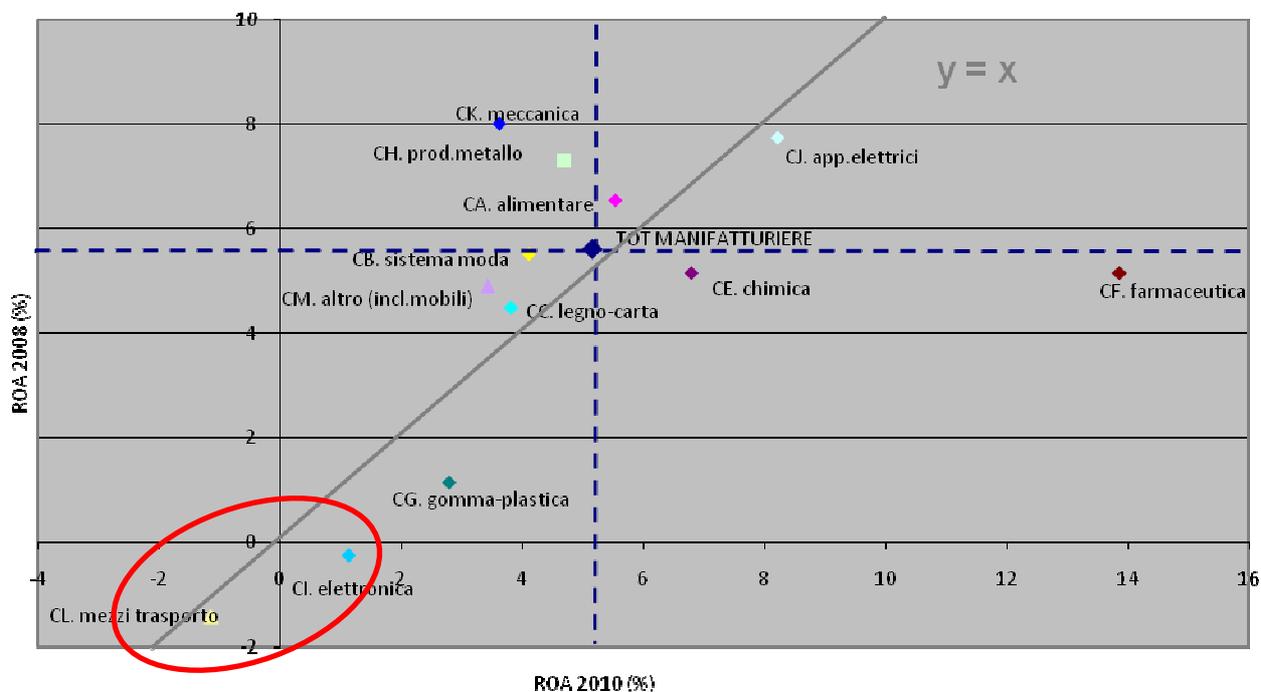
Approfondendo le performance reddituali per settori di attività, la **farmaceutica** è il settore che ha attraversato meglio la crisi, registrando il ROA più elevato nel 2010. Anche la **chimica** e gli **apparecchi elettrici** mostrano nel 2010 livelli di redditività operativa superiori al 2008.

<sup>13</sup> Reddito operativo / Totale Attivo.

<sup>14</sup> Risultato netto d'esercizio / Patrimonio netto.

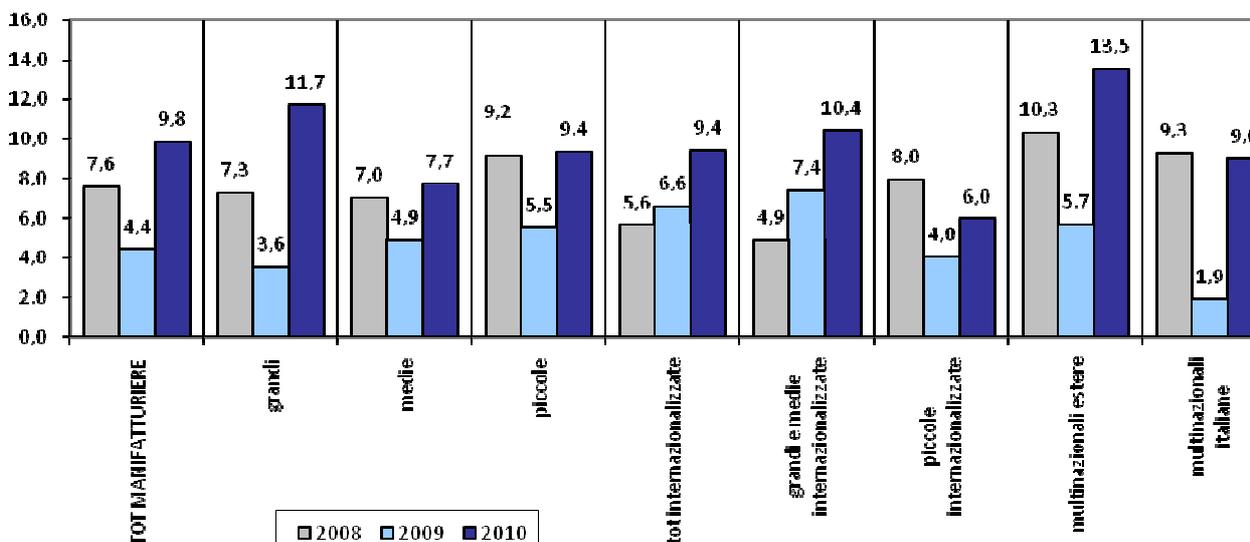
Tuttavia, per la maggior parte dei settori resta un gap di redditività da recuperare per tornare ai livelli pre-crisi (settori che si collocano al di sopra della diagonale grigia nella figura sotto), mentre la redditività dell'**elettronica** e dei **mezzi di trasporto**, pur avendo superato i livelli del 2008, rimane strutturalmente su livelli più bassi rispetto a quella degli altri settori.

**Figura 52 – La dinamica del ROA nel 2008 e nel 2010 nei settori**



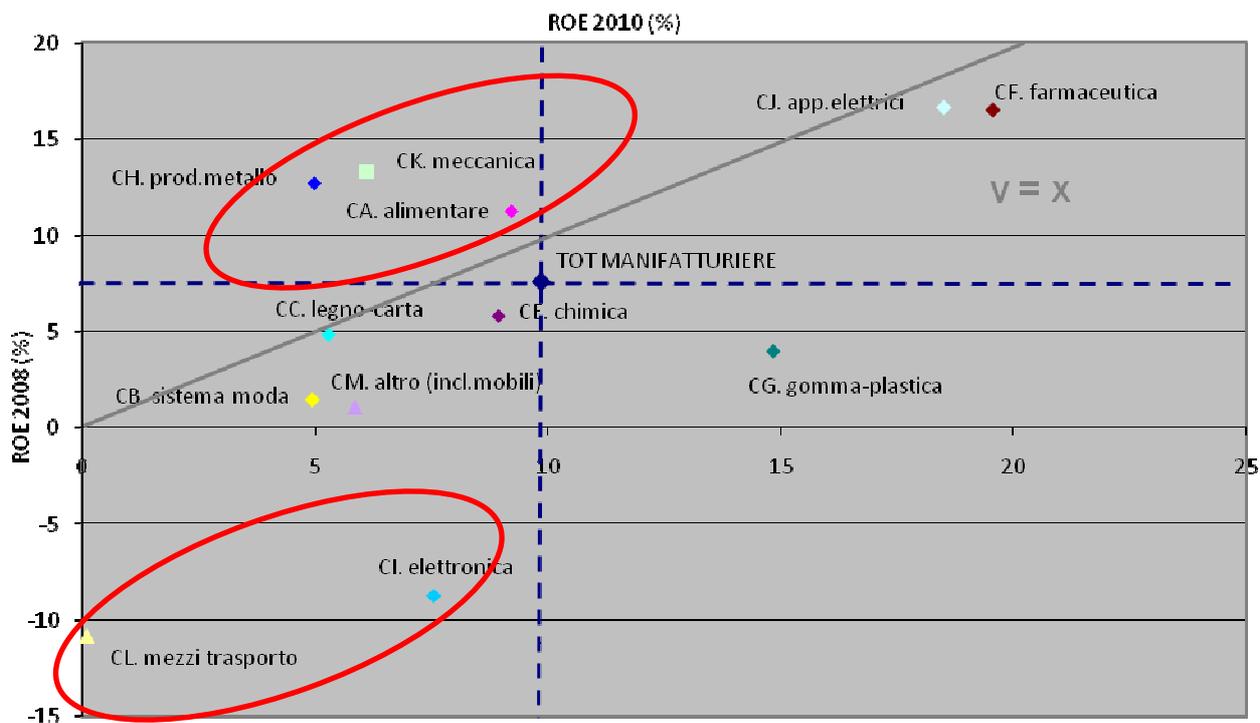
A differenza di quanto osservato per la gestione caratteristica, in termini di ROE nel complesso del manifatturiero l'anno di massima redditività nel triennio è il 2010 (9,8%), dopo il crollo dei ricavi nel 2009 a seguito della crisi (4,4%), ma ben più alto anche rispetto al 2008 (7,6%). Come analizzato in precedenza infatti, il reddito netto ha avuto un rimbalzo nel 2010 più che proporzionale alla riduzione registrata nel 2009, dovuto in parte ai recuperi di efficienza ottenuti sul versante dei costi.

