



KF Economics - K Finance

Rapporto sull'industria italiana 2011

Analisi dei bilanci 2005-2009

Febbraio 2011

K Finance Srl
Via Durini 27
20122 Milano
Tel +39.02.76394888
Fax +39.02.76310967

www.kfinance.com
Via Emilia San Pietro 21
42121 Reggio Emilia
Tel +39.0522.496221
Fax +39.0522.453604

kfinance@kfinance.com
C.F., P.IVA e Reg. Imp. RE:
01853210357
R.E.A. n. RE 229515
Cap. Soc.: € 110.000

**CLAIRFIELD
PARTNERS**

Europe
The Americas
Asia Pacific

Disclaimer

*La presente ricerca Rapporto sull'industria italiana 2011 (la "**Ricerca**") è stata predisposta da K Finance S.r.l. ("**K Finance**") e KF Economics S.r.l. ("**KF Economics**") (congiuntamente anche "**Gruppo K Finance**") al fine di fornire un quadro dello stato di salute del settore industriale italiano.*

I destinatari della Ricerca acconsentono a non riprodurre o utilizzare tutto o parte del contenuto della stessa senza averlo preventivamente comunicato a K Finance e impegnandosi a citare la fonte del materiale riprodotto o utilizzato,.

Nella redazione della Ricerca K Finance ha fatto uso di dati, informazioni e documenti di dominio pubblico e ritenuti rilevanti nello svolgimento delle analisi. Ai fini della redazione del presente documento, K Finance ha fatto affidamento sulla veridicità, completezza e accuratezza di tali dati, informazioni e documenti e non ha dato corso a verifiche autonome sugli stessi; in ogni caso, l'attività di K Finance non ha incluso l'esecuzione di verifiche contabili autonome. Pertanto, nonostante K Finance abbia svolto le proprie analisi con la massima diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non assume alcuna responsabilità né fornisce alcuna garanzia in ordine alle informazioni e ai dati contenuti nella presente Ricerca.

*Il rapporto propone una valutazione sintetica della condizione finanziaria delle imprese industriali, formulata tramite il modello KF Report ("**KFR**"), modello proprietario del Gruppo K Finance.*

K Finance, KF Economics e KF Report sono marchi registrati del Gruppo K Finance.

Sommario

Executive summary	4
Premessa	6
La condizione delle imprese industriali tra 2005 e 2009	7
Analisi dei settori industriali.....	14
Analisi per dimensione aziendale.....	23
Appendice.....	27
Indice di Valore Finanziario	27
Cambiamenti metodologici	28

Executive summary

Peggiorano le condizioni finanziarie dell'industria italiana, a seguito della crisi

Il fenomeno più evidente è stato il calo dei ricavi, mediamente dell'8%...

...che ha prodotto un calo di redditività ai minimi dal 2005

Si è avuto, peraltro, un effetto positivo sulla riduzione dell'indebitamento finanziario

La recessione economica del 2009 ha prodotto un peggioramento delle condizioni finanziarie dell'industria italiana, con una valutazione media KFR di K3+, in costante calo dai K4 del 2007 e K4- del 2008.

La crisi del 2009 è stata causata da un calo della domanda internazionale e interna, a loro volta -come noto- generati da una crisi finanziaria e immobiliare che ha ridotto la propensione ai consumi e agli investimenti. Il 2009 è stato pertanto caratterizzato da una crisi "di volumi" che si è tradotta in un improvviso e drastico calo dei ricavi, che si era avviato peraltro già nel 2008. In media l'industria italiana ha perso il 9,7% dei ricavi nel 2008 e l'8,3% nel 2009, rispetto all'anno precedente.

Il calo dei ricavi ha prodotto un evidente effetto negativo sulla redditività operativa, contraendo il Margine Operativo Lordo (o Ebitda) al 6,5% (in calo dal 7,0% del 2008 e dal 7,5% del 2007), il valore minimo dal 2005. Questo calo si è verificato nonostante l'ampio ricorso alla cassa integrazione (ordinaria e straordinaria) che ha consentito di ridurre temporaneamente il costo del lavoro, ma non in misura pari al calo delle vendite.

La contrazione dei ricavi ha però prodotto un effetto positivo sui fabbisogni di cassa, riducendo l'indebitamento in misura tale da aiutare a contenere il peggioramento delle condizioni finanziarie ad un solo livello ("notch") da K4- a K3+, come accennato sopra.

La forte riduzione dei ricavi ha infatti ridotto l'assorbimento di capitale circolante (in particolare si è ridotto l'ammontare dei crediti verso clienti e non si sono ricostituite le scorte di magazzino) e ciò si è tradotto: a) in una maggiore generazione di flussi di cassa operativi (saliti al 4,5% dei ricavi, valore massimo del quinquennio), b) in una conseguente riduzione dell'indebitamento finanziario (sceso al 9% dei ricavi dal 15% del 2008 e a 0,8 volte il MOL da 2,4 volte nel 2008; per entrambi si tratta

dei risultati minimi del quinquennio) ed infine c) in una riduzione degli oneri finanziari (all'1% dei ricavi, dall'1,3% del 2008).

Migliora invece il valore finanziario delle aziende industriali...

...poiché il debito finanziario è calato molto di più di quanto sia calata la redditività.

In termini di creazione di valore si registrano invece risultati positivi. Nonostante il peggioramento della solidità finanziaria, l'industria italiana ha saputo migliorare il proprio valore. Infatti l'Indice Finanziario di Valore, messo a punto da K Finance, è risalito a quota 30, dal livello minimo di 27 raggiunto nel 2008, dopo un calo continuo dal massimo di 33 registrato nel 2006. La positiva performance deriva dal fatto che, nonostante si sia ridotta la redditività, con un conseguente calo del cosiddetto "enterprise value", si è avuta una riduzione del debito finanziario più che proporzionale e di conseguenza il valore finanziario (cosiddetto "equity value") è aumentato.

I settori migliori: Utilities, Chimica, Gomma-Plastica

I settori peggiori: Legno-Carta, Ceramiche-Materiali da costruzione, Mobili

In termini di solidità finanziaria, i settori migliori risultano 'Utilities', 'Chimica' e 'Gomma-Plastica'; mentre i peggiori sono 'Legno-Carta', 'Ceramiche-Materiali da costruzione' e 'Mobili'. I settori che hanno resistito alla crisi senza peggioramenti sono 'Chimica' e 'Gomma-Plastica'. Quelli che hanno sofferto di più dalla crisi, nonostante partissero da posizioni di relativa solidità, sono 'Lavorazione metalli' e il settore dell'auto.

Le aziende più grandi (ricavi >50M) sono meno rischiose perché sono meno indebitate di quelle più piccole.

La dimensione aziendale è uno dei principali fattori discriminanti nella differenziazione delle condizioni di solidità finanziarie. La solidità finanziaria delle aziende aumenta all'aumentare dei ricavi. Le aziende mediamente solide sono quelle con fatturato superiore ai 50 milioni di Euro. La ragione principale risiede nel fatto che il livello di indebitamento e di incidenza degli oneri finanziari calano all'aumentare della dimensione dei ricavi e il calo ha una accelerazione proprio sopra la soglia dei 50 milioni di Euro di fatturato. La redditività, invece, non mostra differenze sensibili tra aziende di piccole, medie o grandi dimensioni.

Premessa

Il rapporto sull'industria di KF Economics intende fornire un quadro della redditività, dell'efficienza e della solidità finanziaria delle imprese industriali italiane, attraverso l'esame di un ampio insieme di indicatori ricavati dai bilanci relativi al quinquennio 2005-2009.

Le analisi presentate nel rapporto sono state condotte su un vasto campione di imprese, appartenenti a quindici distinti settori di attività economica e caratterizzate da ricavi delle vendite superiori a 1,5 milioni di euro. Nel complesso sono stati elaborati i dati di oltre 280 mila bilanci, di cui 44 mila relativi all'anno 2009.

Oltre a illustrare i risultati relativi a una selezione di indicatori di bilancio, il rapporto propone una valutazione sintetica della condizione finanziaria delle imprese industriali, formulata tramite il modello KF Report.

KF Report è un modello proprietario che combina indicatori relativi alla redditività, all'efficienza nella gestione del capitale, alla capacità di autofinanziamento, alla struttura finanziaria e all'incidenza degli oneri finanziari, restituendo una valutazione sintetica articolata su sette livelli: da K1, il giudizio peggiore, a K7, quello migliore.

A complemento della valutazione di KF Report, il rapporto presenta una misura della congruità tra la redditività dell'impresa e l'impiego dei capitali onerosi di terzi, l'Indice di Valore Finanziario.

