



Supplemento 2 al numero 11/2009 di InterAutoNews
Spedizione in A.P. comma 20, lett. B, art. 2, Legge 23/12/96 n° 662 Filiale di Roma
Registrazione Tribunale di Roma n° 240/90 del 7 aprile 1990
Direttore responsabile: Tommaso Tommasi

BILANCI DEI DEALER

*I numeri, le analisi, i confronti con il recente passato:
ecco come è andato il business dei Concessionari nel 2008*

La ricerca

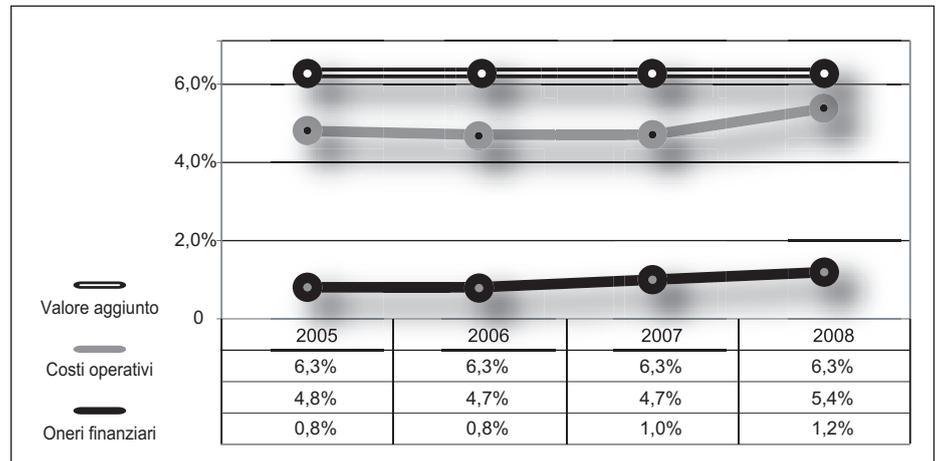
In queste pagine affronteremo il business dell'auto senza trattare di immatricolazioni, di quote di mercato per marca, di leadership commerciale, di segmentazione per canale di vendita, classe di prodotto o alimentazione, di effetti moltiplicativi della rottamazione. Niente di tutto questo. Ci soffermeremo su un argomento, certamente meno affascinante delle nuove tendenze nel design dell'auto, su cui grava un forte gap di conoscenza da parte di una larga fetta degli operatori del settore: la situazione economico-finanziaria dei Concessionari ufficiali in Italia. E lo facciamo in un momento storico in cui il "down turn" di una serie di fattori esogeni al mercato (recessione, credit crunch, generalizzati cali di fiducia) ha contribuito a rendere ancor più difficile e complessa la gestione del retail business e più precario l'equilibrio operativo e finanziario con cui le imprese sono costrette a convivere. La ricerca è stata elaborata da ItaliaBilanci su un campione di oltre 2.000 società di capitali che rappresentano, o hanno rappresentato, una o più marche automobilistiche. Di queste società sono stati acquisiti i bilanci del quadriennio 2005 - 2008 ed è stato applicato il modello Controller "A(dvanced)F(inancial)A(nalysis)" che consente di analizzare la posizione economico-finanziaria del singolo concessionario ovvero di qualsiasi aggregato che la combinazione "marca", "area geografica" e "classe dimensionale" sia in grado di generare. Al fine di non alterare le medie di settore ed offrire un quadro di riferimento che ricomprenda solo società con rischio imprenditoriale autonomo, i valori di seguito riportati non tengono conto dei bilanci delle filiali dirette.

Quadro economico riassuntivo

	2005	2006	2007	2008
Numero Dealer censiti	1.976	2.040	2.045	1.853
Conto economico				
Ricavi gestione caratteristica	20.471.942	21.939.894	23.755.263	22.383.545
Ricavi	19.648.787	21.047.935	22.777.224	21.468.463
Altri ricavi	823.154	891.959	978.039	915.082
Costo gestione caratteristica	19.186.766	20.564.420	22.264.686	20.970.156
Costo del venduto	17.550.936	18.836.262	20.406.198	19.114.779
Spese generali	1.635.830	1.728.158	1.858.488	1.855.378
Valore aggiunto	1.285.176	1.375.474	1.490.577	1.413.388
Costo del lavoro	853.901	894.641	965.451	1.035.321
Margine operativo lordo (MOL)	431.274	480.833	525.127	378.067
Ammortamenti e svalutazioni	133.917	134.449	145.880	167.505
Reddito operativo	297.357	346.384	379.247	210.562
Oneri finanziari	162.839	183.272	229.878	278.087
Reddito gestione caratteristica	134.518	163.112	149.369	-67.525
Provento e oneri della gest. extracaratt.	38.277	35.474	32.382	37.121
Utile (Perdita) ante imposte	172.795	198.585	181.751	-30.403
Imposte	119.732	135.448	132.800	84.521
Utile (Perdita) netto imposte	53.063	63.137	48.951	-114.925
Indici di redditività				
Valore aggiunto su fatturato	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%
MOL su fatturato	2,10%	2,20%	2,20%	1,70%
Reddito operativo su fatturato	1,50%	1,60%	1,60%	0,90%
Oneri finanziari su fatturato	0,80%	0,80%	1,00%	1,20%
Reddito gestione caratt. su fatturato	0,70%	0,70%	0,60%	-0,30%
Reddito ante imposte su fatturato	0,80%	0,90%	0,80%	-0,10%
Reddito netto su fatturato	0,30%	0,30%	0,20%	-0,50%
Reddito operativo su capitale investito	13,90%	15,00%	15,60%	6,90%
Reddito netto su capitale proprio	4,30%	4,80%	3,60%	-6,20%
Trend temporale				
	2006 vs 2005	2007 vs 2006	2008 vs 2007	
Ricavi	7,2%	8,3%	-5,8%	
Valore aggiunto	7,0%	8,4%	-5,2%	
MOL	11,5%	9,2%	-28,0%	
Reddito operativo	16,5%	9,5%	-44,5%	
Loss Dealer (% su totale)	26,2%	25,3%	27,9%	
			47,3%	

Evoluzione valore aggiunto e costi aziendali in percentuale sul fatturato

Dopo due anni di crescita (7,2% nel 2006, 8,3% nel 2007) il 2008 ha registrato un brusco arretramento del fatturato medio del concessionario (-5,8%), legato al calo di immatricolazioni, pari al 13%, solo parzialmente mitigato dalla correzione inflattiva. La rigidità della struttura dei costi operativi ha contribuito a deprimere i margini aziendali, riducendoli a percentuali sul fatturato oggettivamente insostenibili.

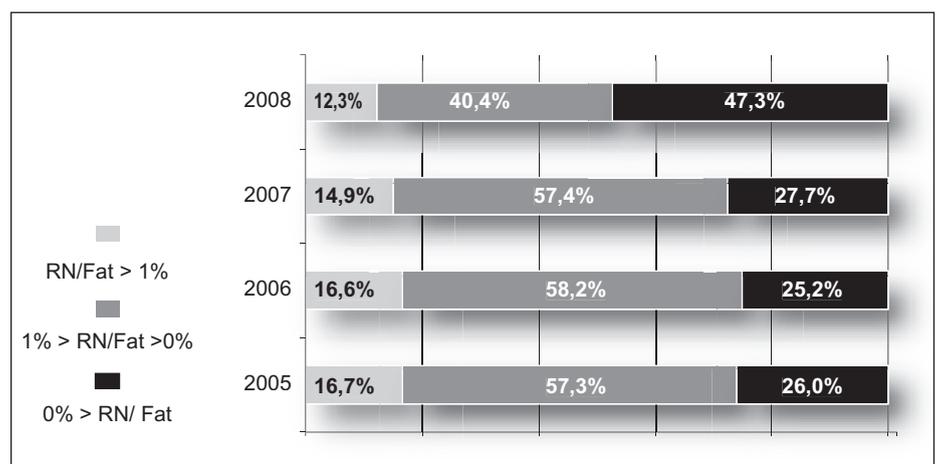


Nel periodo analizzato il valore aggiunto ha mantenuto costante il rapporto del 6,3% rispetto al fatturato. Ma mentre nel triennio 2005-2007 i costi operativi e gli oneri finanziari hanno rappresentato una percentuale sul fatturato tra il 5,5% ed il 5,7%, lasciando spazio ad un margine gestionale nell'ordine dello 0,6-0,7%, nel 2008 l'incidenza dei costi aziendali è passata al 6,6%, generando perdite già al livello della gestione caratteristica (pari allo 0,3% del fatturato).