**Figura 53 - Il ROE (%) nei sottoinsiemi di imprese**



Così come per il ROA, anche per il ROE i margini più interessanti sono registrati, nei sottoinsiemi, dalle multinazionali estere e dalle grandi imprese, e, nei settori, da **farmaceutica** e dagli **apparecchi elettrici**. In questo caso però, la maggior parte dei settori sono tornati sui livelli di redditività pre-crisi (settori che nella figura di seguito riportata si collocano al di sotto della diagonale grigia) o quasi (**alimentare**), mentre la redditività dell'**elettronica** e dei **mezzi di trasporto** continua a rimanere strutturalmente più bassa, pur essendo tornata in terreno positivo.

Figura 54 - La dinamica del ROE nel 2008 e nel 2010 nei settori



### 3 La struttura patrimoniale finanziaria

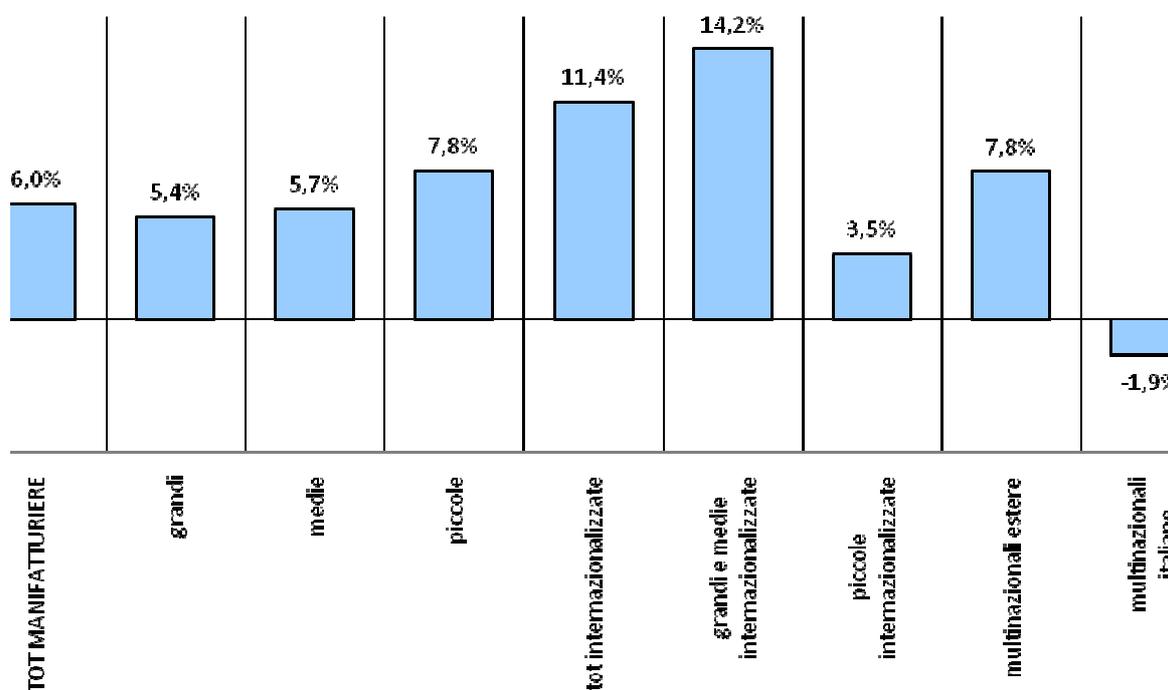
#### 3.a) Il patrimonio netto

A livello complessivo di manifatturiero, nell'arco del triennio le imprese milanesi hanno innalzato il proprio patrimonio netto del 6,0% (questo dato rappresenta un altro "elemento di sicurezza" per le imprese). Come emerge dall'analisi delle singole voci, tale incremento è dovuto all'aumento delle riserve (+5,3%) e degli utili portati a nuovo (+11,3%) oltre che dell'utile d'esercizio (+37,7%). Invece, il capitale sociale è diminuito (-2,0%), assorbendo le perdite di alcune aziende. Ciò significa che nel periodo più intenso della crisi le imprese milanesi - ove possibile - hanno trattenuto al proprio interno risorse per rafforzarsi patrimonialmente.

Questa tesi trova conferma anche dall'elaborazione dei dati delle sole aziende costantemente in pareggio/utile nel triennio: per esse l'aumento del patrimonio netto è particolarmente importante (oltre il 15%) e riflette consistenti aumenti di tutte le voci che lo compongono: capitale sociale (+3,5%), riserve (+16,5%), utili portati a nuovo (+40,8%) e risultato dell'esercizio (+10,3%).

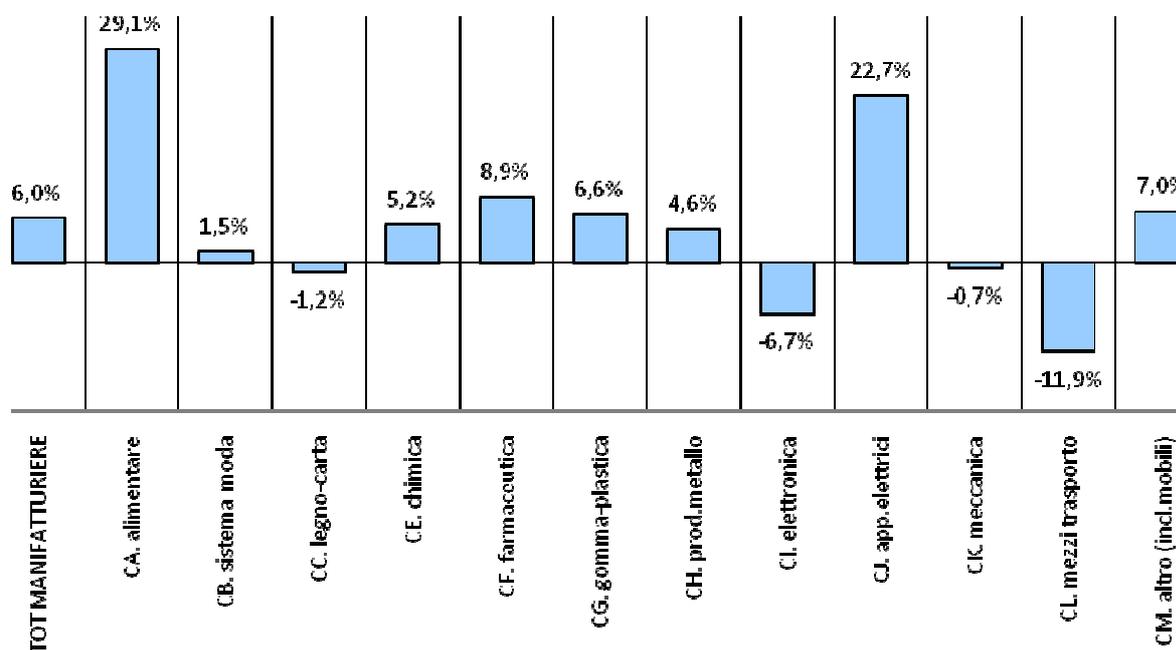
Passando all'esame dei sottoinsiemi di imprese, l'incremento dei mezzi propri è molto sostenuto per le grandi e medie aziende internazionalizzate (+14,2%) e per le piccole aziende (+7,8%). L'aumento è diffuso anche a tutti gli altri insiemi considerati, ad eccezione delle multinazionali italiane dove il patrimonio netto è sceso dell' 1,9% tra il 2008 e il 2010. Analizzando più nel dettaglio i dati, la riduzione complessiva delle multinazionali a proprietà italiana è data esclusivamente da cali nelle voci "risultato di esercizio" (-4,4%) e "utili portati a nuovo" (-22,1%); al contrario, il capitale sociale e le riserve nel triennio mostrano un aumento.