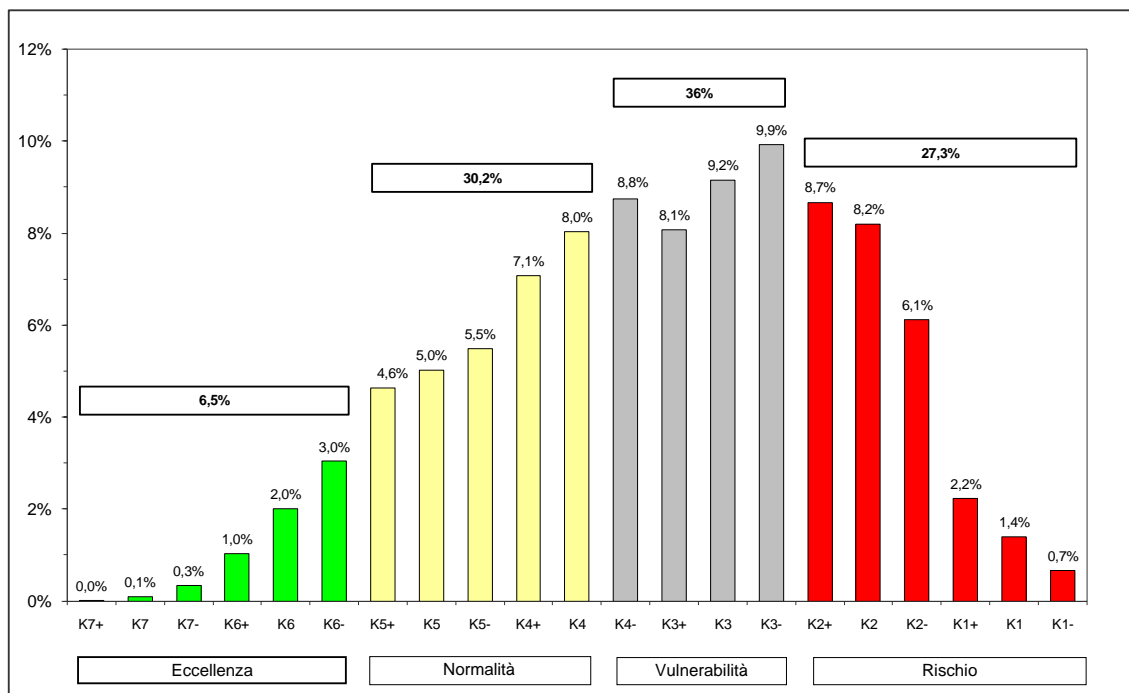
Sia KF Report che l'Indice di Valore finanziario consentono confronti immediati tra imprese di settori economici diversi e nel tempo.

Il rapporto sull'industria di KF Economics prosegue, con alcune revisioni metodologiche e in una veste rinnovata, la serie dei rapporti "KF Rating Industria" pubblicati da K Finance fino al 2010.

La condizione delle imprese industriali tra 2005 e 2009

Sulla base dei bilanci relativi al 2009, oltre il 60% delle imprese industriali riceve una valutazione KF Report inferiore a K4, collocandosi nell'area di vulnerabilità (36%) o di rischio (27%). Le imprese giudicate in condizioni normali, con valutazione almeno pari a K4 e inferiori a K6, sono il 30%, mentre la consistenza delle imprese eccellenti, cioè quelle valutate almeno K6, è di appena il 7%.

Figura 1 - La condizione delle imprese industriali
Ripartizione percentuale delle imprese sulla scala KF Report (Anno 2009)



La Figura 1 illustra la ripartizione delle imprese sulla scala KF Report. Ciascuno dei sette livelli della scala è suddiviso in tre segmenti, attraverso l'attribuzione dei suffissi “+” e “-”, in modo da evidenziare in dettaglio le differenze tra le imprese che vi appartengono. Le etichette alla base del grafico, viceversa, indicano le quattro aree che raggruppano le valutazioni KF Report (da ‘Rischio’ a ‘Eccellenza’).

La condizione delle imprese nel 2009 è in lieve peggioramento rispetto a quella dell'anno precedente, come mostrano le Figure 2 e 3, in cui sono riportate, per ciascun anno tra il 2005 e il 2009, la valutazione generale dell'industria e la ripartizione delle imprese sulle quattro aree di KF Report.

Il giudizio generale sull'industria (Fig. 2) scende da K4- nel 2008 a K3+ nel 2009: era K4 nel biennio 2006-07. La quota d'impresе a rischio cresce di poco meno che un punto percentuale (0,7%) rispetto all'anno precedente, mentre resta minima la percentuale di imprese eccellenti, dimezzata rispetto al 13% circa rilevato tra 2005 e 2007 (Fig. 3).

Figura 2 - Evoluzione della condizione complessiva dell'industria italiana

Valutazione generale delle imprese sulla scala KF Report (2005-09)

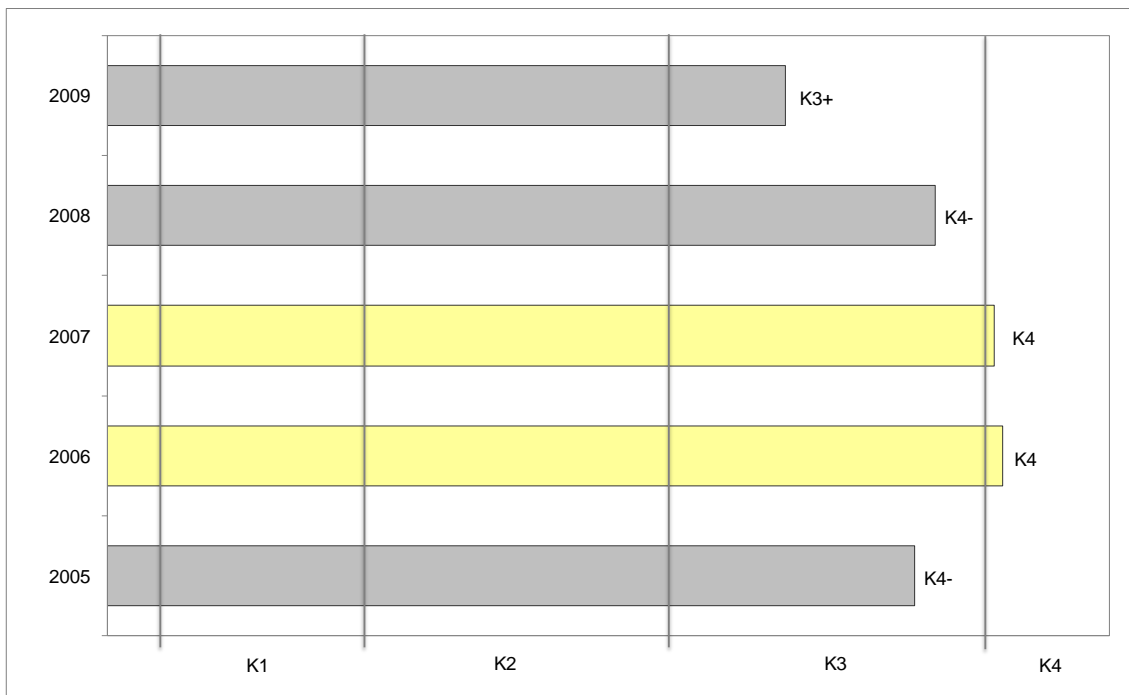


Figura 3 - Evoluzione della condizione dell'industria

Valutazione generale e ripartizione percentuale delle imprese tra le aree KF Report (2005-09)

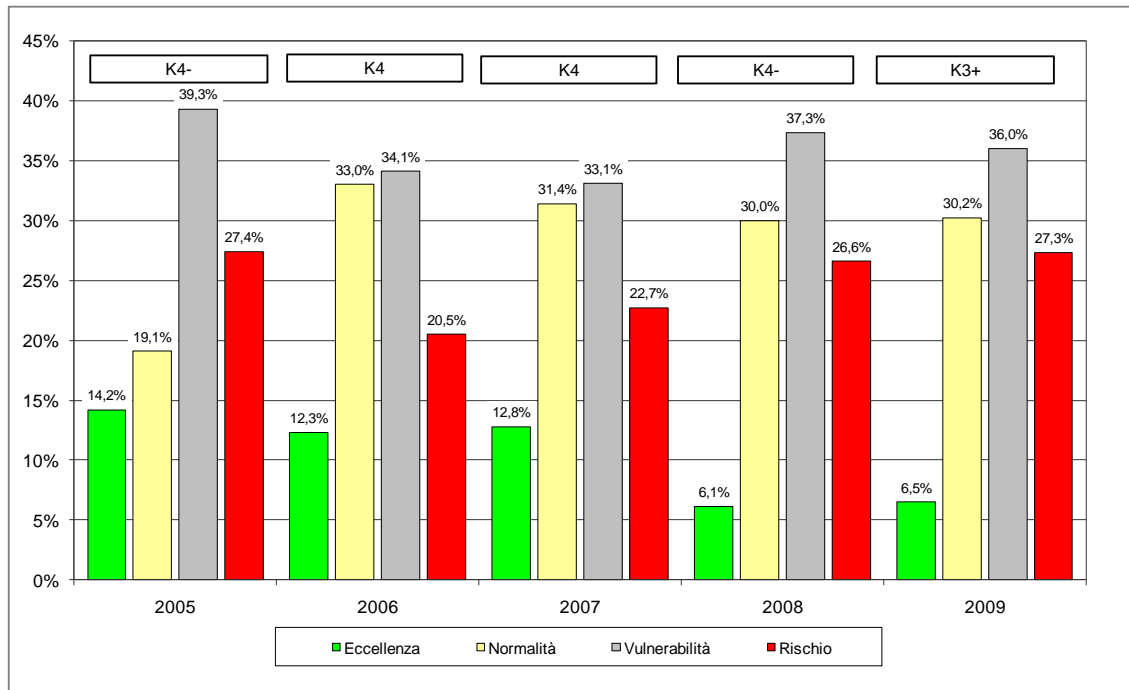
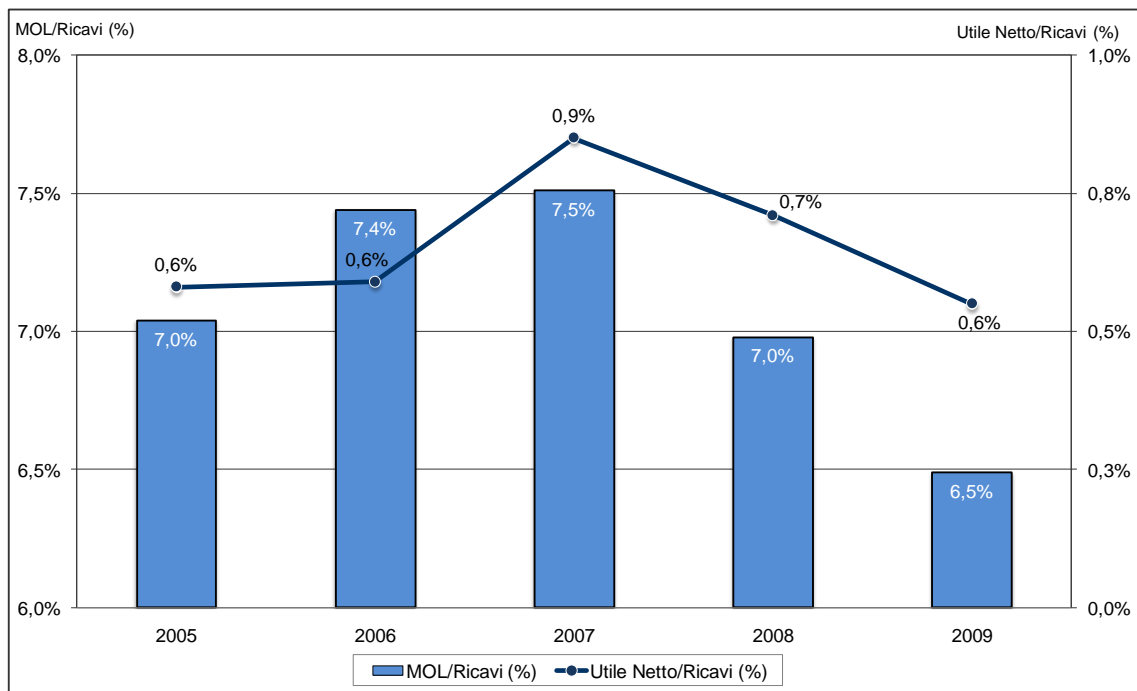