Il distortivo impatto fiscale dell'IRAP e la deducibilità solo parziale degli interessi passivi, attenuati dal contributo di proventi "una tantum", ha amplificato la perdita netta portandola a 115.000 euro ovvero lo -0,5% del fatturato.

Nel 2008 la redditività sul capitale investito ha remunerato il solo sistema bancario che ha, di fatto, più che fagocitato il margine operativo. Il risultato netto del 2008 ha eroso l'8% del capitale di rischio esistente al 31.12.2007.

Distribuzione Dealer su reddito netto/fatturato



La percentuale di Concessionari che hanno chiuso il bilancio in perdita subisce nel 2008 una forte accelerazione. Nel triennio precedente la composizione del campione è abbastanza omogenea. Circa il 60% si muove nell'anomato di una redditività sulle vendite tra lo 0% e l'1%, mentre il 25% - 28% non riesce a dare giustificazione economica al business.

**Valori e indici
di struttura finanziaria
e patrimoniale**

Nel 2008 la percentuale di “loss dealer” si avvicina al 50% mentre si riduce al 12% (dal 15-16% degli anni precedenti) la percentuale degli imprenditori che riesce ad arricchire il patrimonio aziendale.

Valori e indici di struttura finanz. e patrim.	2005	2006	2007	2008
Capitale investito	2.143.758	2.312.356	2.433.764	3.036.471
Fonti di finanziamento onerose	1.987.804	2.256.696	2.631.095	2.976.694
Fonti di finanziamento proprie	1.248.308	1.319.591	1.371.703	1.858.919
Margine di struttura	-56.201	-72.202	-116.401	-355.149
Attivo corrente/passivo corrente	1,1	1,1	1,1	1,1
Debiti finanziari a breve su cap. circol. lordo	22,70%	24,10%	26,60%	31,80%
Debiti onerosi su ricavi totali	9,70%	10,30%	11,10%	13,30%
Debiti onerosi su MOL	4,6	4,7	5	7,9

Nel corso del periodo analizzato si è assistito ad un costante appesantimento della struttura finanziaria dell’impresa concessionaria.

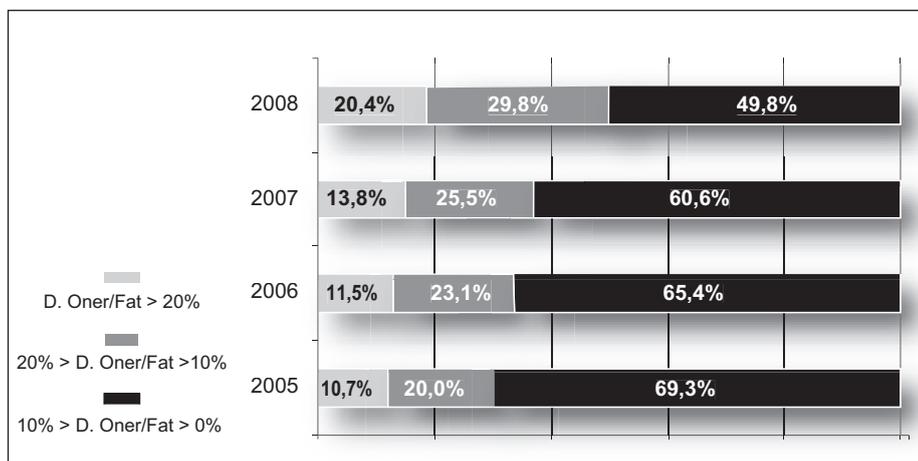
Nel 2005 erano necessari 2,1 milioni di euro di capitale investito per sostenere il business. Nel 2008 il fabbisogno è salito a 3,0 milioni.

Il ricorso a fonti esterne di finanziamento è cresciuto costantemente. Nel 2005 per ogni 100 euro di fatturato ci si indebitava con le banche per 9,7 euro. Nel 2008 si è passati a 13,3 euro.

Nel 2005 il capitale circolante lordo veniva sostenuto per il 78% da fornitori e altre fonti non onerose. Nel 2008 la percentuale è scesa al 68% sollecitando un maggior ricorso al sistema bancario (31,8%).

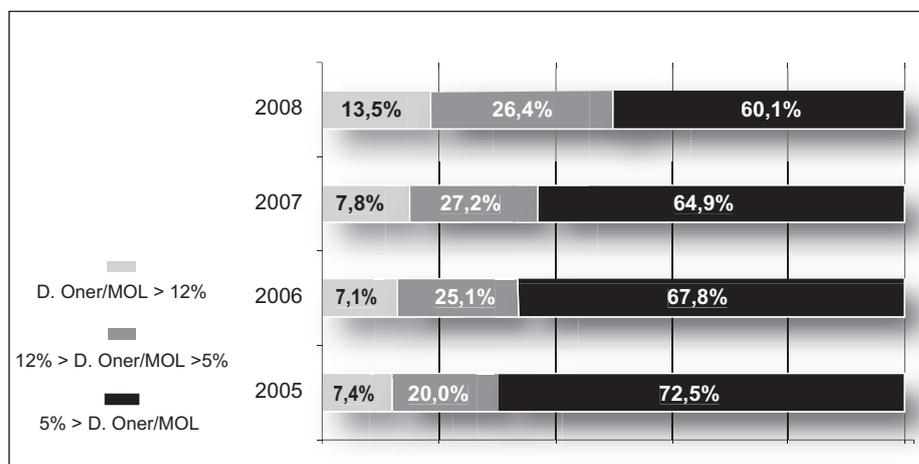
La ridotta capacità di autofinanziamento (che generalmente si fa coincidere con il MOL) ed il maggior ricorso alla leva finanziaria ha ampliato in maniera preoccupante il tempo di “pay back” del debito bancario passato dai 4,6 anni medi del 2005 ai 7,9 anni del 2008.

**Distribuzione Dealer
su debiti onerosi/fatturato**



Distribuzione Dealer su debiti onerosi/MOL

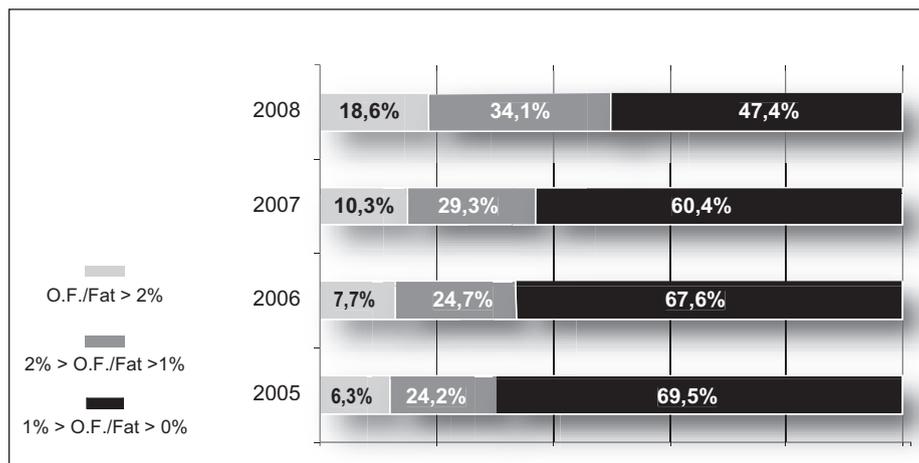
L'analisi della distribuzione del campione nel periodo esaminato ci dice che la percentuale di Concessionari con un rapporto tra debiti onerosi e fatturato sotto il 10% è scesa dal 70% del 2005 al 50% del 2008, mentre è raddoppiata la percentuale di Concessionari, con indice superiore al 20% (dal 10% del 2005 al 20% del 2008).



Anche la distribuzione del campione rispetto all'indice Debiti Onerosi/MOL ci conferma la crescente rischiosità del settore. La percentuale di Concessionari con un "pay back period" inferiore ai 5 anni è scesa dal 72,5% del 2005 al 60,1% del 2008. Di converso, la percentuale di Concessionari con "pay back period" superiore a 12 anni è salita dal 7,4% del 2005 al 13,5% del 2008.