Figura 55 - La dinamica 2008-2010 del patrimonio netto nei sottoinsiemi di imprese



Prendendo in considerazione le variazioni del patrimonio netto tra il 2008 e il 2010 a livello di singolo settore, l'incremento dei mezzi è proprio si rivela molto consistente nell'**alimentare** (+29,1%) e negli **apparecchi elettrici** (+22,7%), mentre l'**elettronica** e i **mezzi di trasporto** hanno registrato una contrazione, da imputare principalmente alla riduzione del capitale sociale e degli utili portati a nuovo per la copertura delle perdite d'esercizio registrate nel biennio 2008-2009.

Figura 56 - La dinamica 2008-2010 del patrimonio netto nei settori



### 3.b) Il costo medio dell'indebitamento complessivo (finanziario e non)<sup>15</sup>

Il rapporto tra oneri finanziari e debiti totali (finanziari e non) mostra un notevole ridimensionamento nel corso del triennio: nel totale manifatturiero passa dal 3,3% nel 2008 all'1,7% nel 2010, con una contestuale maggiore convergenza dei valori tra i vari sottoinsiemi di imprese analizzate

Analizzando le determinanti del costo medio dell'indebitamento è possibile notare come, se da un lato i debiti totali sono rimasti sostanzialmente stabili nel triennio preso in considerazione (+0,5%), dall'altro gli oneri finanziari pagati dalle imprese dell'area milanese si sono quasi dimezzati tra il 2008 e il 2010 (-48,6%). Si può dunque dedurre come il costo medio dell'indebitamento si sia ridotto per via di un minor peso degli oneri finanziari pagati sul debito e non per l'incremento di poste – anche di natura non finanziaria – che concorrono a determinare la situazione debitoria complessiva dell'azienda.

Tale tesi sembra infatti avvalorata anche dall'analisi del ciclo del capitale circolante. Nel triennio 2008-2010 non c'è stato infatti alcun aumento del fabbisogno finanziario legato ad una gestione più efficiente del capitale circolante: la durata media del ciclo commerciale<sup>16</sup> è rimasta sostanzialmente stabile per le aziende manifatturiere dell'area milanese (passando da 77 giorni nel 2008 a 79 giorni nel 2010)<sup>17</sup>. Analizzando le singole determinanti del ciclo del circolante è altresì possibile notare come ad un lieve

<sup>15</sup> Oneri finanziari / Debiti totali.

<sup>16</sup> La durata del ciclo commerciale è stata calcolata come media dei singoli indicatori di ciascuna azienda e non come bilancio somma delle 2.980 imprese per via della elevata presenza di dati mancanti nelle voci di bilancio relative ai crediti verso clienti e debiti verso fornitori. La durata del ciclo commerciale è definita come: durata media dei crediti (al lordo IVA) – durata media dei debiti (al lordo IVA) + giacenza media delle scorte (Fonte: Aida). Maggiore è la durata del ciclo commerciale, maggiore dunque sarà il fabbisogno di capitale e più elevate dovranno essere le fonti di copertura per finanziarlo.

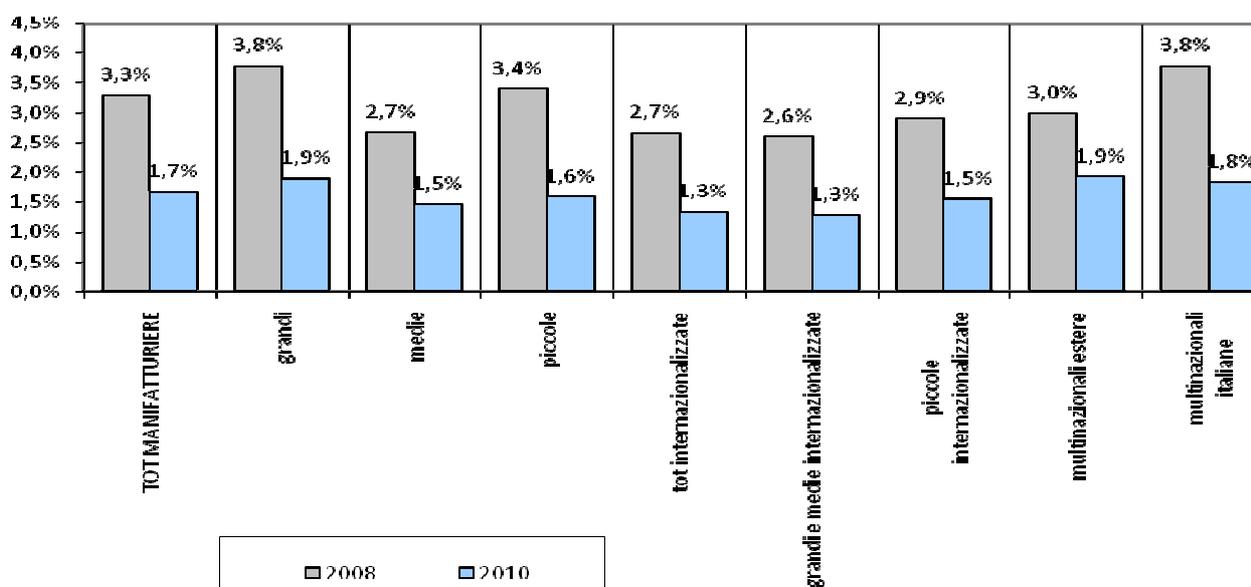
<sup>17</sup> Anche a livello di settore la dinamica del circolante è rimasta stabile nel triennio 2008-2010, nonostante forti differenze strutturali si rilevino tra i vari settori del manifatturiero. L'unico incremento di una certa entità, pari al 13% circa, si rileva nel settore moda.

allungamento dei tempi medi di pagamento da parte dei clienti<sup>18</sup> (passati da 110 a 116 giorni) e ad una sostanziale invarianza dei giorni medi di copertura delle scorte<sup>19</sup> (129 nel 2008 e 136 nel 2010), corrisponda un ridotto incremento dei giorni medi di pagamento verso i fornitori<sup>20</sup> (che passano da 162 a 172). La dinamica del circolante sembra dunque confermare come anche la principale posta debitoria di natura non finanziaria – rappresentata dai debiti verso fornitori – abbia inciso in modo marginale nel *trend* decrescente registrato dal costo medio dell’indebitamento tra il 2008 e il 2010.

La tendenza alla riduzione è diffusa a tutti i sottoinsiemi considerati ed è particolarmente sostenuta per le piccole imprese (dal 3,8% all’ 1,9%) e per le multinazionali italiane (da 3,8% a 1,8%). Pur evidenziando una riduzione inferiore, al termine del triennio considerato il costo medio dell’indebitamento si attesta al livello più basso in assoluto nelle aziende internazionalizzate (1,3%) e al livello più alto nelle multinazionali estere (1,9%).