Figura 4 - Indicatori di redditività

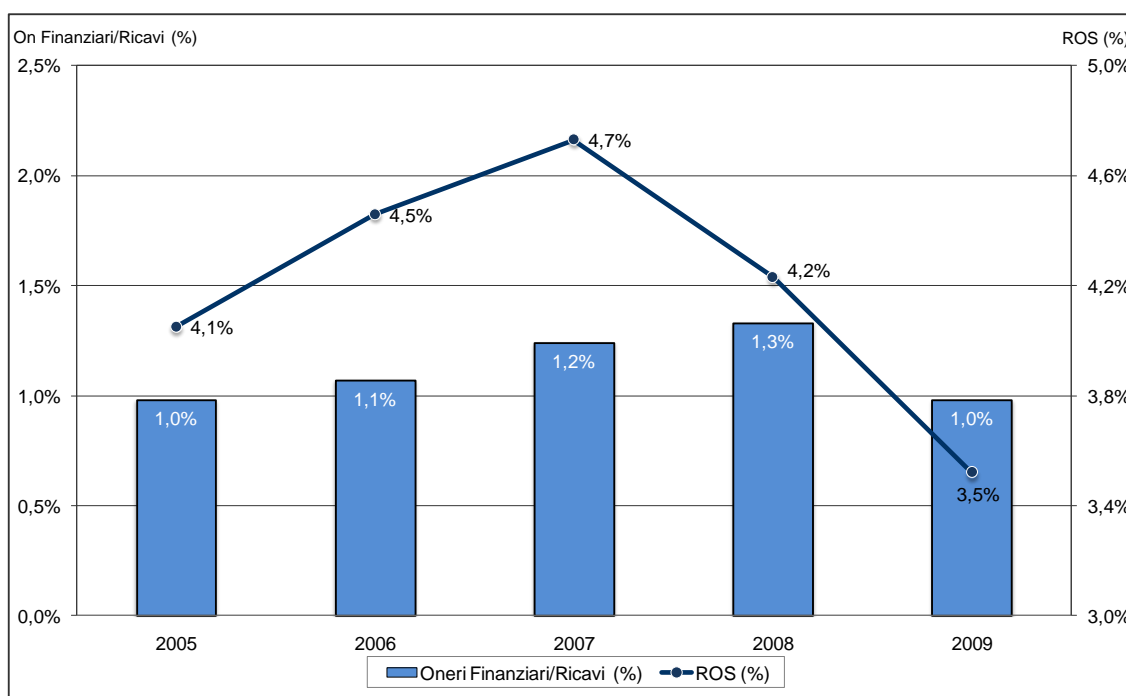
Valori medi di margine operativo lordo e utile di esercizio rapportati ai ricavi (2005-09)



L'andamento della redditività delle imprese industriali è illustrato nella Figura 4. Nel 2009 si riduce ulteriormente il livello di redditività che raggiunge i livelli minimi registrati nel quinquennio con un margine operativo lordo (MOL) al 6,5% dei ricavi ed un utile che scende ai livelli degli anni 2005 e 2006 pari allo 0,6% dei ricavi. La lettura congiunta dell'andamento dei due indici evidenzia come la forte contrazione dell'attività economica e il conseguente calo del fatturato generalmente registrato abbia inevitabilmente esposto le imprese ad una maggiore incidenza della propria struttura di costo, in particolare la componente fissa e di ammortamento, peggiorando quindi il risultato della gestione caratteristica. Coerentemente, il peggioramento dell'utile netto riflette la riduzione del risultato operativo (ROS), nonostante il calo nell'incidenza degli oneri finanziari ne compensi in parte l'andamento (Fig. 5).

Figura 5 - Oneri finanziari e performance operativa

Valori medi di oneri finanziari e risultato operativo rapportati ai ricavi (2005-09)

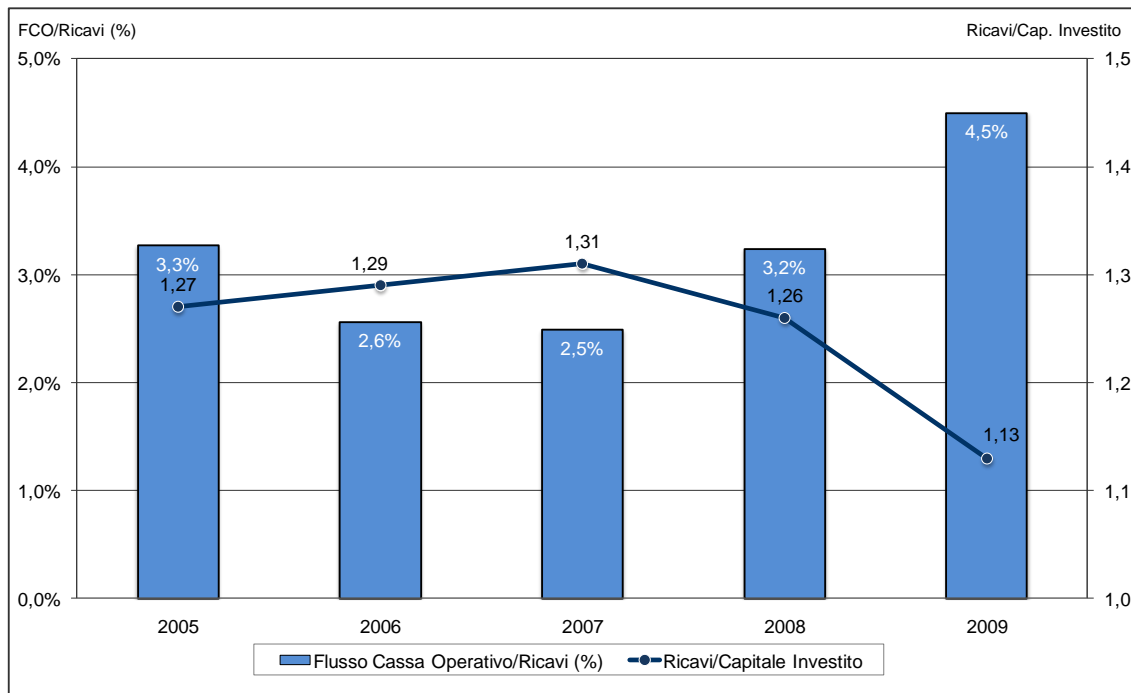


La Figura 6 mostra che nel 2009 è proseguita la crescita dei flussi di cassa operativi (FCO) per euro di fatturato, che incrementano significativamente al 4,5%. Al contrario, diminuisce ancora il valore dei ricavi per unità di capitale investito, che raggiunge il minimo del quinquennio a 1,1 volte. Il miglioramento dei flussi di cassa dipende dalla riduzione dei capitali investiti e, in particolare, del capitale circolante, che si contrae proporzionalmente alla

riduzione del fatturato. Infatti, i ricavi medi delle vendite, già scesi del 9,7% tra 2007 e 2008, si sono contratti ulteriormente nel 2009 in misura pari a 8,3% sull'esercizio precedente.