Questa generale tendenza al rafforzamento del sistema bancario nell'equazione fonti - impieghi dell'impresa concessionaria (raramente una scelta, quasi sempre una necessità) ha prodotto e sta producendo effetti dannosi sia sul conto economico, per l'inevitabile maggior peso degli oneri finanziari, che nella valutazione complessiva dell'impresa. Con la conseguenza di una maggiore difficoltà di accesso al credito bancario, ovvero di un accesso a costi più elevati.

Distribuzione Dealer su oneri finanziari/fatturato



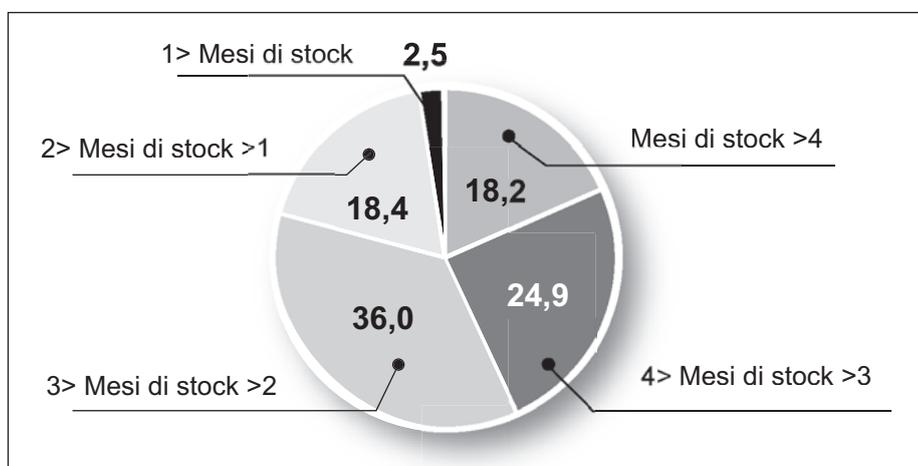
Il peso degli oneri finanziari sul fatturato è salito dallo 0,8% del 2005 all'1,2% del 2008. Nel 2008 ha più che assorbito il reddito operativo. La distribuzione del campione sull'indice dimostra come la percentuale di Concessionari che soffre di un eccessivo peso da interessi passivi è salita, nel corso degli anni, in misura rilevante. Nel 2005 la percentuale di imprese con un conto economico gravato da un indice superiore al 2% era pari al 6,3%. Nel 2008 la percentuale è triplicata a 18,6%.

**Indici
di efficienza
operativa**

Indici di efficienza operativa	2005	2006	2007	2008
Ricavi su capitale investito	9,5	9,5	9,8	7,4
Ricavi su capitale circolante lordo	3,1	3,1	3,1	3
Mesi di stock	2,8	2,8	2,8	2,9
Ricavi su dipendente	788.827	847.993	874.895	719.804
Valore aggiunto su dipendente	49.669	53.245	54.996	45.369

Gli indici di rotazione e di efficienza hanno subito una riduzione per effetto della flessione del fatturato. Nel 2008 il capitale investito ha ruotato 7,4 volte contro valori superiori a 9 nel triennio 2005-2007. Il capitale circolante lordo ha confermato nel 2008 un ciclo finanziario di 4 mesi, più o meno in linea con il triennio precedente. Sono leggermente saliti i mesi (2,9) di giacenza degli stock presenti presso i magazzini dei Concessionari.

**Distribuzione Dealer
su mesi di stock**



In particolare la distribuzione del campione sul parametro “mesi di stock” ci dice che il 18,2% si trova in una situazione di overstock critico (maggiore di 4 mesi) ed il 24,9% è sulla soglia dell’allerta con livelli di stock che coprono tra i 3 e 4 mesi di vendite.

Il fatturato ed il valore aggiunto per addetto nel 2008 sono sensibilmente calati rispetto all’anno precedente. Il fatturato per addetto è sceso a 720mila euro contro gli 874mila del 2007. Il valore aggiunto per addetto a 45mila euro contro i 55mila del 2007. Il concessionario si è trovato a gestire il mercato, che solo nell’ultima parte dell’anno ha subito gli effetti devastanti della crisi, con un organico medio più elevato rispetto all’anno precedente.

Rating aziendale

Rating aziendale	2005	2006	2007	2008
Score di Altman - Valore	4,4	4,5	4,4	4,2
Score di Altman - Classe	B	B	B	B

Al fine di poter avere una valutazione complessiva del settore e delle aziende che ne fanno parte abbiamo applicato ai valori economici finanziari e patrimoniali rilevati lo Score di Altman. Questo è un indicatore sintetico che attribuisce pesi statisticamente calibrati ad una serie di parametri (flessibilità aziendale, remunerazione lorda e netta, rotazione e capitalizzazione) ritenuti rappresentativi del livello di equilibrio complessivo dell’impresa/settore preso in esame.

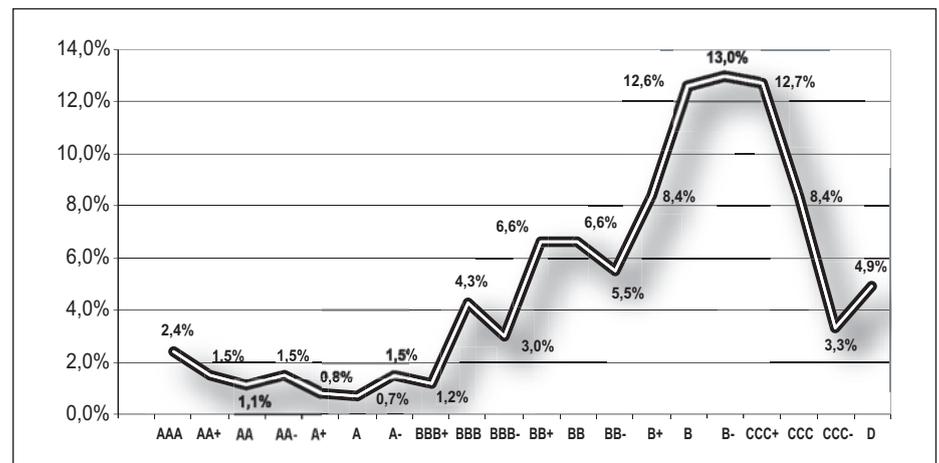
La scala di rating varia da D a AAA a seconda del valore assunto dallo score di Altman. Valori che si traducono in classe D si riferiscono ad aziende di fatto in stato di default. Valori che si traducono in classe AAA si riferiscono ad aziende che esprimono eccellenza nella gran parte dei parametri di business considerati.

Il settore nel suo complesso ha registrato nel periodo considerato uno Score di Altman classe B con valori pari a 4,4. Nel 2008, per effetto del deterioramento del mercato e dei parametri aziendali della gran parte degli operatori, il rating, pur mantenendo la classe di merito, ha subito una riduzione di valore a 4,2.

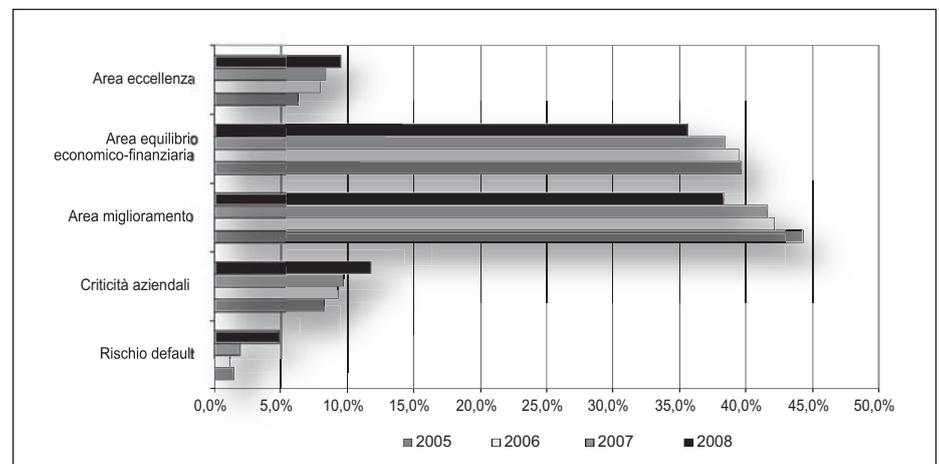
In generale la classe B esprime una sostanziale mediocrità dei fondamentali dell'impresa e del settore per la difficoltà (che si avvia a diventare strutturale) di generare redditività operativa che sia in grado di sostenere una struttura finanziaria sbilanciata verso il sistema bancario ed a remunerare adeguatamente il capitale di rischio.