Analizzando le dinamiche nei diversi settori, emergono due considerazioni: *i)* anche in questo caso, il *trend* del costo medio dell’indebitamento è in calo nel triennio per tutti i settori; *ii)* la variabilità tra settore e settore è molto ampia, passando dal 2,9% dell’**alimentare** all’1,1% della **meccanica**, probabilmente per via di un diverso livello di indebitamento oltre che di una diversa struttura del debito (dovuta alla maggiore o minore incidenza delle poste di natura finanziaria, e dunque onerose, rispetto ai debiti commerciali o di altro tipo).

**Figura 57 – Il costo del debito (oneroso e non oneroso) nel 2008 e nel 2010 nei sottoinsiemi di imprese**

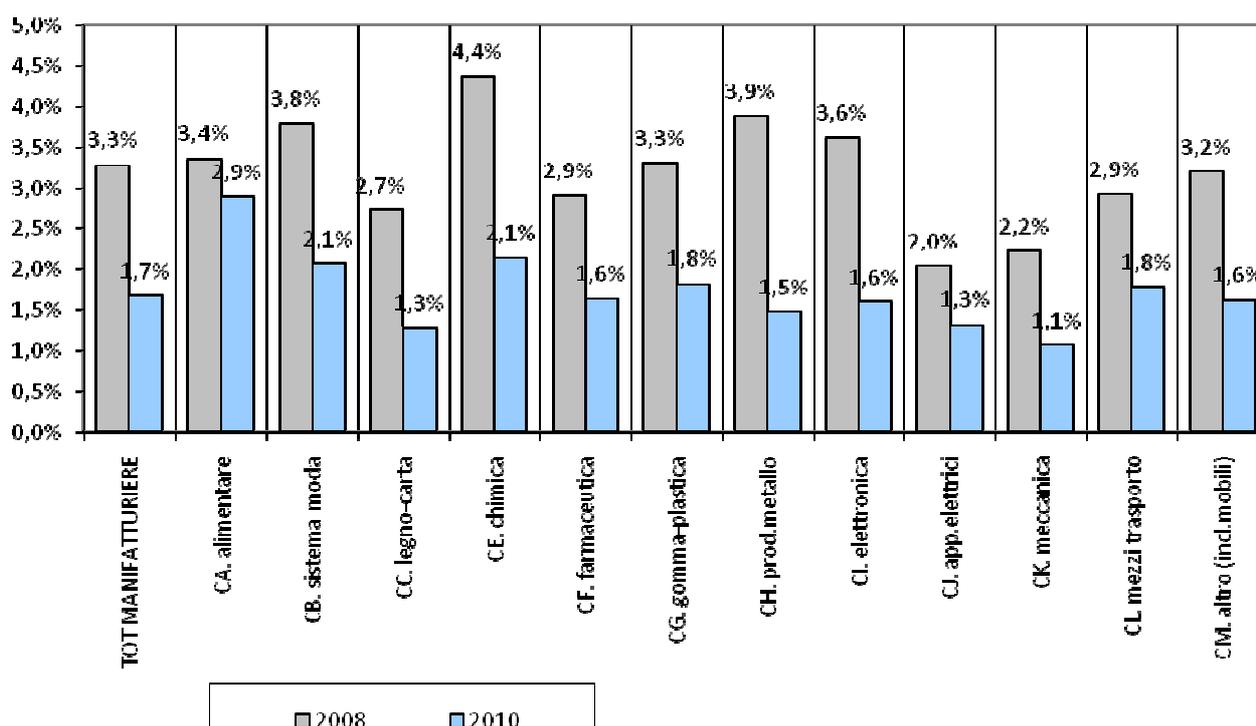


<sup>18</sup> In AIDA la durata media dei crediti è così calcolata: (crediti verso clienti)/(ricavi delle vendite e delle prestazioni+altri ricavi)\*365.

<sup>19</sup> In AIDA i giorni di copertura delle scorte sono così calcolati: (totale rimanenze-acconti)/(costi per acquisti di materie +variazioni di materie)\*365.

<sup>20</sup> In AIDA la durata media dei debiti è così calcolata: (debiti verso fornitori)/costi per acquisti di materie)\*365.

Figura 58 – Il costo del debito (oneroso e non oneroso) nel 2008 e nel 2010 nei settori



### 3.c) Il rapporto di indebitamento<sup>21</sup>

Dal rapporto di indebitamento, che confronta i debiti totali con l'ammontare dei mezzi propri, emerge come le imprese milanesi manifatturiere nel complesso non siano sottocapitalizzate: l'indicatore nella media generale è passato da 1,7 nel 2008 a 1,6 nel 2010. Ciò significa che per ogni euro di mezzi propri, le aziende analizzate hanno in media poco più di un euro e mezzo di mezzi di terzi. E' un indebitamento che esprime complessivamente solidità e autonomia finanziaria.

Se è vero che un indice eccessivamente modesto, in caso di differenza positiva tra ROA e costo medio dell'indebitamento oneroso potrebbe essere il segnale di una minore redditività dell'investimento per i soci, è anche vero che va considerata la peculiarità della fase economica che si sta esaminando. Infatti, di fronte alla crisi è lecito attendersi una minore propensione all'investimento da parte delle aziende, in reazione al clima di incertezza generale, e soprattutto è ragionevole pensare che in molti casi le imprese abbiano privilegiato la continuità rispetto alla ricerca di una maggiore redditività.

A livello di sottoinsiemi, le medie, le piccole e le internazionalizzate alla fine del triennio mostrano un rapporto in linea con il dato generale (1,6), avendo ridotto tale l'indicatore rispetto al 2008 (anno in cui era pari a 1,8). È plausibile che tale processo di contenimento si inserisca all'interno della maggiore attenzione alla gestione finanziaria che le imprese hanno dimostrato negli ultimi anni, a seguito delle tensioni sul credito bancario emerse nel corso della crisi.

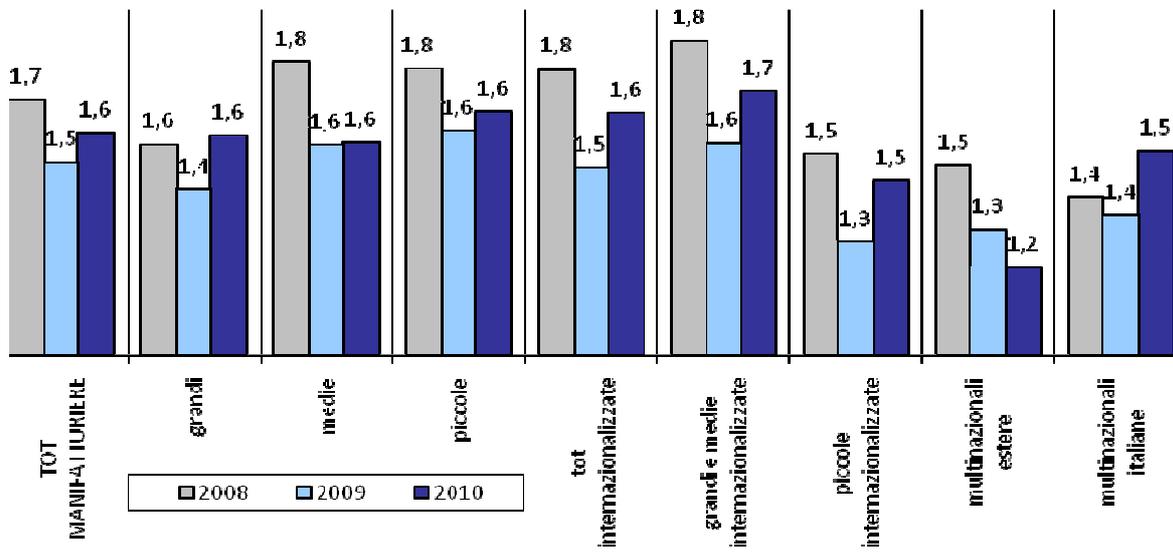
Per quanto riguarda il dato eccezionalmente basso delle multinazionali estere (1,2 nel 2010), esso è da leggere considerando che frequentemente parte del fabbisogno finanziario di queste imprese viene gestito dalla casa madre attraverso spostamenti di risorse infragruppo.