Figura 6 - Flussi di cassa e capitale investito

Valori medi dei rapporti tra flusso di cassa operativo e ricavi e tra ricavi e capitale investito (2005-09)

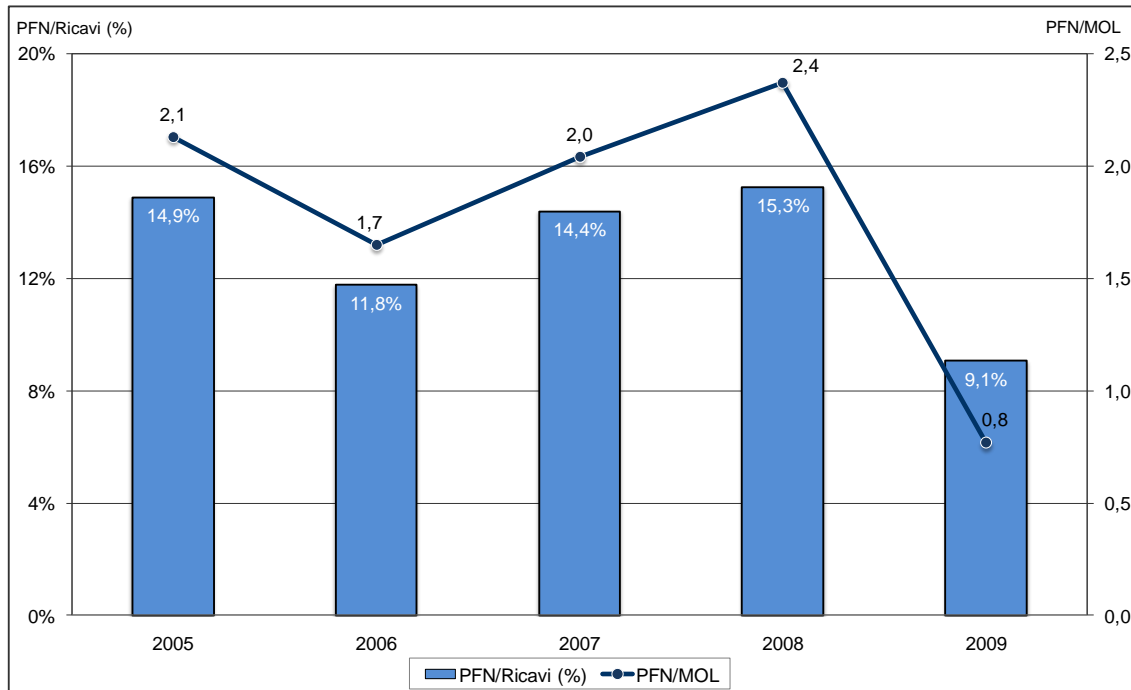


Nel 2009 cala significativamente il valore del rapporto tra debito finanziario netto¹ e ricavi, che si stabilizza poco oltre il 9% (Fig. 7). Questo risultato sembra evidenziare come, nel corso del 2009, si sia registrato un calo dell'indebitamento finanziario più che proporzionale al calo del fatturato mediamente registrato dalle imprese. Di conseguenza, l'indebitamento rapportato al risultato della gestione caratteristica si riduce in misura notevole, nonostante il calo registrato nella redditività media (Fig. 4): infatti, nel 2009 la posizione finanziaria netta è in media quasi equivalente al MOL, contro valori pari a 2,4 volte nel 2008.

¹ Debiti fruttiferi di interessi al netto della cassa e delle attività finanziarie prontamente liquidabili.

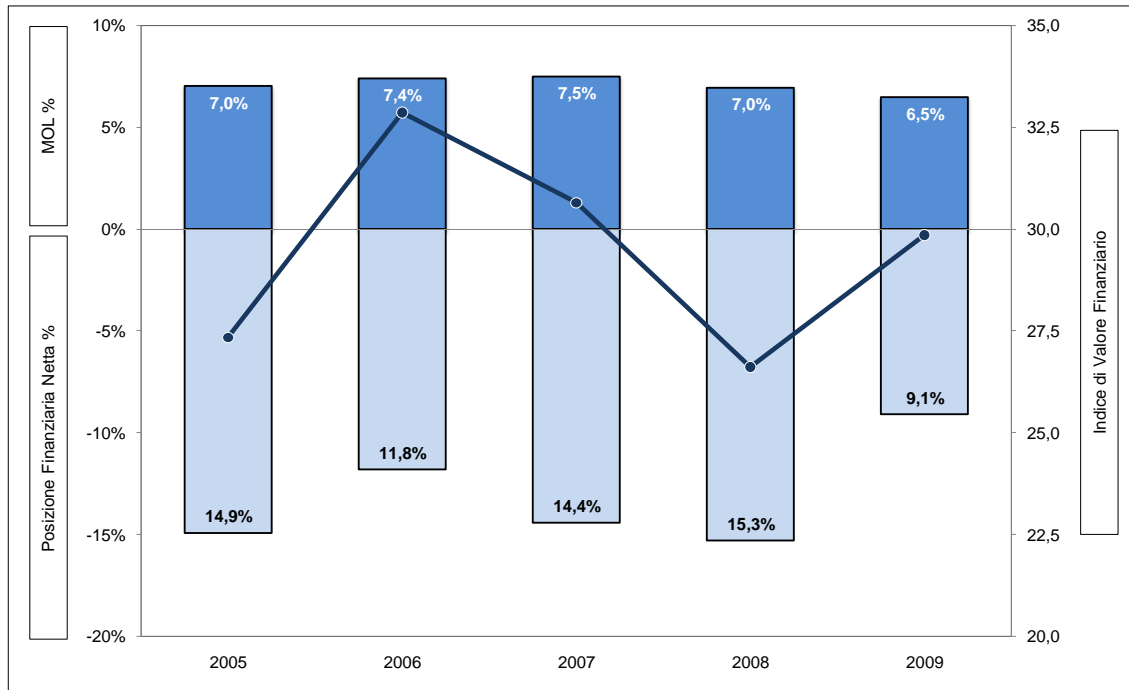
Figura 7 - Indicatori di indebitamento

Valori mediани dei rapporti tra posizione finanziaria netta (PFN), ricavi e MOL (2005-09)



Il forte miglioramento del valore di indebitamento finanziario netto, nonostante il calo del margine operativo lordo, trova riscontro nella crescita dell'Indice di Valore Finanziario, che ritorna a quota 30 nel 2009 (Fig. 8).

Figura 8 - Creazione e distruzione di valore tra 2005 e 2009
Indice di Valore Finanziario (linea) e sue componenti (barre)



Calcolato sul totale delle imprese industriali attive nel quinquennio 2005-2009, l'Indice ha raggiunto il valore massimo (32,9) nel 2006, in corrispondenza di un grado di indebitamento relativamente contenuto accompagnato da un discreto livello di marginalità caratteristica. Il peggioramento dei margini a fronte di una crescita del debito nel corso degli anni successivi ha causato un'importante flessione dell'Indice, fino a raggiungere il minimo di poco inferiore a 27 alla fine del 2008. La ripresa dell'Indice nel corso del 2009 è stata guidata da una marcata riduzione dell'indebitamento.

Analisi dei settori industriali

La graduatoria dei settori industriali, basata sulle elaborazioni di KF Report relative ai bilanci 2009, vede ai primi tre posti 'Utilities', 'Chimica' e 'Gomma e plastica': i primi due settori sono valutati K4, il terzo K4-. All'estremo opposto si trovano 'Legno e carta', 'Ceramiche e materiali da costruzione' e 'Mobili', valutati K3 (Tab. 1).

Tabella 1 - Graduatoria dei settori industriali

Graduatoria dei settori sui punteggi KF Report 2009 e raffronto con l'anno precedente

Settore	K Value 2009	K Value 2008	Posizione 2008	Variazione 2008-09
Utilities	K4	K4+	1	=
Chimica	K4	K4	4	▲
Gomma e plastica	K4-	K4-	8	▲
Meccanica	K4-	K4	2	▼
Elettrici ed elettronici	K4-	K4	3	▼
Industria estrattiva	K4-	K3+	10	▲
Editoria e stampa	K4-	K4-	6	▼
Lavorazione metalli e prodotti in metallo	K4-	K4	5	▼
Edilizia	K3+	K3+	9	=
Alimentari e bevande	K3+	K3	14	▲
Fabbricazione di veicoli	K3+	K4-	7	▼
Tessile e abbigliamento	K3+	K3+	12	=
Legno e carta	K3	K3+	11	▼
Ceramiche e materiali da costruzione	K3	K3	15	▲
Mobili	K3	K3	13	▼
Totale industria	K3+	K4-		

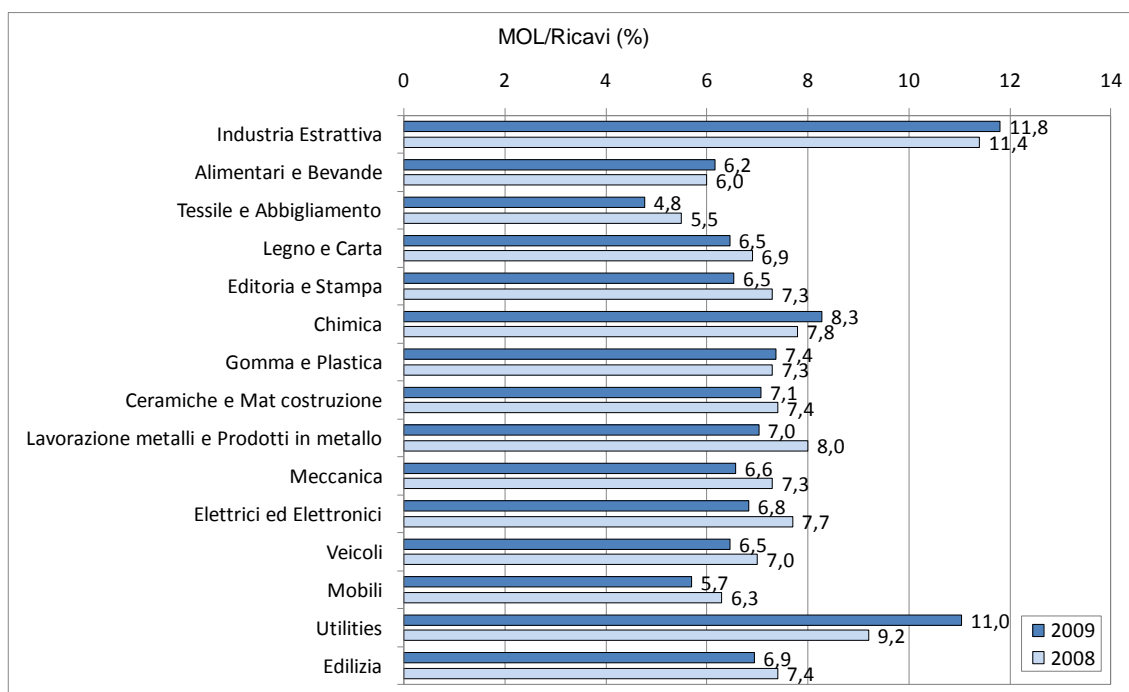
Il confronto della graduatoria con quella stilata sui bilanci del 2008 mostra alcune variazioni sensibili. Se quello delle 'Utilities' si conferma come il settore migliore, nonostante il leggero

calo nella valutazione che passa da K4+ a K4, per 'Chimica' e per 'Gomma e plastica' si osserva una progressione verso la parte alta della classifica, dovuta al mantenimento delle rispettive valutazioni a fronte del peggioramento generalmente osservato. Significativi miglioramenti si registrano anche per 'Industria estrattiva' che, con un passaggio da K3+ a K4-, risale al sesto posto, e per 'Alimentari e Bevande' che, pur rimanendo nell'area di vulnerabilità, passa da K3 a K3+.