La distribuzione della popolazione rispetto allo Score di Altman riproduce la seguente situazione:

Distribuzione scoring 2008



Trend Dealer scoring



	2005	2006	2007	2008
Rischio default	1,4%	1,1%	1,9%	4,9%
Criticità aziendali	8,3%	9,3%	9,7%	11,8%
Area miglioramento	44,3%	42,1%	41,6%	38,3%
Area equilibrio economica-finanziaria	39,7%	39,5%	38,4%	35,6%
Area eccellenza	6,3%	8,0%	8,4%	9,5%
	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Circa il 5% dei Concessionari si trova in una difficile condizione economico-finanziaria con elevata probabilità di default. L' 11,8% presenta serie problematiche aziendali da affrontare con urgenza per evitare i rischi della prima fascia. Il 40% delle imprese censite,

Analisi per brand

pur non vivendo l'instabilità delle fasce precedenti, deve migliorare i propri indicatori per evitare il formarsi di criticità aziendali nel medio/lungo periodo. Il 35,6% si trova in equilibrio economico-finanziario e gode di vantaggi competitivi rispetto alla concorrenza. I Concessionari presenti in questa fascia saranno "key player" nel medio/lungo termine. Infine il 9,5% rientra a buon titolo nell'area dell'eccellenza. I Concessionari che rientrano in quest'ambito sono business leader e lo saranno ancor più nel medio/lungo termine.

Come si può notare dalla tabella della composizione del campione nel periodo analizzato la percentuale di Concessionari in fascia di rischio è aumentata significativamente passando dall'11,6% del 2007 al 16,7% del 2008.

Seppur in misura contenuta è aumentata la percentuale delle imprese che esprimono eccellenza nella gestione aziendale (dall'8,4% del 2007 al 9,5% del 2008). La crisi tende ad accentuare il gap tra aziende leader e aziende follower.

Il successo imprenditoriale di una concessionaria è certamente funzione diretta delle capacità commerciali, organizzative, gestionali di colui che nel business dell'auto ha investito ed assunto rischio di impresa.

Tuttavia non si può nascondere che la concessionaria viva una realtà aziendale indissolubilmente legata alla marca rappresentata. Standard operativi, di immagine, di processo, politiche commerciali non sono lasciati alla libera determinazione del concessionario ma, con diversa intensità, sono dettati dal concedente che persegue l'obiettivo di uniformare l'esperienza di brand in tutti i presidi commerciali (showroom, centri di assistenza) in cui il cliente finale viene a contatto con la marca.

Pertanto, se è interessante capire come si muovono gli indicatori economico-finanziari del singolo operatore e del mercato nel suo complesso, altrettanto interessante è verificare valori e tendenze relativamente alle marche che, di fatto, dettano le regole del mercato, contribuendo in misura determinante a modellare conti economici e strutture finanziarie dei loro Concessionari. Come abbiamo avuto modo di sottolineare, le società censite all'interno del nostro database sono classificate per marca gestita.

Nel 2008 abbiamo catalogato :

- 1.465 società esclusive
- 322 società titolari di due contratti di concessione
- 52 società titolari di tre contratti di concessione
- 12 società titolari di quattro contratti di concessione
- 1 società titolare di sei contratti di concessione

Per le società pluri-concessionarie (387) abbiamo definito "dominante" la marca con market share più elevata. Ed a questa abbiamo assegnato i bilanci della società.

Infine abbiamo depurato le medie dai valori negativi che ne avessero potuto alterare il contenuto statistico. Sulla base di questa metodologia abbiamo estrapolato dati ed indici per brand. Di seguito la numerosità dei Concessionari per marca.

La numerosità di Concessionari per Marca

	2005	2006	2007	2008		2005	2006	2007	2008
Audi	22	24	24	23	Mercedes	65	68	68	66
BMW	96	94	98	93	Nissan	58	61	73	65
Chevrolet	66	68	65	60	Opel	167	174	170	160
Chrysler	31	31	30	26	Peugeot	148	151	147	134
Citroën	133	134	128	112	Renault	121	124	121	106
Fiat	249	256	260	240	Seat	58	60	67	63
Ford	112	113	111	99	Skoda	32	35	36	28
Honda	77	83	86	72	Suzuki	47	49	47	43
Hyundai	63	66	67	56	Toyota	95	95	98	87
Kia	59	63	59	50	Volkswagen	139	142	147	145
Lancia	32	36	36	30	Volvo	30	31	30	28
Land Rover	33	35	31	29	Altri Marchi	42	46	45	33

La dimensione

Ricavi della gestione caratteristica (euro x 1.000)

Nel 2008 mediamente la concessionaria ha contabilizzato ricavi totali per 22,4 milioni di euro. Registrano un indice superiore ad 1 rispetto al mercato i principali premium brand (Mercedes è anche la marca con il fatturato medio più alto, grazie anche al contributo dei veicoli industriali) e le marche generaliste che hanno privilegiato una strategia di concentrazione della partnership commerciale, come Ford e Fiat. Le marche generaliste che hanno privilegiato il maggior frazionamento del rischio commerciale registrano fatturati medi inferiori al mercato.

Marca	2005	2006	2007	2008	Index vs market	Marca	2005	2006	2007	2008	Index vs market
Mercedes	48.355	52.625	57.004	51.276	2,3	Citroën	14.151	13.539	15.195	14.746	0,7
BMW	35.413	38.308	42.399	40.602	1,8	Nissan	9.549	11.546	12.158	14.298	0,6
Fiat	34.669	39.174	42.580	39.268	1,8	Peugeot	10.899	11.662	12.967	12.005	0,5
Volkswagen	32.941	36.852	37.159	35.779	1,6	<i>Altri Marchi</i>	<i>9.503</i>	<i>10.134</i>	<i>10.699</i>	<i>11.674</i>	<i>0,5</i>
Audi	27.481	28.337	29.568	33.542	1,5	Land Rover	9.039	9.680	11.671	10.693	0,5
Ford	30.825	32.788	37.644	32.001	1,4	Suzuki	7.142	8.816	9.733	7.760	0,3
Mercato	20.472	21.940	23.755	22.384	1,0	Chevrolet	5.651	5.934	7.462	7.601	0,3
Toyota	20.417	23.269	22.635	19.534	0,9	Seat	7.181	8.422	8.602	7.065	0,3
Lancia	18.602	18.828	20.008	18.796	0,8	Skoda	5.510	5.385	5.626	6.429	0,3
Opel	17.659	18.393	20.875	18.448	0,8	Honda	5.776	5.962	6.926	6.225	0,3
Volvo	16.904	16.635	17.303	18.236	0,8	Hyundai	9.804	10.007	9.674	6.173	0,3
Renault	19.208	18.306	19.256	17.630	0,8	Kia	7.855	7.008	7.513	6.104	0,3
Chrysler	17.655	21.052	20.159	17.373	0,8						

La redditività operativa

I dati di redditività operativa premiano Chevrolet. Nei quattro anni esaminati Chevrolet si conferma marca best in class con percentuali abbondantemente sopra il 2% ed una media di periodo del 2,4%. Pur perdendo 0,7 punti percentuali rispetto al 2007, nel 2008 mantiene la leadership sull'indice in virtù di un valore aggiunto pari al 7,0% (mercato 6,3%) del fatturato ed un'incidenza di costi operativi del 5,1% (mercato 5,4%). Tra i premium brand Audi è la prima marca con una media periodo del 2,1% ed un 2008 chiuso all'1,8%. Da segnalare Suzuki che si colloca al terzo posto con l'1,7% di media periodo. Mostrano valori sopra la media del mercato i marchi generalisti Ford, Fiat, Opel e Citroën. Nel 2008 quattro marche hanno valori di redditività operativa negativi. Ancor prima di pagare tributo al sistema bancario.