Infine, l'unico rapporto di indebitamento in controtendenza è quello delle multinazionali italiane, per le quali l'indicatore sale da 1,4 nel 2008 a 1,54 nel 2010 (comunque un valore contenuto e in linea con una sana gestione finanziaria). Analizzando nel dettaglio le voci che compongono l'indicatore, emerge che l'aumento del rapporto di indebitamento nelle multinazionali italiane è legato all'effetto congiunto di due fenomeni: da una parte all'incremento dei debiti al numeratore del rapporto (pari al 6,5%), e dall'altra alla

<sup>21</sup> Debiti totali / Patrimonio Netto.

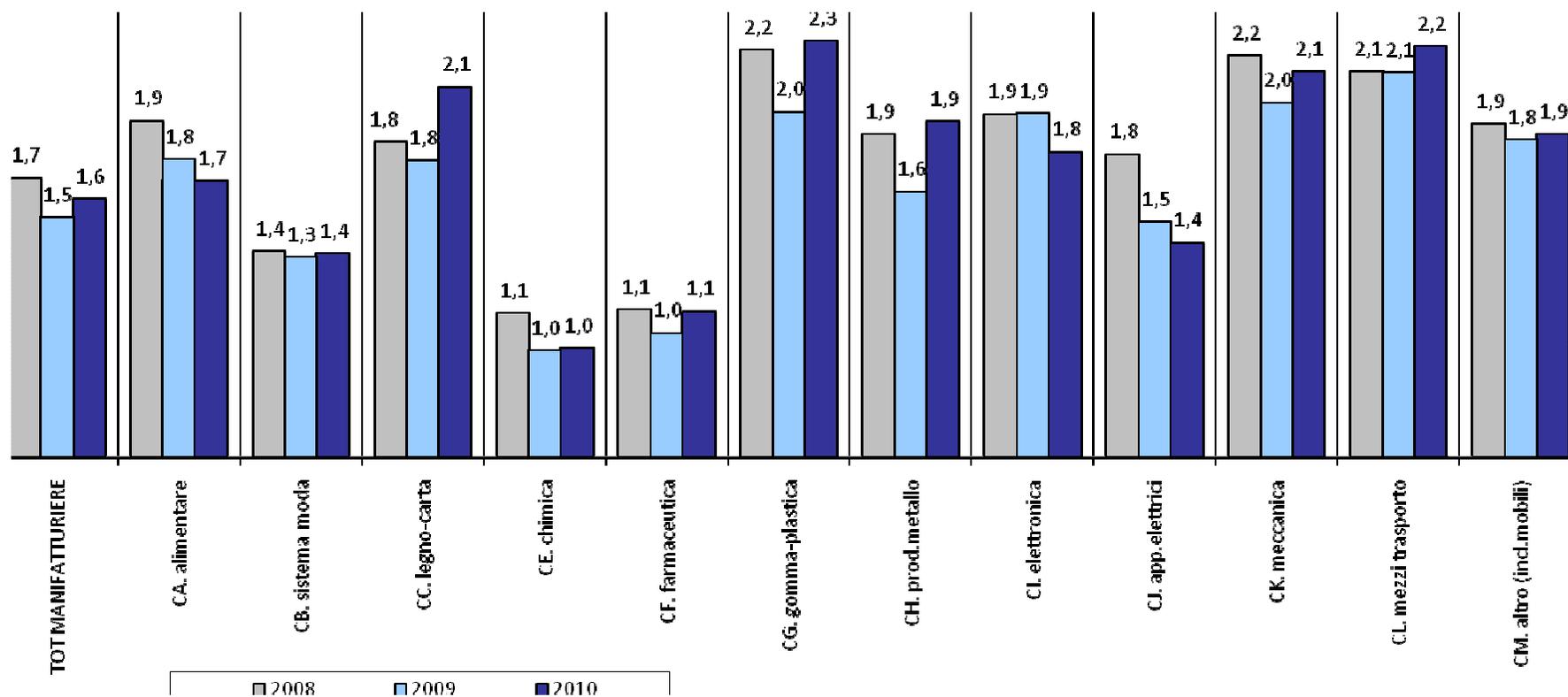
riduzione del patrimonio netto al denominatore (-1,9%, come visto nel paragrafo 3.a).

**Figura 59 - La dinamica 2008-2010 dell'indebitamento nei sottoinsiemi di imprese**



Passando all'analisi per settori, **chimica e farmaceutica** hanno un livello di indebitamento tra i più bassi in assoluto (un euro di capitale di prestito per ogni euro di mezzi propri), mentre **legno-carta, gomma-plastica, meccanica e mezzi di trasporto**, oltre ad avere un rapporto di indebitamento abbastanza elevato (superiore a 2), non mostrano di aver intrapreso una dinamica di riduzione di tale rapporto nel triennio considerato. Al contrario, **alimentare e apparecchi elettrici** hanno ridotto in modo significativo tale indicatore rispetto al 2008, grazie al consistente incremento del patrimonio netto registrato tra il 2008 e il 2010.

Figura 60 - La dinamica 2008-2010 dell'indebitamento nei settori



## 4 Lo scoring finanziario delle 2.980 imprese

Terminata l'analisi sui bilanci somma, si presentano di seguito i risultati dell'analisi condotta a livello micro attraverso il calcolo del merito di credito di ciascuna delle 2.980 aziende considerate. È opportuno sottolineare che, trattandosi di un'analisi condotta su ogni singolo bilancio aziendale, tutti i punteggi - per sottoinsiemi e per settori - che verranno di seguito commentati sono calcolati come media delle singole posizioni e non come somma complessiva.

Assolombarda si è avvalsa del supporto di ACF S.p.A. per il calcolo del rating di ciascuna delle 2.980 aziende manifatturiere milanesi. In particolare, ACF Rating è un modello di raccolta, organizzazione e valutazione delle informazioni finanziarie d'impresa che consente l'attribuzione di una appropriata classe di rischio per valutare il merito creditizio di medio-lungo periodo dell'impresa. L'attribuzione del rating avviene - secondo gli standard di ACF - dopo un'accurata analisi dei bilanci di esercizio e lo studio di alcuni aspetti qualitativi e comportamentali ritenuti rilevanti<sup>22</sup>. In questo caso è stata condotta esclusivamente una analisi quantitativa sui dati di bilancio, per cui lo scoring finanziario (che è il risultato della sola analisi quantitativa) è stato pesato al 100% nel processo di attribuzione del rating alle aziende esaminate. Il rischio di credito così determinato viene ripartito in dieci classi di Rating a seconda del punteggio conseguito:

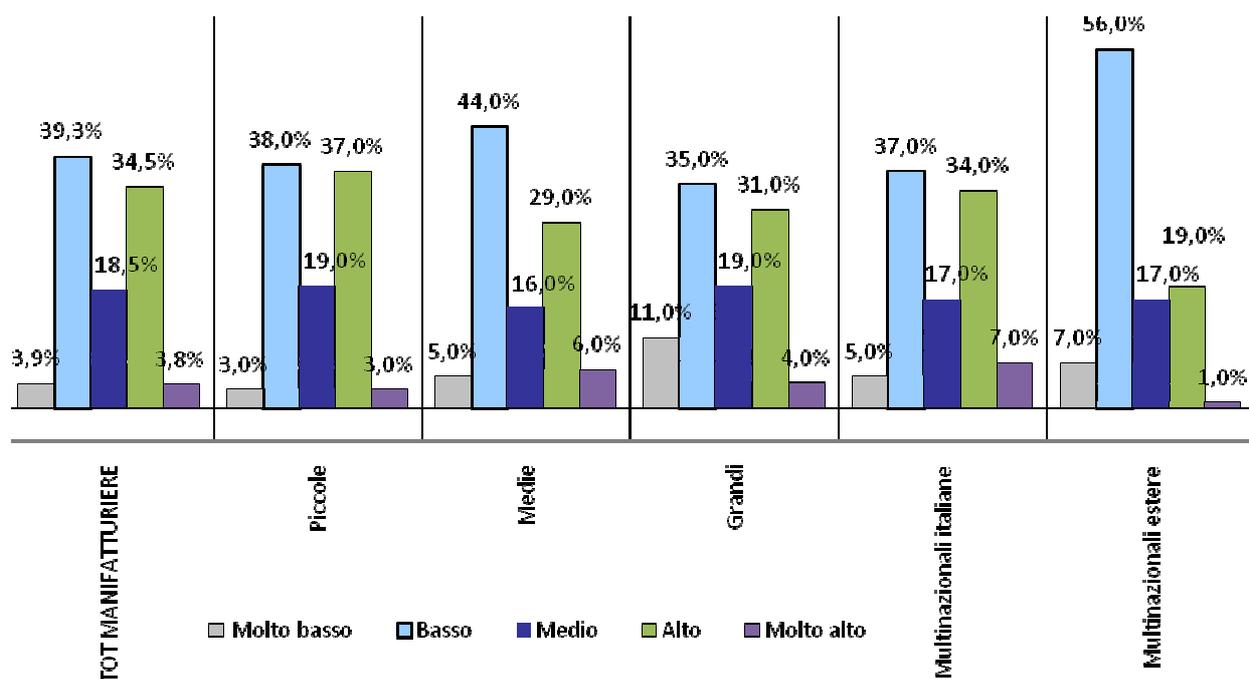
Legenda			Investment grade       Junk
80 - 100	<b>AAA</b>	Rischio molto basso	
71 - 79	<b>AA</b>	Rischio basso	
60 - 70	<b>A</b>		
55 - 59	<b>BBB</b>	Rischio medio	
51 - 54	<b>BB</b>		
40 - 50	<b>B</b>	Rischio alto	
30 - 39	<b>CCC</b>		
20 - 29	<b>CC</b>	Rischio molto alto	
1 - 19	<b>C</b>		
0	<b>D</b>	Default	

Dall'analisi dello scoring emerge come in generale il merito di credito si posiziona nella classe di rischio 'BBB', associata ad un "rischio medio". Se si analizzano le imprese che registrano un rischio di credito basso o molto basso, si evince come vi siano differenze anche molto ampie tra i diversi sottoinsiemi di imprese. In particolare:

- Classe AAA: le aziende con un rischio di credito molto basso variano in base alla dimensione aziendale, passando dal 3% delle piccole imprese all'11% delle grandi imprese;
- Classe AA – A: le aziende con un rischio di credito basso sono maggiormente diffuse tra le medie imprese (44%) piuttosto che tra le piccole (38%) e grandi aziende (35%). Tra le multinazionali estere, le aziende con un rischio basso rappresentano il 56% del totale, evidenziando un rischio di credito molto più basso delle multinazionali italiane (le aziende con lo stesso livello di rischio pari al 37%).

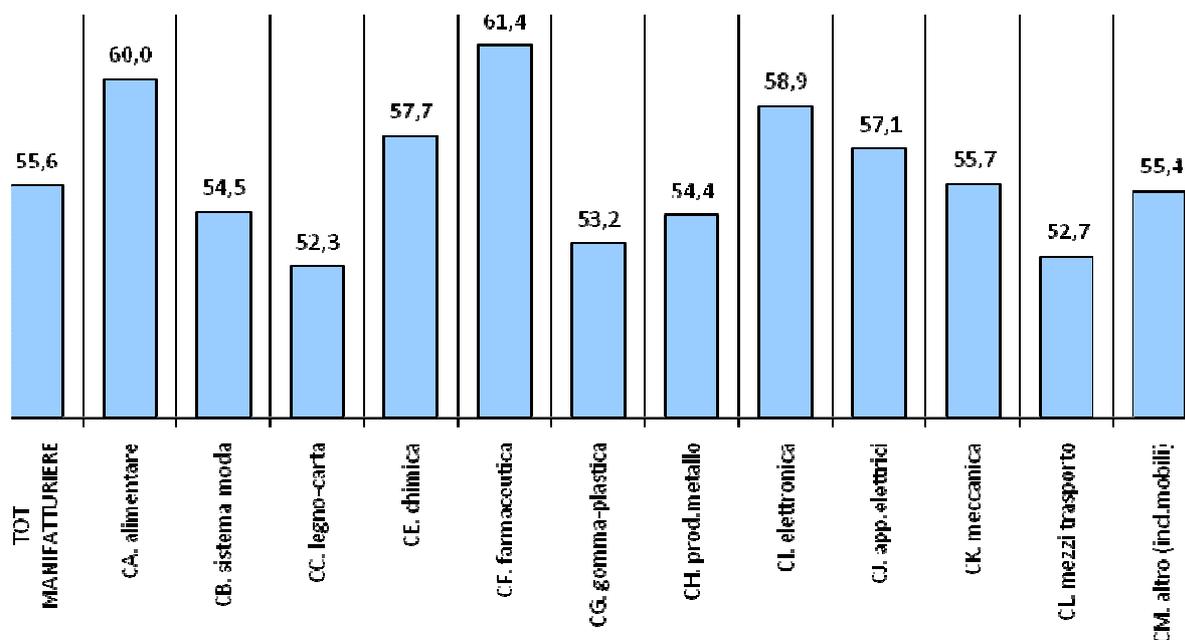
<sup>22</sup> L'attribuzione di un rating avviene infatti attraverso tre principali profili di valutazione: i) analisi quantitativa; ii) analisi qualitativa; iii) analisi andamentale.

Figura 61 – Le classi di rischio nei sottoinsiemi di imprese



Passando ad analizzare il merito di credito tra i diversi settori, si evincono differenze anche molto ampie tra settore e settore. In particolare, la **farmaceutica** e l'**alimentare** risultano i settori con lo scoring più elevato, posizionandosi in una classe di rischio abbastanza bassa (A), mentre altri settori (**legno-carta**, **gomma-plastica** e **mezzi di trasporto**) si caratterizzano per una classe di rischio medio-alta (BB), avendo conseguito un scoring inferiore a 54. I restanti settori presentano un rischio di credito medio (BBB).