Segnano il passo, nella parte superiore della classifica, settori tradizionali come 'Meccanica' ed 'Elettrici ed elettronici', che scivolano da K4 a K4- e perdono un paio di posizioni. Peggioramenti più significativi si registrano per 'Lavorazione dei metalli e prodotti in metallo' e, soprattutto, per 'Fabbricazione di veicoli', che perdono, rispettivamente, tre e quattro posizioni.

Tra i settori peggiori, infine, si mantengono sostanzialmente inalterati 'Tessile e Abbigliamento' e 'Ceramiche e materiali da costruzione', mentre scivolano ulteriormente verso il basso 'Legno e Carta' e, soprattutto, il settore 'Mobili'.

Figura 9 – Redditività per settore
Valori medi di MOL su ricavi (%) per settore (2008-09)

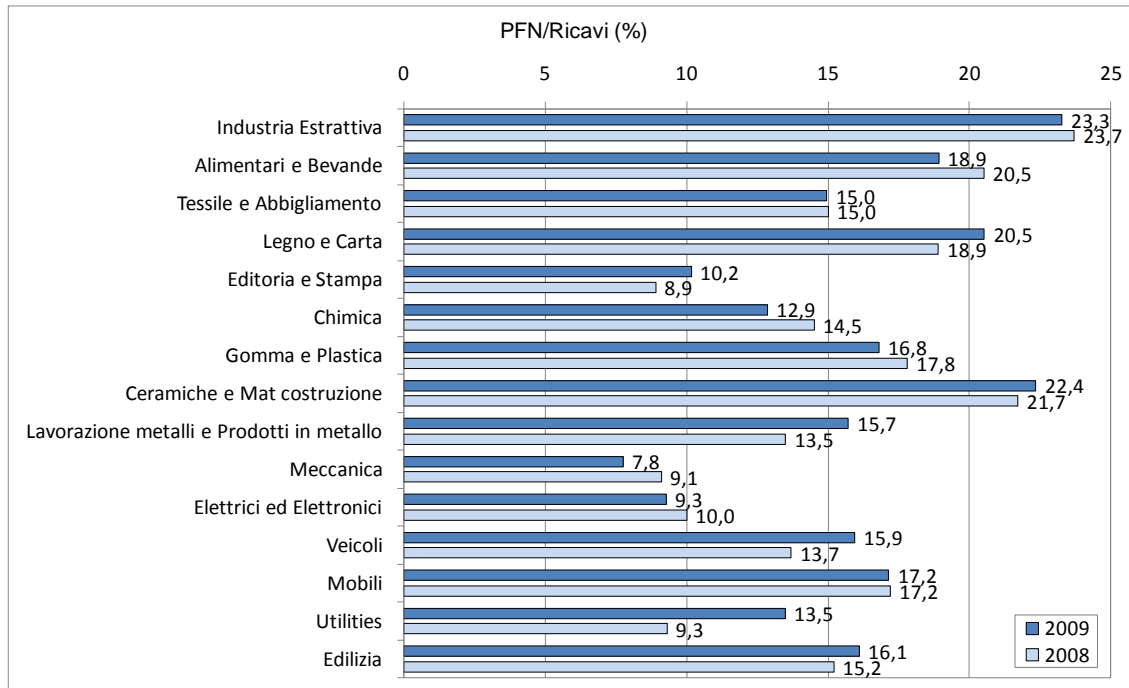


La Figura 9 mostra la redditività dei quindici settori industriali nel 2009 e, per confronto, nel 2008, misurata come rapporto tra margine operativo lordo e ricavi. I valori dell'indice generalmente osservati per il 2009 sono compresi tra il 6% e il 7%. Redditività superiori e in crescita rispetto all'anno precedente caratterizzano 'Industria estrattiva' (11,8%), 'Utilities' (11,0%), 'Chimica' (8,3%) e 'Gomma e plastica' (7,4%). Al contrario, performance contenute e in flessione caratterizzano i settori identificati come più deboli da KF Report, in particolare 'Tessile e Abbigliamento' (4,8%) e i 'Mobili' (5,7%). Sostanzialmente stabili o il leggero calo i valori mediani degli altri settori.

Il livello di indebitamento rispetto al fatturato dei settori a maggiore richiesta di capitale ('Industria estrattiva' e 'Ceramiche e materiali da costruzione') si mantiene oltre il 20% e sostanzialmente inalterato. A questi si aggiunge 'Legno e carta' che, passando da circa il 19% nel 2008 al 20,5% nel 2009, sorpassa 'Alimentari e bevande', in calo di circa 1,5 punti (da 20,5% nel 2008 a 18,9% nel 2009). Gli incrementi maggiori anno su anno si registrano per 'Lavorazione metalli e prodotti in metallo' (da 13,5% a 15,7%), 'Veicoli' (da 13,7% a 15,9%) e, soprattutto, 'Utilities' che, a fronte di un incremento di redditività (Fig. 9) segna anche un sensibile aumento nel proprio livello di debito (da 9,3% a 13,5%). Tra i meno indebitati e con valori in miglioramento rispetto all'anno precedente si mantengono 'Meccanica' e 'Elettrici ed elettronici'; 'Editoria e stampa', benché con un livello di indebitamento ancora contenuto, registra un peggioramento di poco oltre un punto, portandosi poco al di sopra del 10%.

Figura 10 - Indebitamento su ricavi per settore

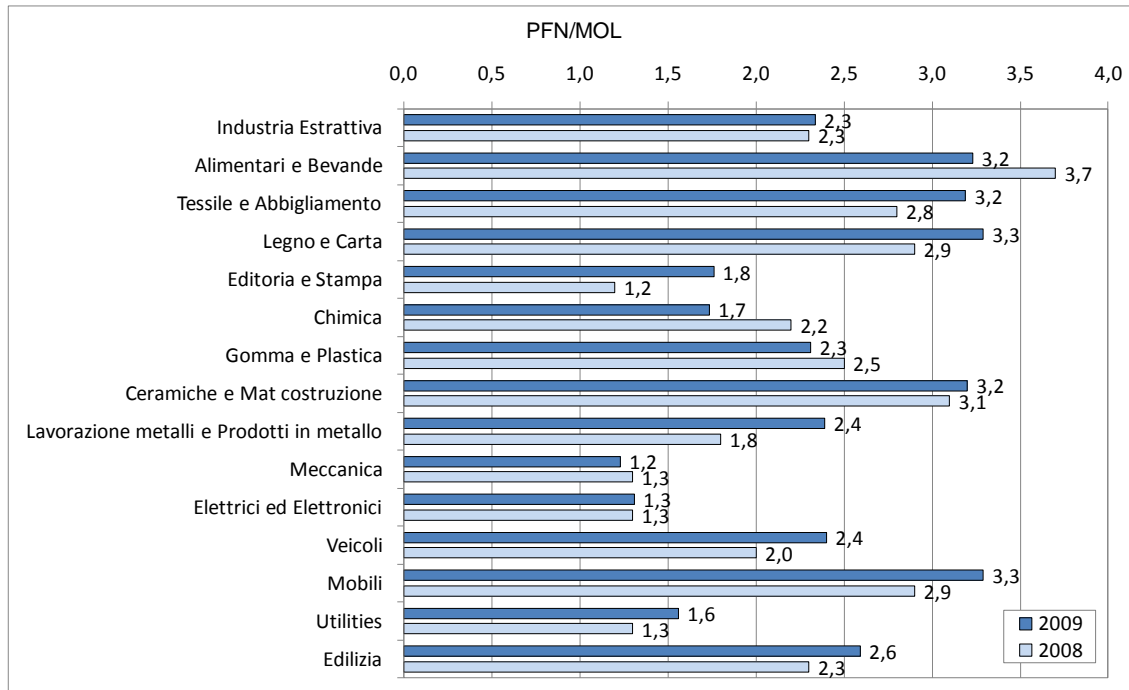
Valori medi di posizione finanziaria netta su ricavi per settore (2008-09)



Per via della redditività modesta e in leggero calo rispetto all'anno precedente (Fig. 9), l'indebitamento finanziario rapportato al MOL si attesta su livelli più elevati per i settori giudicati più deboli dell'industria manifatturiera ('Mobili', 'Legno e carta' e 'Ceramiche e materiali da costruzione'). In forte crescita rispetto al 2008, benché su livelli ancora contenuti, 'Editoria e Stampa' (da 1,2 a 1,8), 'Lavorazione metalli e prodotti in metallo' (da 1,8 a 2,4) e 'Veicoli' (da 2,0 a 2,4). Migliorano invece rispetto all'anno precedente i valori di 'Chimica' e 'Gomma e plastica'. Anche 'Alimentari e bevande' vede ridursi sensibilmente il valore dell'indice (da 3,7 a 3,2), rimanendo tuttavia ancora tra i comparti più vulnerabili. In leggero miglioramento 'Meccanica' che, nonostante un calo nella propria marginalità, ha ridotto in modo più che proporzionale il livello di debito.