Reddito operativo (% su fatturato)

Marca	2005	2006	2007	2008	M.	Marca	2005	2006	2007	2008	M.
Chevrolet	2,7%	2,4%	2,6%	1,9%	2,4%	Kia	2,3%	1,6%	1,6%	-0,4%	1,3%
Audi	2,2%	2,3%	2,2%	1,8%	2,1%	Nissan	1,2%	1,2%	1,4%	1,3%	1,3%
Opel	1,8%	1,8%	2,0%	1,3%	1,7%	Volkswagen	1,1%	1,4%	1,5%	1,1%	1,3%
Suzuki	1,6%	1,8%	2,0%	1,5%	1,7%	Lancia	1,3%	1,2%	1,6%	1,0%	1,3%
Skoda	1,7%	2,1%	1,8%	1,2%	1,7%	Land Rover	1,0%	1,0%	1,2%	1,5%	1,2%
Citroën	2,0%	1,7%	1,8%	1,3%	1,7%	Chrysler	1,6%	1,7%	1,4%	-0,2%	1,1%
Ford	1,5%	1,7%	1,7%	1,4%	1,6%	Honda	1,5%	1,5%	1,2%	0,3%	1,1%
BMW	1,8%	1,6%	1,7%	1,2%	1,6%	Volvo	0,9%	1,2%	1,3%	1,0%	1,1%
Mercedes	1,7%	1,9%	1,7%	0,9%	1,6%	Toyota	1,2%	1,5%	1,3%	0,2%	1,1%
Fiat	1,5%	1,5%	1,7%	1,3%	1,5%	Seat	1,1%	1,7%	1,3%	-0,1%	1,0%
Mercato	1,5%	1,6%	1,6%	1,0%	1,4%	Renault	0,8%	0,9%	0,9%	0,4%	0,8%
Peugeot	1,4%	1,7%	1,5%	1,1%	1,4%	Hyundai	0,4%	1,3%	1,1%	-0,3%	0,6%
<i>Altri Marchi</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>0,6%</i>	<i>1,3%</i>	<i>M.: media periodo</i>					

Il ritorno sull'investimento

L'indice di redditività sul capitale investito misura la redditività del capitale complessivamente investito nell'impresa a titolo di rischio o a titolo di finanziamento. Prescinde, dunque, dalle modalità di raccolta delle fonti finanziarie e dalle politiche fiscali. Esso è dato dal rapporto tra reddito operativo e capitale investito. Normalmente l'indice viene scomposto nel prodotto tra redditività operativa e rotazione del capitale investito. Pertanto alla capacità di generare margine attraverso la gestione operativa si associa l'effettivo

to moltiplicativo della rotazione delle attività. A parità di reddito operativo tanto maggiore sarà l'efficienza nell'utilizzo delle attività aziendali tanto maggiore sarà il ritorno sull'investimento.

$$\frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Capitale investito}} = \frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Fatturato}} \times \frac{\text{Fatturato}}{\text{Capitale investito}}$$

La Matrice Beta

La Matrice BETA correla i due indici, relativamente alla media del periodo analizzato, per ciascuna marca. Di seguito il risultato.

MEDIA 2005 -2008

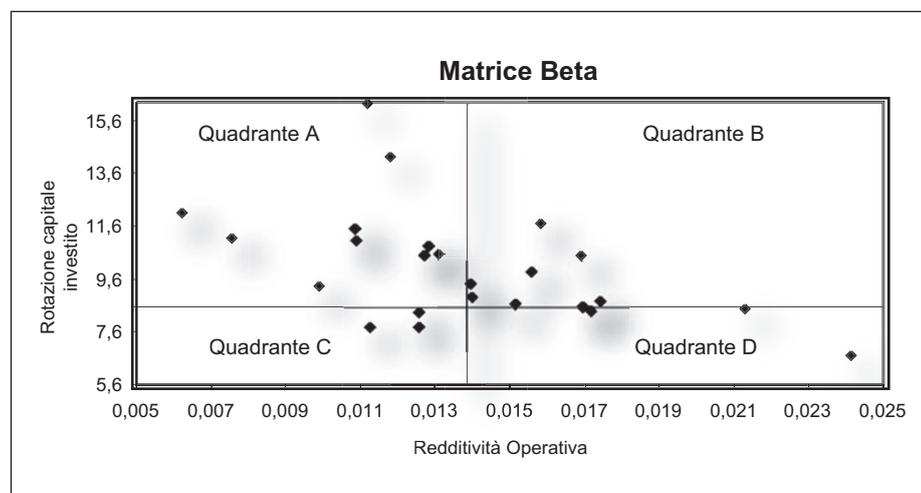
Marca	R.	C.	Q.
Ford	1,6%	11,7	B
Honda	1,1%	16,3	A
Audi	2,1%	8,5	D
Citroën	1,7%	10,5	B
Land Rover	1,2%	14,2	A
Chevrolet	2,4%	6,7	D
BMW	1,6%	9,9	B
Opel	1,7%	8,8	D
Skoda	1,7%	8,6	D
Suzuki	1,7%	8,4	D
Kia	1,3%	10,9	A
Altri Marchi	1,3%	10,6	A
Nissan	1,3%	10,5	A
Fiat	1,5%	8,7	D
Peugeot	1,4%	9,4	A
Toyota	1,1%	11,5	A
Mercato	1,4%	8,9	
Volvo	1,1%	11,0	A
Lancia	1,3%	8,4	C
Volkswagen	1,3%	7,8	C
Seat	1,0%	9,3	A
Chrysler	1,1%	7,8	C
Mercedes	1,6%	5,6	D
Renault	0,8%	11,2	A
Hyundai	0,6%	12,1	A

R. = Redditività operativa

C. = Rotazione capitale investito

Q. = Posizionamento quadrante nella matrice

Il ricorso alle fonti esterne di finanziamento



Nel quadrante B si incontrano gli indici "above market". Alta redditività operativa si associa ad alta rotazione del capitale investito. Rientrano in questo quadrante BMW, Ford e Citroën.

Il quadrante C è quello dove si incontrano gli indici "below market". Bassa redditività operativa si associa ad una bassa rotazione del capitale investito. È una combinazione di indici che non può protrarsi nel tempo. Data la rigidità del capitale investito, nel breve termine è necessario rimuovere gli ostacoli all'insufficiente redditività operativa ed individuare nuove opportunità di fatturato. Il permanere di tale condizione mette a rischio la continuità dell'impresa.

I quadranti A e D associano, con diversa intensità, rispettivamente:

- bassa redditività operativa ed alta rotazione del capitale investito;
- alta redditività operativa e bassa rotazione del capitale investito.

La struttura finanziaria di una concessionaria dipende dal grado di leva finanziaria che l'imprenditore decide di dare alla propria azienda. Alla luce dei margini operativi che il settore rilascia non c'è, oggi, spazio per spingere la leva oltre certi limiti. Ma non solo. Essa dipende anche dal livello di attività (circolanti e fisse) che la marca richiede in termini di stock, strutture operative ed investimenti legati all'immagine.

Assume, infine, un ruolo fondamentale la misura con cui la marca sostiene finanziariamente il "dealer stock" attraverso tempi di pagamento e periodi di franchigia.