Figura 62 – Lo scoring finanziario dei settori



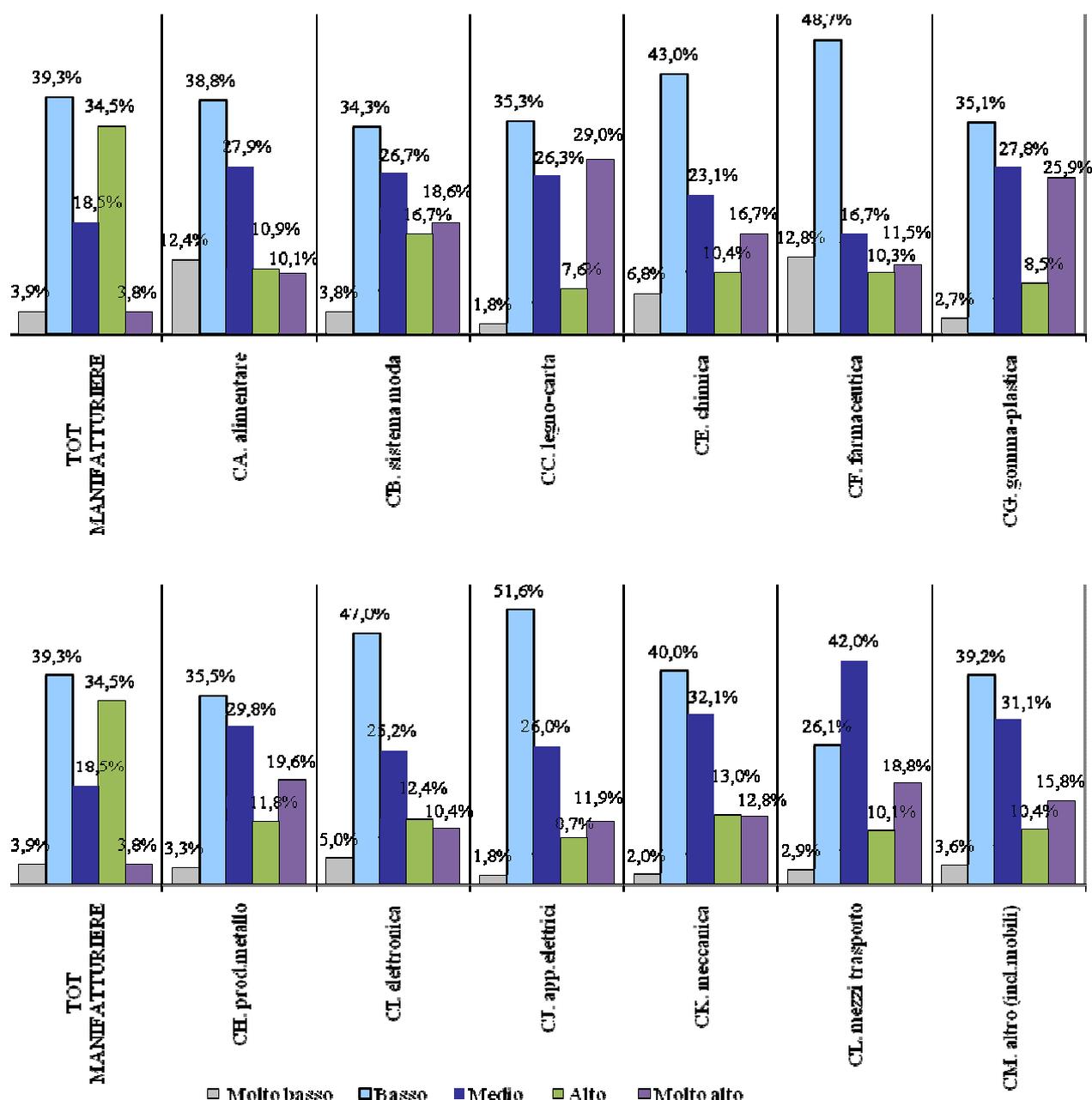
Quanto alle classi di merito di credito tra i settori:

- **Classe AAA:** oltre una azienda su dieci nella **farmaceutica** e nell'**alimentare** presentano un rischio di credito molto basso; all'opposto troviamo **legno-carta**, **apparecchi elettrici** e **meccanica** che

mostrano una quota inferiore al 2% di imprese in questa classe (nel complesso del manifatturiero la quota è pari al 3,9%);

- Classe AA – A: nella **farmaceutica** e negli **apparecchi elettrici** circa un'impresa su due vanta un rischio di credito basso (si ricorda che gli apparecchi elettrici evidenziano al contempo una quota ridotta di aziende nella classe AAA). I **mezzi di trasporto** (26,1%) si posizionano, invece, largamente al di sotto della media del manifatturiero (pari al 39,3%).

Figura 63-64 – Le classi di rischio nei settori



## 5 Qualche considerazione conclusiva

Molti dei dati sopra presentati suggeriscono che le più significative differenze nei livelli e nelle dinamiche della redditività dipendono soprattutto dal settore nel quale le imprese operano. Anche le dimensioni, la proprietà e l'internazionalizzazione fanno qualche differenza, ma meno evidente. Sorgono tre domande:

- le imprese milanesi si trovano prevalentemente in settori "ricchi" o in settori che non permettono (non permettono più) sufficienti livelli di redditività?
- le imprese milanesi si trovano proiettate in settori scarsamente sensibili alle congiunture negative, oppure ne risentono fortemente?
- si possono individuare settori da privilegiare e stimolare nei prossimi anni?

Nelle quattro tavole seguenti sono riassunti i risultati delle analisi sin qui svolte per sottoinsiemi (Figura 65e Figura 67) e per settori (Figura 66 e Figura 68).

**Figura 65 – Riepilogo del profilo strutturale nei sottoinsiemi**

Sottoinsiemi	% aziende sempre in utile	BEP 2010	Dinamica BEP	Δ Valore aggiunto	Δ Dipendenti
Grandi	47,7%	MEDIO	?	Forte diminuzione	Diminuzione
Medie	50,4%	MEDIO	?	Stabile	Diminuzione
Piccole	49,2%	MEDIO	?	Diminuzione	Stabile
Grandi e medie internazionalizzate	49,6%	BASSO	?	Aumento	Diminuzione
Piccole internazionalizzate	50,9%	MEDIO	?	Forte diminuzione	Stabile
Multinazionali estere	47,7%	BASSO	?	Diminuzione	Diminuzione
Multinazionali italiane	49,0%	MEDIO	?	Forte diminuzione	Diminuzione

**Figura 66 – Riepilogo del profilo strutturale nei settori**

Settori	% aziende sempre in utile	BEP 2010	Dinamica BEP	Δ Valore aggiunto	Δ Dipendenti
CA. alimentare	68,2%	BASSO	?	Aumento	Stabile
CB. sistema moda	41,9%	MEDIO	?	Stabile	Aumento
CC. legno-carta	39,7%	MEDIO	?	Diminuzione	Forte aumento
CE. chimica	57,0%	BASSO	?	Aumento	Diminuzione
CF. farmaceutica	65,4%	MOLTO BASSO	?	Forte aumento	Stabile
CG. gomma-plastica	39,8%	MEDIO	?	Aumento	Forte diminuzione
CH. prod.metallo	42,7%	MEDIO	?	Forte diminuzione	Stabile
CI. elettronica	53,0%	ALTO	?	Forte diminuzione	Diminuzione
CJ. app.elettrici	59,8%	MOLTO BASSO	?	Forte aumento	Aumento
CK. meccanica	54,0%	MEDIO	?	Forte diminuzione	Stabile
CL. mezzi trasporto	43,5%	MOLTO ALTO	?	Diminuzione	Diminuzione
CM. altro (incl.mobili)	49,3%	MEDIO	?	Diminuzione	Diminuzione

**Figura 67 – Riepilogo della dinamica reddituale, patrimoniale e finanziaria nei sottoinsiemi**

Sottoinsiemi	Dinamica Fatturato - RO - RN	Ricavi (risp. livello pre-crisi)	ROA (risp. livello pre-crisi)	Δ PN	Scoring alto (AAA-AA-A)
Grandi	Standard	=	=	POSITIVO	11,0%
Medie	Standard	--	=	POSITIVO	19,0%
Piccole	Standard	--	-	POSITIVO	23,0%
Grandi e medie internazionalizzate	No influenzato crisi	-	+	MOLTO POSITIVO	N.D.
Piccole internazionalizzate	No ripresa	--	-	POSITIVO	N.D.
Multinazionali estere	Standard	-	=	POSITIVO	23,0%
Multinazionali italiane	Standard	=	-	NEGATIVO	16,0%

**Figura 68 – Riepilogo della dinamica reddituale, patrimoniale e finanziaria nei settori**

Settori	Dinamica Fatturato - RO - RN	Ricavi (risp. livello pre-crisi)	ROA (risp. livello pre-crisi)	Δ PN	Scoring alto (AAA-AA-A)
CA. alimentare	No influenzato crisi	=	=	MOLTO POSITIVO	51,2%
CB. sistema moda	Standard	-	-	NULLO	38,1%
CC. legno-carta	Standard	-	-	NULLO	37,1%
CE. chimica	Standard	-	+	POSITIVO	49,8%
CF. farmaceutica	No influenzato crisi	++	+	POSITIVO	61,5%
CG. gomma-plastica	Standard	++	+	POSITIVO	37,8%
CH. prod.metallo	No ripresa	--	--	POSITIVO	38,8%
CI. elettronica	Anomalo	---	+	MOLTO NEGATIVO	52,0%
CJ. app.elettrici	No influenzato crisi	+	+	MOLTO POSITIVO	53,4%
CK. meccanica	No ripresa	---	--	NULLO	42,0%
CL. mezzi trasporto	Anomalo	--	=	MOLTO NEGATIVO	29,0%
CM. altro (incl.mobili)	Anomalo	-	-	POSITIVO	42,8%