Figura 11 - Indebitamento su MOL per settore

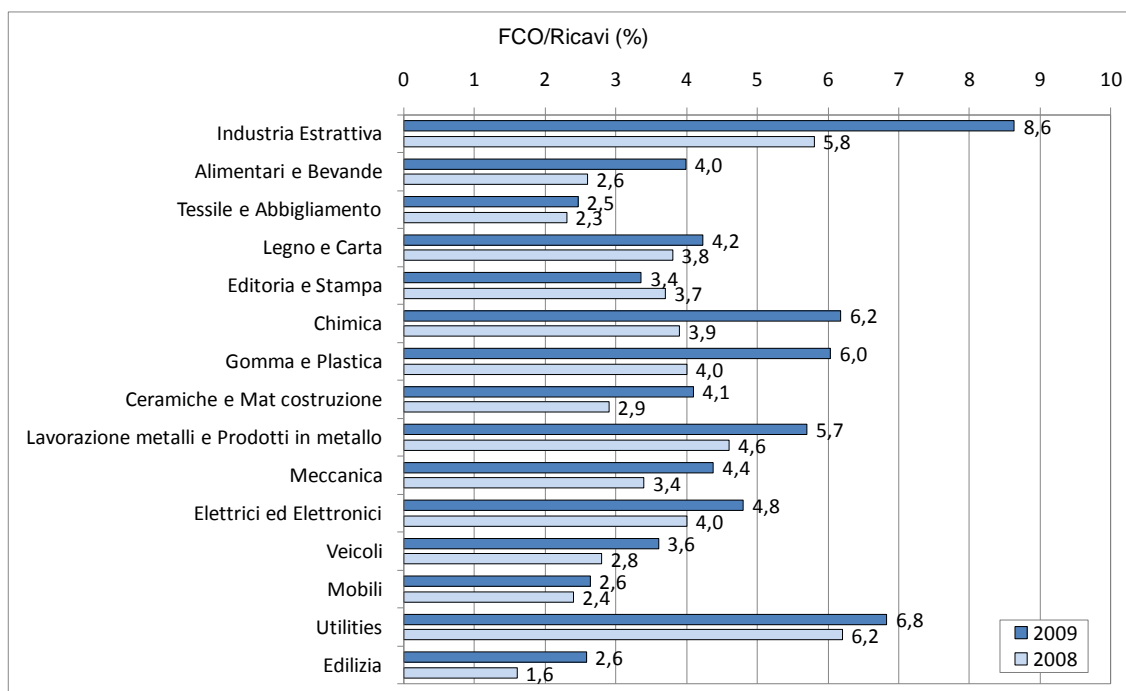
Valori mediiani di posizione finanziaria netta su MOL per settore (2008-09)



I valori settoriali del flusso di cassa operativo rapportato ai ricavi, illustrati nella Figura 12, si inseriscono mediamente tra il 3% e il 6%, con punte superiori per 'Industria estrattiva' e 'Utilities', 8,6% e 6,8%, rispettivamente, e comparti più in affanno, quali 'Tessile e abbigliamento', 'Mobili' ed 'Edilizia' che si collocano intorno al 2,5%. Come già per il 2008, anche nel corso del 2009 si rileva un generale incremento nei valori settoriali dei flussi di cassa operativi, principalmente dovuto al proseguire della contrazione dell'attività economica iniziata nel 2008, che ha come effetto una generale contrazione del livello di circolante delle imprese e un conseguente impatto positivo sulla cassa.

Figura 12 – Flusso di cassa operativo su ricavi per settore

Valori medi del flusso di cassa operativo su ricavi per settore (2008-09)



Nel 2009, la quota di imprese industriali a rischio (cioè con giudizio KF Report inferiore o uguale a K3-) è del 27%, sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente. Il dettaglio settoriale, riportato nella Tabella 2, evidenzia che, nonostante il peggioramento nel loro posizionamento, i settori 'Elettrici ed elettronici' e 'Meccanica' mantengono una quota di imprese a rischio piuttosto contenuta, 23% e 24%, rispettivamente. Molto positivi i risultati di 'Chimica', che scende dal 23% al 19%, di 'Industria Estrattiva' (da 28% a 25%) e di 'Alimentari e Bevande' (da 32% a 26,5%) che, anche in questo caso, sembra confermare le proprie caratteristiche di settore anti-ciclico. Si collocano sopra la media complessiva 'Editoria e Stampa' (29% contro il 26% dell'anno precedente) e, soprattutto, 'Edilizia', con un incremento di 8 punti percentuali nella propria quota di imprese a rischio (da 20% a 28%). Rispetto al 2008, nulla cambia nella coda della classifica, con percentuali tra 31% e 34% di imprese a rischio nei settori industriali più deboli.

Nel corso del 2009 si registra in generale una diminuzione della concentrazione del debito finanziario sulle imprese a rischio: il 27% contro il 35% dell'anno precedente. Migliora anche l'indice di concentrazione del rischio, calcolato come rapporto tra la quota di debito

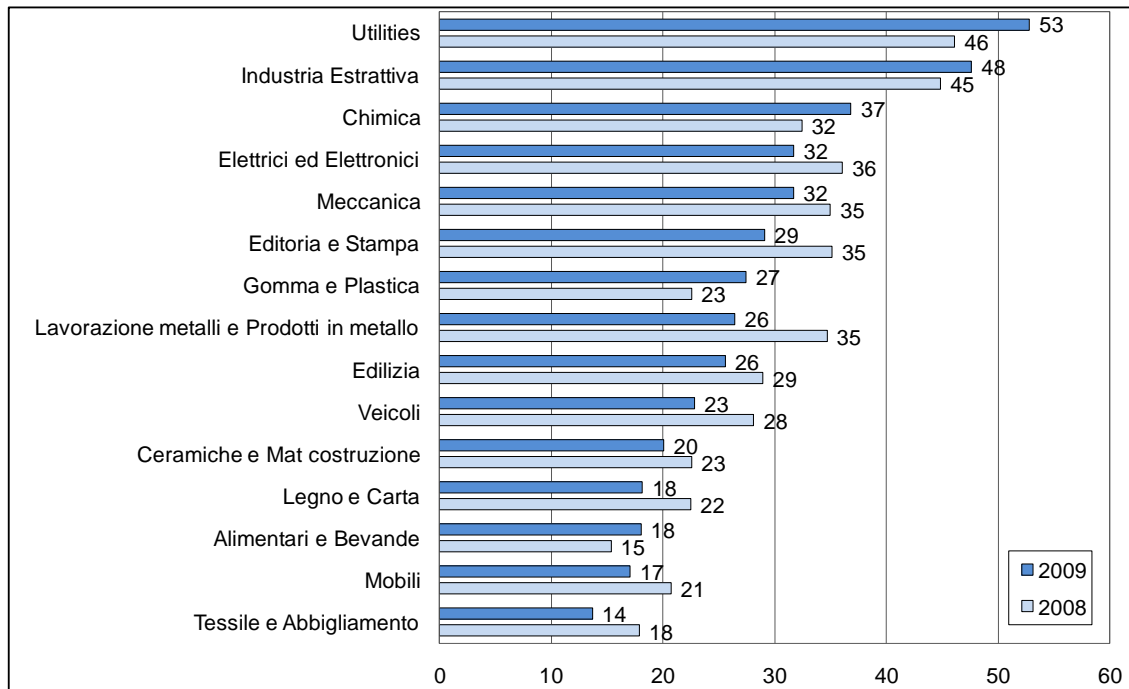
finanziario delle imprese a rischio e la percentuale delle medesime sulla consistenza complessiva, con un valore che passa da 1,3 a 1,0. La diminuzione della concentrazione del rischio si osserva su tutti i settori, con riduzioni per lo più marginali, tra 0,1 e 0,2 punti. Miglioramenti più significativi si registrano per 'Legno e carta', 'Gomma e plastica' (entrambi -0,4 punti), 'Utilities' (-0,5) e, soprattutto, 'Editoria e stampa', che da un valore di concentrazione molto elevato nel 2008 (2,1) passa ad un valore di poco inferiore all'unità (0,9). In controtendenza sono invece 'Meccanica' ed 'Elettrici ed elettronici' (+0,2 e +0,1 punti, rispettivamente) che con valori di concentrazione ampiamente al di sopra dell'unità evidenziano una sovraesposizione al rischio da parte del sistema bancario.

Tabella 2 - Valutazione del rischio per settori

Ricavi delle vendite e debito finanziario aggregati per settore (mln. euro), quota di imprese e di debito a rischio (confronto 2009-2008)

Settore	2009						2008		
	Ricavi delle vendite	%	Quota imprese a rischio	Debito finanziario	Quota di debito a rischio	Concentrazione del rischio	Quota imprese a rischio	Quota di debito a rischio	Concentrazione del rischio
Utilities	41.067	7,9%	13,3%	22.581	2,8%	0,2	14,2%	9,3%	0,7
Chimica	40.604	7,8%	18,5%	7.511	15,6%	0,8	23,5%	22,3%	1,0
Gomma e plastica	14.929	2,9%	24,8%	3.847	26,7%	1,1	27,0%	41,6%	1,5
Meccanica	45.563	8,8%	24,2%	10.045	42,8%	1,8	22,2%	36,6%	1,6
Elettrici ed elettronici	32.950	6,3%	22,8%	6.430	33,4%	1,5	21,0%	29,1%	1,4
Industria estrattiva	35.257	6,8%	25,4%	19.802	1,9%	0,1	27,8%	7,4%	0,3
Editoria e stampa	12.011	2,3%	28,5%	4.472	25,6%	0,9	25,6%	54,2%	2,1
Lavorazione metalli e prodotti in metallo	65.639	12,6%	26,9%	18.391	30,0%	1,1	22,6%	26,6%	1,2
Edilizia	80.259	15,4%	27,9%	35.554	38,1%	1,4	27,8%	46,9%	1,7
Alimentari e bevande	48.726	9,4%	26,4%	12.613	34,2%	1,3	31,7%	44,1%	1,4
Fabbricazione di veicoli	18.010	3,5%	28,4%	4.737	31,3%	1,1	26,1%	33,8%	1,3
Tessile e abbigliamento	35.800	6,9%	31,3%	9.026	45,6%	1,5	31,9%	52,0%	1,6
Legno e carta	13.979	2,7%	31,4%	4.369	42,1%	1,3	30,2%	52,5%	1,7
Ceramiche e materiali da costruzione	17.729	3,4%	33,0%	7.296	36,2%	1,1	34,5%	43,9%	1,3
Mobili	17.336	3,3%	34,0%	4.525	47,4%	1,4	32,0%	47,0%	1,5
Totale industria	519.861	100%	27%	171.200	27,1%	1,0	26,6%	34,7%	1,3