La Matrice Gamma

MEDIA 2005 -2008

Marca	B.	S.	Q.
Citroën	11,4%	2,5	C
Chevrolet	15,3%	2,4	C
Peugeot	13,4%	2,9	A
Toyota	23,4%	1,7	C
BMW	18,0%	2,5	C
Land Rover	14,9%	3,3	A
Nissan	19,5%	2,6	C
Suzuki	21,9%	2,4	C
Renault	24,6%	2,3	C
Ford	17,3%	3,4	A
Opel	18,7%	3,1	A
Honda	23,7%	2,6	C
Seat	26,2%	2,7	C
Kia	18,9%	3,9	A
Mercato	26,4%	2,8	
Fiat	26,6%	2,9	B
Hyundai	23,2%	3,4	A
Skoda	28,3%	2,8	D
Lancia	25,7%	3,1	A
<i>Altri Marchi</i>	<i>21,4%</i>	<i>3,9</i>	<i>A</i>
Volvo	24,4%	4,2	A
Audi	43,5%	2,4	A
Chrysler	30,0%	3,5	B
Volkswagen	43,0%	2,5	D
Mercedes	43,2%	3,4	B

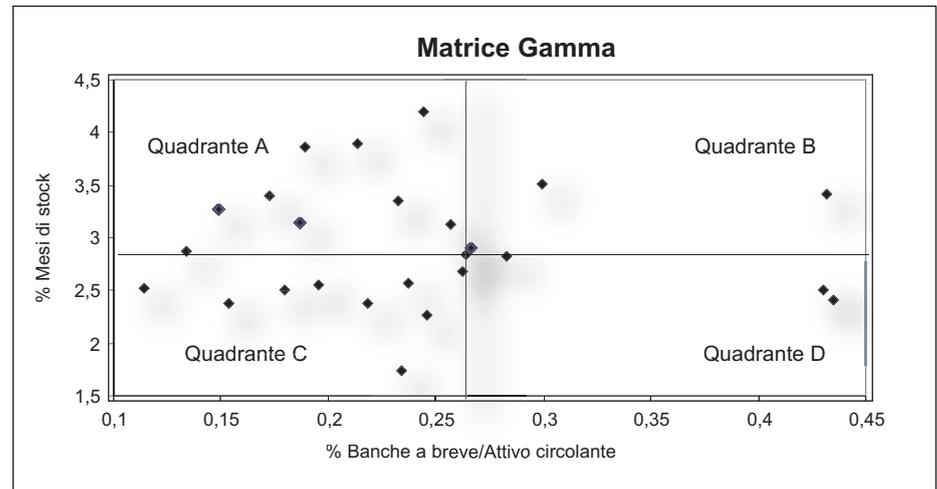
B. = Banche/CCL

S. = Mesi stock

Q. = Posizionamento quadrante nella matrice

La sostenibilità della leva finanziaria

Nella Matrice GAMMA sono associate le variabili “mesi di stock” (sotto la voce stock rientrano vetture nuove, usate e ricambi) e “% capitale circolante finanziato dal sistema bancario”. I valori fanno riferimento alla media del periodo 2005 - 2008.



Il posizionamento della marca all'interno del grafico varia in funzione del valore assunto dai due parametri.

Nel quadrante C troviamo le marche che consentono al concessionario di operare con livelli di stock inferiori alla media del mercato, garantendo anche adeguato sostegno finanziario. Citroën offre la combinazione migliore con 2,5 mesi di stock e l'11,4% di indice di finanziamento del circolante. Seguono Chevrolet (15,3% e 2,4), Peugeot (13,4% e 2,9) e Toyota (23,4% e 1,7).

Nei quadranti restanti (A e D) ci sono le situazioni intermedie: stock elevati sostenuti però, in gran parte dalla marca (A), stock contenuti finanziati dai conti anticipi delle banche.

Il quadrante B è popolato dai Concessionari che si trovano nella condizione meno auspicata: livelli di stock più alti del mercato, finanziati dal sistema bancario in una percentuale superiore alla media del settore. Sono presenti in questo quadrante tre marchi, Fiat, Chrysler e Mercedes che presentano caratteristiche diverse. Fiat si colloca molto vicino alla media del mercato ed è in una condizione generale migliore di marche presenti nei quadranti A e D. Chrysler e Mercedes, viceversa, presentano valori di rotazione dello stock (entrambe) e percentuali di ricorso a fonti esterne di finanziamento per sostenere il capitale circolante (Mercedes) ben superiori alle medie del mercato.

Per valutare rischiosità e sostenibilità di una struttura finanziaria è necessario rapportarla al volume d'affari ed alla redditività operativa. È evidente che :

- a parità di fatturato tanto maggiore è la redditività operativa tanto più elevata è la pressione che posso esercitare sulla leva finanziaria;
- a parità di redditività operativa tanto più elevato è il fatturato tanto più potrò ricorrere a fonti di finanziamento esterne.

Tutte le operazioni di “leverage buy out”, cioè di acquisizione di aziende attraverso lo strumento della leva finanziaria, hanno per oggetto imprese ad alta redditività operativa in grado, cioè, di sostenere gli interessi passivi generati dai debiti finanziari contratti dall'investitore per il loro acquisto e successivamente accollati all'impresa acquisita.

Non crediamo che il settore in esame sia mai stato interessato a questo tipo di operazioni per l'evidente esiguità dei margini operativi. Nondimeno abbiamo una discreta rappresentanza di Concessionari/marche che presentano livelli di leva finanziaria incompatibili con la redditività operativa.

La Matrice Alfa

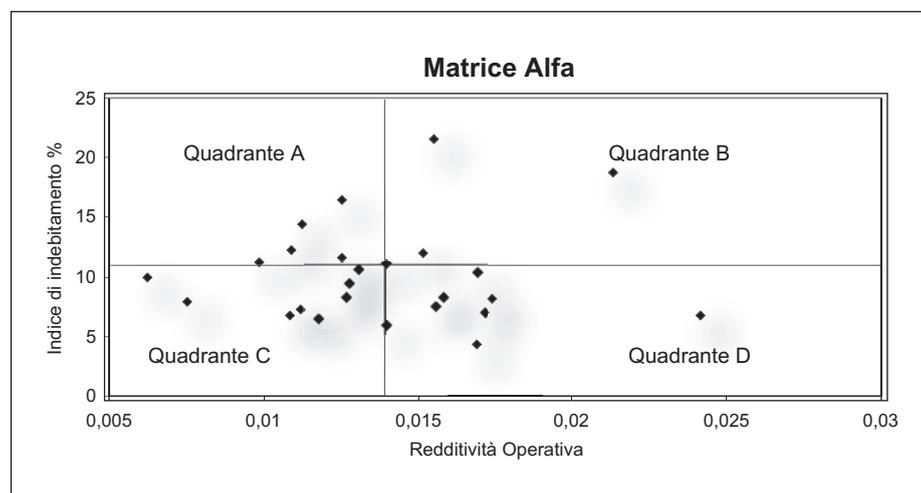
MEDIA 2005 -2008

Marca	R.	I.	Q.
Citroën	1,7%	4,3	D
Chevrolet	2,4%	6,8	D
Suzuki	1,7%	7,0	D
Peugeot	1,4%	6,0	D
Opel	1,7%	8,2	D
BMW	1,6%	7,5	D
Ford	1,6%	8,3	D
Land Rover	1,2%	6,5	C
Skoda	1,7%	10,3	D
Toyota	1,1%	6,7	C
Honda	1,1%	7,2	C
Nissan	1,3%	8,3	C
Kia	1,3%	9,4	C
Fiat	1,5%	12,0	B
Mercato	1,4%	11,1	
<i>Altri Marchi</i>	<i>1,3%</i>	<i>10,6</i>	<i>C</i>
Audi	2,1%	18,7	B
Lancia	1,3%	11,6	A
Renault	0,8%	7,9	C
Volvo	1,1%	12,2	A
Seat	1,0%	11,2	A
Chrysler	1,1%	14,4	A
Volkswagen	1,3%	16,5	A
Mercedes	1,6%	21,5	B
Hyundai	0,6%	10,0	C

R. = Redditività operativa
I. = Indice di indebitamento
Q. = Posizionamento quadrante nella matrice

Redditività netta e remunerazione dell'azionista

Nella Matrice ALFA la correlazione dell'indice di redditività operativa con l'indice di indebitamento fornisce indicazioni sui punti di (dis)equilibrio operativo e finanziario di ciascuna marca. Anche in questo caso abbiamo preso a riferimento la media dei quattro anni.



Nel quadrante D rientrano le marche che hanno l'indice di indebitamento al di sotto del mercato e la redditività gestionale sopra l'indice medio di settore. È la condizione ideale, di equilibrio operativo e finanziario, con diversi gradi di efficienza, in funzione dei valori effettivi degli indici. Il miglior posizionamento è quello di Citroën e Chevrolet con le rispettive coppie di indici a 1,7% - 4,3% e 2,4% - 6,8%. Rientrano nel quadrante D anche le marche generaliste Ford, Opel e Peugeot, i minor player Skoda e Suzuki e, unica tra i premium brand, BMW.