Dagli indicatori di sintesi emergono alcune interessanti similitudini a livello di settori:

- FARMACEUTICA, APPARECCHI ELETTRICI, ALIMENTARE e CHIMICA sono settori molto redditizi (elevata percentuale di aziende sempre in utile), con un margine di sicurezza molto elevato (BEP molto basso e in riduzione nel triennio), poco influenzate dalla crisi e con dinamiche economiche standard. Mostrano, inoltre, ricavi in crescita rispetto ai livelli del 2008, una redditività poco influenzata dalla crisi (sia a livello di ROE che di ROA), e un rapporto di indebitamento tra i più contenuti (gli apparecchi elettrici grazie al forte aumento del PN). Sono i settori che presentano lo scoring più elevato.
- ELETTRONICA e MEZZI DI TRASPORTO sono settori con una struttura dei costi molto rigida, con un BEP molto elevato e con andamenti anomali nelle dinamiche economiche, ma con un elemento in comune: non si sono ancora ripresi dalla crisi in corso. I ricavi sono ancora molto sotto il livello pre-crisi e la redditività è strutturalmente bassa (addirittura negativa nel biennio 2008-2009). Le perdite registrate nel biennio 2008-2009 in molti casi hanno eroso anche il patrimonio netto delle società.

- PROD. METALLO e MECCANICA sono settori con una struttura dei costi più snella e un BEP medio-alto. In comune rispetto ai due settori precedenti hanno il fatto che non si sono ancora ripresi dalla crisi: il fatturato, il reddito operativo e il reddito netto hanno dinamiche economiche standard, ma non sono ancora tornati ai livelli pre-crisi. Rispetto ai due settori precedenti si contraddistinguono per una redditività più elevata, soprattutto con riferimento al 2008.
- SISTEMA MODA, LEGNO-CARTA, GOMMA-PLASTICA e ALTRO sono settori in cui la competizione è più intensa (bassa percentuale di aziende sempre in utile), con una struttura dei costi standard e un BEP medio-alto, ma non hanno lavorato sulla propria struttura dei costi fissi durante la crisi per recuperare efficienza. Si caratterizzano per dinamiche economiche standard con riferimento al fatturato – reddito operativo – reddito netto: hanno risentito della crisi, ma si sono riprese, tornando quasi ai livelli pre-crisi. Il settore della gomma-plastica sembra, invece, aver tratto addirittura nuovo slancio dalla crisi in corso.

## Appendice 1. Nota metodologica sugli insiemi di imprese analizzate in dettaglio

L'analisi è svolta sui dati di bilancio non consolidati delle imprese:

- manifatturiere (identificate sulla base del codice Ateco 2007);
- con sede legale nelle province di Milano, Lodi e Monza-Brianza;
- aventi nel 2010 almeno 10 dipendenti;

e confronta le performance di una serie di insiemi chiusi di imprese.

L'analisi è stata condotta sia a livello di aggregato complessivo (di cui al punto A), sia ricorrendo a sottoinsiemi di imprese che presentano specifiche caratteristiche (di cui ai punti B), C), e D), sia per settore di attività (di cui al punto E)):

- A) **2.980 imprese manifatturiere ATTIVE<sup>23</sup>** distinte per classe di dipendenti<sup>24</sup>:
- 111 grandi imprese;
  - 714 medie imprese;
  - 2.155 piccole imprese.
- B) Tra le 2.980 imprese manifatturiere attive, sono state isolate sulla base dei risultati netti di esercizio:
- **1.474 imprese COSTANTEMENTE IN UTILE**, ovvero che hanno chiuso tutti e tre gli anni considerati in utile o in pareggio;
  - **315 imprese COSTANTEMENTE IN PERDITA**, ovvero che hanno chiuso tutti e tre gli anni considerati in perdita.
- C) All'interno delle 2.980 imprese manifatturiere attive, sono state individuate **363 imprese INTERNAZIONALIZZATE<sup>25</sup>**, disaggregate per dimensione:
- 141 medie e grandi imprese;
  - 222 piccole imprese.
- D) Sempre all'interno delle 2.980 imprese manifatturiere attive, sono state identificate **479 MULTINAZIONALI**:
- **281 imprese MULTINAZIONALI ESTERE<sup>26</sup>** (imprese italiane partecipate da imprese estere);
  - **198 imprese MULTINAZIONALI ITALIANE<sup>27</sup>** (imprese italiane che detengono partecipazioni in imprese estere).
- E) Le 2.980 imprese manifatturiere risultano così suddivise in termini di settore di attività (individuato attraverso la classificazione ATECO 2007):
- CA - alimentare (129 imprese);
  - CB - sistema moda (210 imprese);
  - CC - legno-carta (224 imprese);
  - CE -chimica (251 imprese);
  - CF - farmaceutica (78 imprese);

<sup>23</sup> Le imprese attive risultanti alla data del 1 settembre 2011 sulla banca dati AIDA erano 3.073, rispetto alle quali sono state eliminate le aziende petrolifere (14), le aziende entrate in una qualche procedura concorsuale nel 2010 (5), le aziende costituite nel 2008 (45); le aziende con un PN negativo in ciascuno dei tre anni analizzati (11), le aziende con ricavi delle vendite pari a zero nel 2008 (10) e le aziende con dei trend anomali nei dati di bilancio nel triennio considerato (11).

<sup>24</sup> Grandi imprese: oltre 250 dipendenti; medie imprese: da 51 a 250 dipendenti; piccole imprese: da 10 a 50 dipendenti.

<sup>25</sup> Imprese che hanno partecipato all'indagine Assolombarda sui processi di internazionalizzazione delle imprese milanesi nel 2008, nel 2009 o nel 2010.

<sup>26</sup> Imprese censite dalla banca dati Reprint.

<sup>27</sup> Imprese censite dalla banca dati Reprint.

- CG -gomma-plastica (259 imprese);
- CH - prodotti in metallo (609 imprese);
- CI - elettronica (202 imprese);
- CJ - apparecchi elettrici (219 imprese);
- CK - meccanica (507 imprese);
- CL -mezzi di trasporto (69 imprese);
- CM - altro - incluso mobili (223 imprese).

In generale, va sottolineato che nessuno degli insiemi considerati rappresenta un campione: volutamente nell'analisi sono state incluse tutte le imprese per le quali si disponeva di informazioni di bilancio aggiornate e attendibili nella banca dati AIDA di Bureau Van Dijk.

## Appendice 2. Nota metodologica sul metodo di calcolo dello scoring finanziario

La metodologia valutativa dello scoring finanziario ACF si basa sulla valutazione delle variabili relative alle seguenti aree:

### 1. INDEBITAMENTO

- leverage finanziario
- leverage
- indice di autonomia finanziaria
- debiti a breve / fatturato

### 2. STRUTTURA

- indice di struttura primario
- indice di struttura secondario
- indice di tesoreria

### 3. LIQUIDITÀ

- current ratio
- cash flow / debiti onerosi
- copertura oneri finanziari

### 4. PERFORMANCE OPERATIVA

- ROA
- ROS
- rotazione attivo
- ROE finanziario
- surplus di valore

### 5. INDICI FINANZIARI

- oneri finanziari / MOL
- posizione finanziaria netta / MOL
- debiti onerosi breve termine / fatturato
- debiti onerosi medio/lungo termine / fatturato
- posizione finanziaria netta / fatturato