Figura 13 - Indice di valore finanziario settoriale
 Confronto dell'Indice di Valore Finanziario per settore (2008-09)



I settori dell'industria mostrano Indici di Valore Finanziario medi per il 2009 che vanno da un massimo di 53 per le 'Utilities' ad un minimo di 14 per il 'Tessile e abbigliamento': nel 2008 l'intervallo era da 46 per 'Utilities', a 15 per 'Alimentari e Bevande'. Solo cinque settori migliorano tra 2008 e 2009: 'Utilities', 'Industrie Estrattive', 'Chimica', 'Gomma e Plastica' e 'Alimentari e Bevande'. Per gli altri settori si osserva una generale riduzione di valore, principalmente legata a un calo di redditività. Tra i casi in maggiore flessione, 'Lavorazione metalli e prodotti in metallo' (-9 punti) e 'Editoria e Stampa' (-6), che scivolano di due posizioni nella graduatoria di valore rispetto all'anno precedente. Nella parte bassa della graduatoria si riconfermano i settori deboli dell'industria: 'Legno e carta', 'Mobili' e 'Tessile e abbigliamento'. Si posiziona tra questi anche 'Alimentari e bevande' che, nonostante l'incremento di valore rispetto al 2008, è penalizzato da un grado relativamente elevato di indebitamento.

Analisi per dimensione aziendale

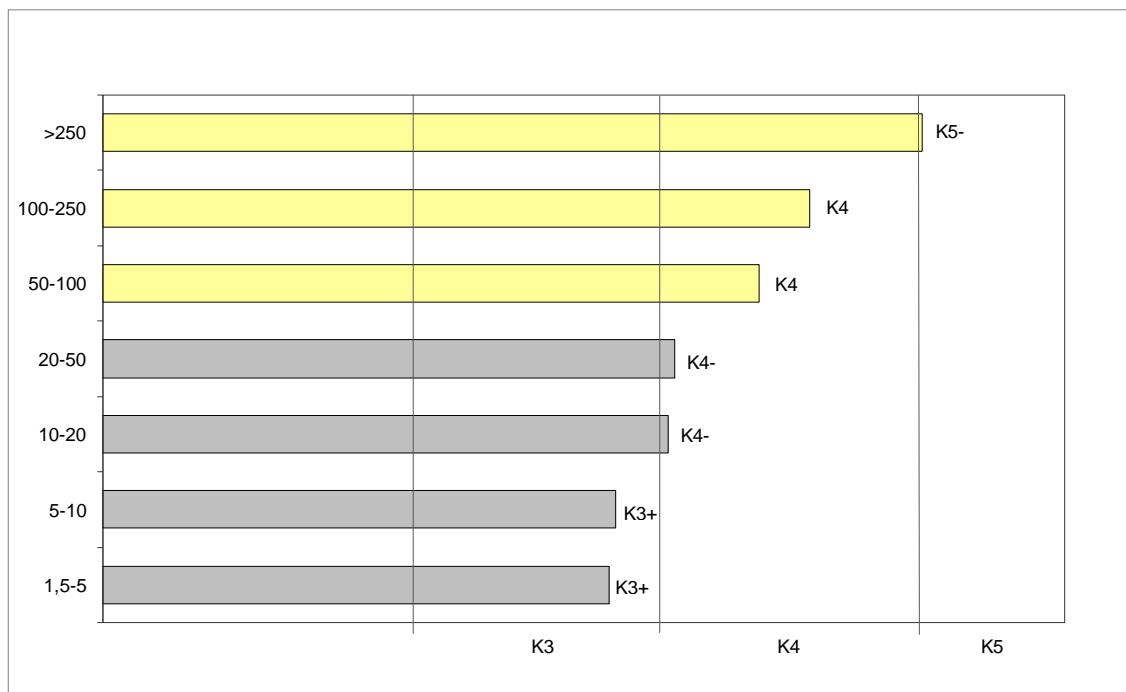
La valutazione delle imprese secondo KF Report migliora al crescere delle dimensioni aziendali (Tab. 3). Le imprese di dimensione minore (fino a 10 milioni di euro di fatturato) ricevono un giudizio K3+. La valutazione migliora marginalmente a K4- per le due classi successive (oltre 10 e fino a 50 milioni di euro). Complessivamente, le prime quattro classi dimensionali, che pesano per oltre il 95% del totale, si collocano nell'area di vulnerabilità.

Tabella 3 – Condizione delle imprese per dimensione
 Valutazione di KF Report per classi di ricavi (mln. di euro)

Classe dimensionale	KF Rating	Numero di imprese	%
>250	K5-	140	0,3%
100 - 250	K4	346	0,8%
50 - 100	K4	657	1,5%
20 - 50	K4-	2.317	5,3%
10 - 20	K4-	4.190	9,5%
5 - 10	K3+	8.245	18,7%
1,5 - 5	K3+	28.093	63,9%
Totale	K3+	43.988	100%

Figura 14 – La condizione delle imprese per dimensione

Valutazione generale delle imprese per dimensione sulla scala KF Report



Le imprese con fatturato tra 50 e 250 milioni di euro sono valutate K4, e quelle di maggiori dimensioni (oltre 250 milioni di euro) K5-: questi casi rientrano nell'area di normalità.

Questi risultati riflettono, da un lato, il miglioramento della redditività al crescere delle dimensioni e, dall'altro, la maggiore patrimonializzazione e la minore incidenza degli oneri finanziari delle imprese più grandi rispetto a quelle più piccole (Fig. 15, 16 e 17).

La Figura 15 illustra l'andamento del margine operativo lordo (rapportato ai ricavi delle vendite) rispetto alla classe dimensionale per ciascun anno del periodo 2007-2009. La flessione osservata tra il 2007 e il 2008 è in parte riassorbita nel 2009 solo dalle classi dimensionali maggiori. In particolare, la redditività mantiene i livelli del 2008 per le imprese tra i 20 e i 50 milioni di fatturato, mentre migliora per le classi 50-100 e per fatturati superiori ai 250 milioni senza tuttavia raggiungere i livelli del 2007. Visibile eccezione è rappresentata dalla classe 100-250 milioni che invece registra un ulteriore sensibile calo della redditività che la porta ai livelli minimi riscontrati nell'anno tra tutte le classi. Si contrae ulteriormente la redditività anche per le imprese con fatturato inferiore ai 20 milioni di euro.

Figura 15 - Redditività per dimensione (2007-09)

Valori medi del rapporto tra MOL e ricavi per classe dimensionale (%)