Nel quadrante A ci troviamo nella condizione diametralmente opposta a quella del quadrante D: marginalità operativa sotto ed indice di indebitamento sopra la media del mercato. Anche in questo caso la condizione di inefficienza/disequilibrio è funzione degli effettivi valori riportati dagli indicatori. Marche ed operatori posizionati nel quadrante A devono necessariamente rivedere i parametri economico-finanziari del proprio business soprattutto nell'ipotesi di una combinazione di indicatori che muova verso l'alto e la sinistra del quadrante (tendenza che ha caratterizzato la totalità del mercato nel 2008).

I quadranti B e C segnano, rispettivamente:

- posizioni di stress finanziario più elevato del mercato sostenute, però, da una redditività operativa mediamente superiore alla media di settore;
- posizioni di stress finanziario meno marcate rispetto al settore ma con redditività operativa inferiore al mercato.

Il quadro che emerge dalla analisi per marca della redditività netta sul fatturato ci conferma la difficoltà generalizzata del settore. Maturo, saturo ed eccedente dal lato dell'offerta, con una domanda naturale ben al di sotto della domanda registrata dal mercato.

Il risultato, anche nello spaccato per brand, non fornisce un outlook incoraggiante. Nel 2008 solo quattro brand non hanno registrato perdite di bilancio. Chevrolet è la best in class sia nella media di periodo che nel 2008 con un margine netto rispettivamente dello 0,88% e dello 0,62%.

La media dei quattro anni, che diluisce l'effetto 2008, non migliora significativamente il quadro di insieme. Ben 13 marchi hanno prodotto, dopo le imposte, perdite di esercizio. Nessun marchio ha mai superato l'1% di redditività netta. Solo Chevrolet, nel 2007, è riuscita nell'impresa.

**Utile perdita
netto imposte
(% sul fatturato)**

Marca	2005	2006	2007	2008	Media
Chevrolet	0,93%	0,92%	1,04%	0,62%	0,88%
Citroën	0,78%	0,50%	0,57%	0,14%	0,50%
Audi	0,63%	0,60%	0,66%	-0,09%	0,45%
Suzuki	0,40%	0,52%	0,58%	-0,22%	0,32%
BMW	0,56%	0,38%	0,39%	-0,11%	0,30%
Opel	0,44%	0,40%	0,46%	-0,21%	0,27%
Peugeot	0,31%	0,41%	0,29%	0,04%	0,26%
Ford	0,17%	0,38%	0,40%	-0,08%	0,22%
Skoda	0,19%	0,62%	0,24%	-0,25%	0,20%
Fiat	0,21%	0,26%	0,24%	-0,21%	0,13%
Nissan	0,12%	0,03%	0,12%	0,20%	0,12%
Mercato	0,26%	0,29%	0,21%	-0,51%	0,06%
Mercedes	0,39%	0,49%	0,06%	-0,98%	-0,01%
Volkswagen	-0,03%	0,18%	0,11%	-0,33%	-0,02%
Land Rover	-0,04%	-0,22%	-0,02%	-0,04%	-0,08%
Toyota	0,12%	0,42%	0,14%	-1,01%	-0,08%
Lancia	-0,03%	0,00%	0,09%	-0,61%	-0,14%
<i>Altri Marchi</i>	<i>0,08%</i>	<i>0,21%</i>	<i>-0,14%</i>	<i>-0,74%</i>	<i>-0,15%</i>
Honda	0,06%	0,21%	0,03%	-1,19%	-0,22%
Renault	-0,06%	-0,13%	-0,12%	-0,80%	-0,28%
Hyundai	0,87%	0,06%	-0,27%	-2,07%	-0,35%
Volvo	-0,28%	-0,09%	-0,38%	-0,79%	-0,38%
Seat	-0,22%	0,30%	0,11%	-1,74%	-0,39%
Kia	0,85%	0,24%	-0,09%	-2,93%	-0,48%
Chrysler	0,13%	0,10%	-0,34%	-2,15%	-0,56%

**Redditività
capitale di rischio
utile netto/capitale netto**

Brand	2005	2006	2007	2008	Media
Chevrolet	11,3%	10,5%	12,4%	5,1%	9,1%
Citroën	13,0%	7,9%	9,3%	1,9%	7,7%
Audi	12,2%	11,5%	11,2%	-1,3%	7,4%
Ford	4,2%	9,1%	9,9%	-1,3%	4,9%
BMW	8,9%	6,0%	6,4%	-1,4%	4,4%
Suzuki	5,3%	7,6%	8,0%	-2,1%	4,3%
Opel	7,1%	6,4%	7,6%	-2,2%	4,0%
Peugeot	5,0%	6,7%	4,8%	0,4%	3,8%
Skoda	3,0%	8,5%	3,5%	-2,9%	2,4%
Nissan	2,5%	0,6%	2,3%	3,2%	2,3%
Fiat	3,5%	4,4%	4,4%	-2,5%	2,0%
Mercato	4,3%	4,8%	3,6%	-6,2%	0,9%
Mercedes	4,1%	5,3%	0,7%	-8,3%	-0,1%
Volkswagen	-0,4%	2,5%	1,7%	-3,4%	-0,2%
Toyota	2,3%	8,6%	2,7%	-16,3%	-1,0%
Lancia	-0,4%	-0,1%	1,4%	-7,2%	-1,9%
Land Rover	-1,4%	-7,5%	-0,8%	-0,7%	-2,0%
Hyundai	18,0%	1,2%	-5,7%	-31,7%	-3,5%
<i>Altri Marchi</i>	<i>1,8%</i>	<i>4,3%</i>	<i>-2,9%</i>	<i>-16,2%</i>	<i>-3,6%</i>
Renault	-1,2%	-2,7%	-2,6%	-11,2%	-5,0%
Honda	1,9%	5,7%	1,0%	-22,1%	-5,7%
Seat	-3,6%	5,2%	2,1%	-30,9%	-5,9%
Chrysler	1,8%	1,5%	-5,2%	-17,9%	-6,6%
Kia	19,2%	5,1%	-1,9%	-43,6%	-7,0%
Volvo	-5,9%	-2,0%	-9,0%	-13,3%	-8,1%

Anche qui c'è la tutta la nostra passione

Con questo speciale, dedicato ai Bilanci dei Concessionari 2008, nutrito da un grande lavoro di analisi di Italiabilanci, Mobil 1 affianca con tutto il sostegno della passione una nuova iniziativa di InterAutoNews. Per tutto il 2010 il mensile dedicherà una sezione all'osservazione economica e organizzativa dei Dealer Auto. Perché osservare con più dettaglio la finanza e l'organizzazione dei Concessionari? Ci sembra inevitabile andare più in profondità nella relazione che vede aziende, molto ricorrenemente di tipo familiare, dove spesso l'imprenditore non ha lesinato mezzi di produzione e di finanziamento d'impresa, ma dove lo sbilanciamento verso i capitali di terzi è in molti casi inque-

tante; senza parlare poi del prodotto di questa equazione finanziaria: aziende che molto spesso non valgono la metà del capitale investito. Ci sembra una valida scelta quella di sostenere una iniziativa in grado di offrire strumenti che possano essere usati per intervenire su questa anomalia. Individualismo, stress congiunturale, forti condizionamenti dalla dipendenza economica del Mandante, non favoriscono certo la crescita della leadership. Ma, come diceva Voltaire, in questo caso noi ci accontenteremo di... ancor prima di salvare l'uomo, semplicemente servirlo. Nel nostro precipuo e dichiarato interesse di parte: quello di continuare nel nostro business con clienti che siano in grado di fare

fronte agli impegni presi. Un percorso verso l'autonomia della conoscenza, quindi, per un confronto di settore più equilibrato e più laico. Aggiungerei solo un elemento di prospettiva, quella del Regolamento Distributivo Europeo del Settore Auto: abbiamo davanti tre anni interlocutori che potrebbero preludere a Cambiamenti Strutturali importanti. Ecco allora che dobbiamo tutti capire di più oggi, perché avremo bisogno di tutta la nostra competenza. Ed in tal senso ci auguriamo che anche questa iniziativa di InterAutoNews possa soddisfare un bisogno.

Umberto Seletto
ExxonMobil
Italy PVL Manager

Brand Top Scorer

*Fonte: testo, tabelle
e grafici Italiabilanci*

In termini di remunerazione dell'investimento Chevrolet continua ad essere la best in class avendo garantito, nel periodo analizzato, un rendimento medio pari al 9,1%. Valore che brilla nella mediocrità generale ma lascia ampio spazio alla riflessione sulla capacità del settore di attrarre nuovi investimenti e nuovi investitori.