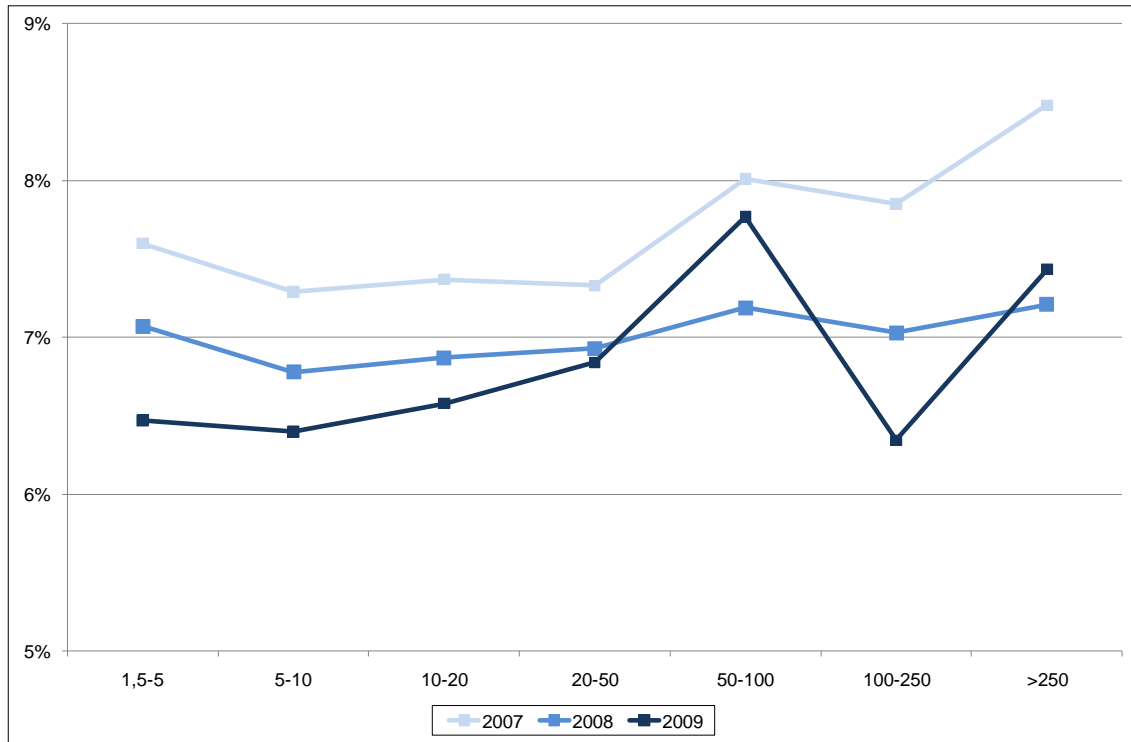
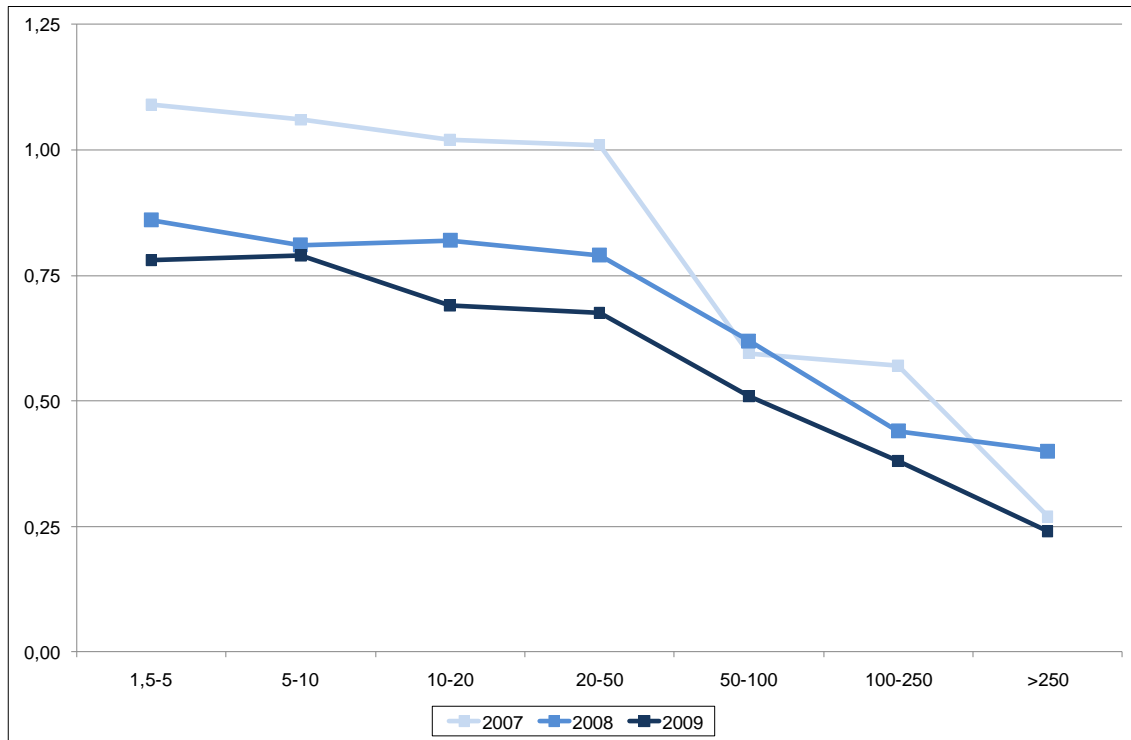


Figura 16 – Leva finanziaria per dimensione (2007-09)

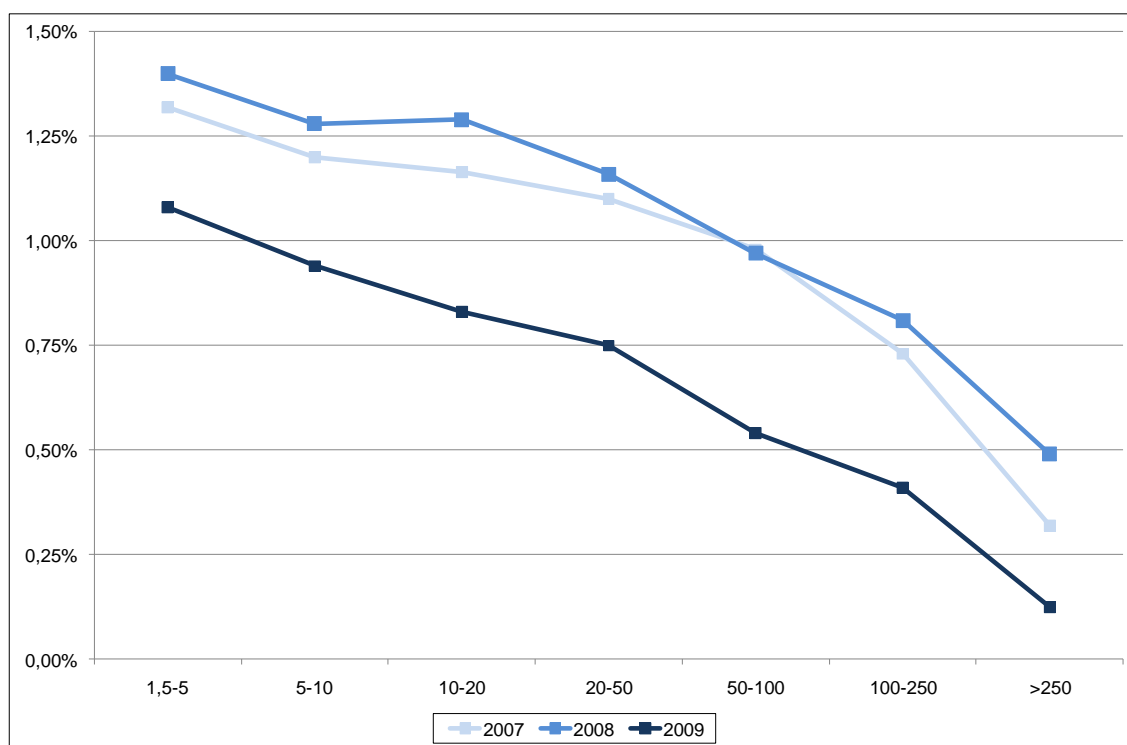
Valori medi del rapporto tra posizione finanziaria netta e capitale azionario per classe dimensionale



Nello stesso periodo, indipendentemente dalla dimensione, è diminuito il grado di leva finanziaria. La Figura 16 rivela che questa dinamica è stata più pronunciata per le imprese di dimensioni minori (fino a 20 milioni di euro di fatturato), per le quali il rapporto tra debito finanziario e capitale azionario è sceso di circa un terzo tra il 2007 e il 2009.

Figura 17 – Incidenza degli oneri finanziari per dimensione (2007-09)

Valori medi del rapporto tra oneri finanziari e ricavi per classe dimensionale (%)



Una forte riduzione rispetto al 2008 si osserva anche per l'onerosità del debito. La Figura 17 evidenzia che il calo riguarda in modo significativo tutte le classi dimensionali e, particolarmente, le imprese medie, con ricavi tra 10 e 100 milioni. La causa è da ricercarsi nella riduzione dell'indebitamento (Fig. 16) e nella contestuale riduzione dei tassi di interesse di mercato registrata nel 2009.

Appendice

Indice di Valore Finanziario

Per “valore finanziario” si intende la capacità dell’azienda di generare una redditività congrua rispetto ai capitali onerosi impiegati.

Seguendo la prassi invalsa nel mercato degli investitori istituzionali nel capitale di rischio di aziende non quotate (“*private equity*”), si stima il valore finanziario come un multiplo della redditività operativa lorda (EBITDA) al netto dell’indebitamento finanziario, ovvero²:

$$\text{Valore} = \text{Ebitda} \times 6 - \text{Debiti Finanziari}$$

. La scelta di un multiplo pari a 6 volte, sebbene relativamente generosa se applicata a tutte le aziende italiane indistintamente, rispecchia (e non supera) la media desumibile dalle transazioni di cessioni e acquisizioni avvenute negli anni recenti in Italia.

D’altro canto, in questa sede l’obiettivo non è di determinare una misura assoluta di valore, quanto una misura relativa per fini di comparazione. Sotto questo profilo, è importante che il multiplo sia lo stesso per tutte le aziende e che rimanga costante per tutti gli anni, mentre la sua dimensione non influisce sui risultati qualitativi dell’analisi.

Pertanto, nonostante la crisi finanziaria del 2008-2009 abbia ridotto i multipli di mercato applicati alla valutazione delle aziende, per continuità e comparabilità dei dati, si è mantenuto invariato il multiplo a 6 volte.

Per consentire il confronto tra imprese di dimensioni diverse o che appartengono settori differenti, è opportuno rapportare il valore finanziario teorico ai ricavi:

$$\text{IVF} = \text{Indice di Valore Finanziario} = \frac{\text{Ebitda} \times 6 - \text{Debiti Finanziari}}{\text{Ricavi}}$$

² EBITDA = utile prima di: imposte, componenti straordinarie, interessi passivi e ammortamenti; *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization*. Debiti Finanziari = passività fruttifere di interessi al netto della cassa e delle attività finanziarie prontamente liquidabili

L'analisi dell'Indice di Valore Finanziario è stata condotta sia a livello di industria nel suo complesso, valutandone l'andamento nel quinquennio 2005-2009, sia a livello di singoli settori dell'industria. L'IVF è calcolato sul totale delle imprese industriali con fatturato superiore a 1,5 milioni di euro attive nel quinquennio 2005-2009.

Cambiamenti metodologici

Rispetto alle edizioni precedenti dello studio, questa versione riporta i seguenti cambiamenti nella metodologia di calcolo e nella rappresentazione dei dati e delle statistiche:

- i. Indicatori economico-finanziari: sostituzione del valore mediano alla media aritmetica nel calcolo e nella rappresentazione degli indicatori economico-finanziari del complesso dell'industria e dei settori che la compongono;
- ii. Indice di Valore Finanziario: passaggio dal calcolo basato su un campione chiuso di imprese al totale delle imprese industriali con fatturato superiore a 1,5 milioni di euro attive nel quinquennio 2005-2009.

I dati riportati nel presente studio relativi agli anni anteriori al 2009 sono stati ricalcolati in accordo con le nuove metodologie sopra indicate.