Anche negli anni precedenti, a livelli di mercato vicini ai 2,5 milioni di immatricolazioni, i valori medi non si sono discostati dai rendimenti dell'investimento alternativo "risk free".

Alla luce dei rendimenti netti registrati dal settore nel quadriennio 2005-2008 il valore stimato dell'impresa concessionaria in Italia è pari al 72% del patrimonio netto contabile medio del periodo 2005 - 2008.

Il valore, determinato applicando tre metodi di valutazione aziendale (EBITDA Multiplier, DCF - discounted cash flow, DNP - discounted net profit), fa riferimento ai dati storici degli ultimi quattro anni. La perdita progressiva di valore coinvolge il settore nel suo complesso e la maggior parte delle concessionarie.

Chevrolet è la marca che nel periodo analizzato, sulla base dei dati in nostro possesso, ha registrato lo scoring ed il rating più elevato: 5,05 - BB (mercato: 4,36 - B).

Redditività, remunerazione e flessibilità sono i principali punti di forza della marca. Da migliorare la rotazione del capitale investito, principalmente attraverso l'incremento del volume d'affari. Con una struttura finanziaria poco esposta verso il sistema bancario, ha conservato nel tempo un equilibrio complessivo, migliorando significativamente nel corso degli ultimi due anni. Nel 2008, nonostante le difficoltà del settore, ha mantenuto un punteggio di scoring sopra 5. Outlook di medio periodo positivo.

Certamente non abbiamo la pretesa di essere stati esaustivi. Crediamo, più modestamente, di aver trasferito, a quanti avranno la curiosità di leggere questo documento, una indicazione dei principali trend economici e finanziari del settore.

È questo il primo passo verso una maggiore consapevolezza su aspetti del business dell'auto troppo spesso poco approfonditi, curati e divulgati. È il primo passo di un percorso che InterAutoNews, Italiabilanci e Mobil 1 hanno deciso di intraprendere con l'obiettivo di "informare per migliorare".

Antinucci (Italiabilanci): “Grazie al nostro software possiamo determinare l’efficienza dei Dealer”

Nato a Città di Castello nel 1960, Fausto Antinucci è il “motore” di Italiabilanci. Prima di approdare alla sua attuale attività, ha fatto esperienze professionali alla Procter&Gamble, all’IRI, al Gruppo Ferranti, entrando poi nel mondo dell’auto in Nissan e successivamente in Ford Credit e in Ford Italia con attività orientate nel finance e nelle vendite. Dall’intervista che segue, si percepisce la passione che lo ha portato a dare vita ad Italiabilanci, un’impresa che richiede dedizione e che non si limita all’analisi dei bilanci dei Concessionari auto, anche se il settore automotive è certamente un elemento di attrazione in più per chi ha fatto esperienze in due aziende assai diverse fra loro, ma certamente capaci di offrire un livello elevato di formazione.

Antinucci, quando è nata l’idea di dare vita a Italiabilanci?

“L’idea è nata agli inizi del 2008 sulla base di una semplice ma fondamentale osservazione: il bilancio è uno strumento di informazione efficace poiché ci racconta la storia economica dell’impresa e ce ne fornisce la fotografia patrimoniale e finanziaria. Tuttavia, rischia di essere uno strumento parziale se non si ha la possibilità di capire quali siano le condizioni generali del settore in cui l’azienda opera e delle altre imprese che fanno parte del settore. Non solo. Spesso l’analisi settoriale viene effettuata in base ai cosiddetti codici Ateco che definiscono in maniera larga ed approssimativa il perimetro del mercato da studiare. Basti pensare al codice 45.11.0 ‘Commercio di autovetture e di autoveicoli leggeri’ che ricomprende imprese eterogenee nella dimensione, nell’organizzazione e nello schema contrattuale che sottende all’attività principale (concessionarie, rivenditori, salonisti, importatori). L’idea di Italiabilanci è quella di ritagliare “sotto-settori” in cui le imprese possano essere riclassificate in un modello aziendale omogeneo, siano comparabili e raggruppabili. Per questo motivo abbiamo sviluppato un software che, oltre ad inquadrare l’azienda in un schema evoluto e testato di analisi economico-finanziaria, consente, in maniera semplice ed immediata, di raggruppare e comparare. Il sotto-settore delle ‘concessionarie ufficiali di vendita e assistenza’ rientra esattamente in questa logica”.

Che tipo di servizi offrite ai vostri clienti?

“Il nostro è un servizio di informazione.

Un’informazione qualificata diretta ad un cliente che desidera documentarsi, che vuole accedere ad una analisi approfondita della propria impresa, che mostra interesse per il suo competitor, che vuole conoscere il mercato in cui opera. Partendo da documenti pubblicati e riscontrabili elaboriamo ed offriamo dati, indicatori, trend che non sono immediatamente rilevabili da una lettura, seppur attenta, dei bilanci ufficiali. Attualmente abbiamo applicato la nostra metodologia a 12 sotto-settori con risultati generalmente apprezzati”.



Fausto Antinucci

“
Non è tanto difficile leggere un bilancio, quanto capire se quel bilancio esprime la realtà dell’azienda che rappresenta
”

Come è strutturata l’azienda?

“Italiabilanci è organizzata in due principali divisioni. La divisione ‘Business Information’ cura l’elaborazione e lo sviluppo dei modelli di analisi ed il loro adattamento alle specificità dei mercati oggetti della ricerca (il settore delle assicurazioni richiederà un modello di analisi economico-finanziaria completamente diverso dal settore del commercio all’ingrosso di autoveicoli). La divisione ‘I.T.’ (Information Technology), che abbiamo recentemente rafforzato, si occupa della traduzione informatica/Internet delle specifiche di modello sviluppate dalla divisione ‘B.I.’”.

Come nasce questo suo interesse per i bilanci?

“Al di là del taglio ‘finance’ della mia formazione universitaria e del percorso professionale, ho sempre ritenuto che nei rapporti di business le persone fossero importanti, ma più importanti fossero le aziende che queste rappresentavano. Non ho mai creduto che una persona possa determinare il successo o l’insuccesso di una azienda. Ho sempre creduto il contrario. Da qui l’inclinazione ad approfondire le realtà aziendali. E la conoscenza dei ‘financials’ d’impresa è uno degli aspetti più rilevanti di questo processo cognitivo. È mio personale convincimento che se nel recente passato avessimo avuto più attenzione nel leggere i fenomeni aziendali e meno ad esaltare i fenomeni manageriali avremmo avuto una crisi in meno”.

È facile “leggere” un bilancio?

“Non è tanto difficile leggere un bilancio, quanto capire se quel bilancio esprime esattamente la realtà dell’azienda che rappresenta. L’esperienza ed il metodo consentono di capire se il bilancio risponde nelle linee essenziali ‘al vero’. E per capire ciò è importante la comparabilità cui prima facevo cenno. Se il settore lavora a 2 mesi di stock e l’impresa è a 6 mesi o siamo di fronte ad un clamoroso caso di mismanagement ovvero è ragionevole pensare che ci sia un problema di sopravvalutazione del magazzino”.

Quali sono i progetti di Italiabilanci per il 2010?

“Per il 2010 perseguiamo due obiettivi: il primo è quello di allargare il numero di settori da mettere sotto la lente di ingrandimento del nostro strumento Controller; il secondo è ampliare l’informazione relativa all’azienda su aspetti di company profile, company history e credit standing”.

Dalla sua lettura dei bilanci 2008 quali sono i suggerimenti che si sente di dare ai Concessionari italiani?

“Suggerimenti, difficile darne senza correre il rischio di essere banali e ridondanti. Corro il rischio e suggerisco particolare attenzione alla struttura finanziaria dell’azienda. Si può sopravvivere con una perdita di esercizio, si muore certamente senza disponibilità finanziarie. Attenzione ai costi. Non date mai per scontato che un costo sia ‘necessario’. Siate sempre critici sul se e sul quanto. Non dimenticate mai che siete un asset rilevante per la Casa che rappresentate. Non perdetevi mai il vostro orgoglio imprenditoriale”.