

RICERCHE E STUDI S. p. A.  
"R. & S."

Sede Sociale in Milano - Piazza Paolo Ferrari, 6  
Telef.: 899.329/899.603

20121 - Milano, 3 Dicembre 1970

ANALISI DI SOCIETA'

CAFFARO S.p.A. Società per l'Industria Chimica ed Elettrochimica

Capitale Sociale Lire 6.075.000.000 diviso in 27.000.000 di azioni da Lire 225 ciascuna.

Anno di fondazione : 1906.

Fatturato (1969) : 13.134 milioni

N° dipendenti (1969) : 820

Utile netto (1969) : 382 milioni

Utile per azione (1969) : 14 lire

Dividendo unitario lordo (1969) : 12 lire

Prezzo di fine ottobre 1970 : 290 (min. 1970 269, max. 1970 435)

P/E (ottobre 1970) : 21

Tasso di capitalizzazione dei dividendi (ottobre 1970) : 4,1.

\* \* \*

Questo studio ha lo scopo di fornire un quadro il più possibile completo dell'attività produttiva, dei risultati economici e delle prospettive della società esaminata. Esso è stato redatto sulla base di dati e notizie che riteniamo attendibili; non possiamo tuttavia assumere alcuna responsabilità circa la loro esattezza o le deduzioni e conclusioni che se ne possano trarre.

## L'evoluzione economica della società

La Caffaro è una società chimica e elettrochimica che opera nel settore dei prodotti chimici per l'industria e per l'agricoltura. Gli impianti elettrochimici utilizzano energia elettrica prodotta direttamente dalla società e sono impiegati nella produzione di composti chimici per l'industria ed in particolare del cloro e dei suoi derivati. I prodotti chimici per l'agricoltura comprendono i fertilizzanti, gli antiparassitari e gli anticrittogamici.

La Caffaro ha attraversato, negli anni del dopoguerra, un lungo periodo di difficoltà economiche che hanno determinato un alternarsi di risultati positivi e negativi. Da queste difficoltà la società sembra essere ora uscita attraverso un notevole programma di rammodernamento dei suoi impianti e di riconversione delle sue produzioni.

Le difficoltà del dopoguerra sono state essenzialmente dovute a due fattori: l'invecchiamento dei principali impianti della società, cioè degli impianti elettrici siti sul fiume Caffaro e dell'impianto per l'elettrolisi soda-cloro; l'eccessiva frammentazione dell'attività produttiva fra un numero molto elevato di prodotti. Se il fenomeno dell'ampliamento della gamma di prodotti è giustificato nell'industria chimica dalla possibilità di utilizzare sottoprodotti e derivati di lavorazioni fondamentali, tuttavia un'eccessiva dispersione impedisce il raggiungimento di dimensioni economiche soddisfacenti per i singoli prodotti. Nel bilancio del 1955 sono elencati circa 65 prodotti diversi della società ed è noto che questa cifra continuò a crescere negli anni immediatamente successivi.

I primi tentativi effettuati negli anni '50 di rafforzare la situazione produttiva della società ebbero limitato successo. Nel 1954-55 la Caffaro costruì in Porto Marghera un impianto per la produzione di fertilizzanti. Ma l'ingresso in produzione di questi impianti fu seguito da un periodo di caduta dei prezzi culminato con

il crollo verificatosi nel 1960 (concorrenza fra Anic, Sicedison, Montecatini). Questa particolare situazione del mercato dei fertilizzanti si aggiunse alle difficoltà derivanti dalla generale tendenza alla riduzione dei prezzi dei prodotti chimici, di cui già risentivano le produzioni tradizionali della Caffaro.

Una seconda direzione di sviluppo della società fu costituita dallo sfruttamento ulteriore delle risorse idriche del fiume Caffaro con la costruzione della centrale elettrica del Medio Caffaro. A seguito di questo investimento del valore di alcuni miliardi, la Caffaro si trovò a disporre di un'abbondante produzione di energia elettrica cresciuta dai 70 milioni circa di Kwh nel 1959 ai 235 milioni circa del 1960. Questo incremento nella produzione di energia elettrica era destinato, secondo le intenzioni della società, principalmente alle vendite a terzi, vendite che infatti ammontarono a 145 milioni circa di Kwh nel 1960 ed a 125 milioni circa nel 1961 (rispettivamente il 62% e il 64% dell'energia elettrica prodotta). La nazionalizzazione dell'industria elettrica impedì tuttavia alla società di continuare ad operare come azienda fornitrice di energia elettrica e le pose il problema di aumentare il grado di utilizzazione interna dell'energia per raggiungere un livello di autoconsumi sufficiente ad evitare la nazionalizzazione degli impianti elettrici. Questo traguardo di autoconsumo del 70% dell'energia prodotta fu raggiunto nel 1963, con la realizzazione degli impianti per la produzione del clorato e del clorito di sodio.

L'espansione dell'attività chimico-industriale, l'introduzione di alcuni prodotti dotati di un buon mercato insieme con il miglioramento del mercato dei fertilizzanti, hanno consentito un progressivo risanamento economico della società negli anni successivi al 1963. A questo consolidamento ha contribuito notevolmente la collaborazione iniziata nel 1961 fra la Caffaro e la Société d'Electrochimie, d'Electrometallurgie e des Aciéries Elec-

triques d'UGINE (1). Questa collaborazione, esplicatasi inizialmente attraverso la costituzione di una società con capitali misti Caffaro e Ugine, la S.E.U.C., specializzata nella produzione di clorato e clorito di sodio, è proseguita attraverso l'incorporazione, nel 1966, della S.E.U.C. nella Caffaro e il conseguente aumento della partecipazione azionaria della società francese nella società italiana.

Lo sviluppo successivo della collaborazione fra le due società si è manifestato attraverso il conferimento alla Caffaro della gestione della società Ugitalia, rappresentante per l'Italia dei prodotti Ugine e, sul piano industriale, attraverso la costruzione di nuovi impianti basati su brevetti e procedimenti produttivi apportati dalla società francese fra cui il primo impianto industriale per la produzione di dioli per poliesteri di cui dovrebbe essere prossima l'entrata in funzione.

I risultati degli ultimi esercizi confermano del resto questo miglioramento della società. Il bilancio che si chiudeva nel 1962 e 1963 con rispettivamente 229 e 109 milioni di perdita, dopo aver chiuso in pareggio nei tre anni successivi, ha chiuso rispettivamente con 270, 523 e 382 milioni di utili negli anni 1967, 1968 e 1969. Ancora più significativo nello stesso periodo l'andamento del cash-flow (utili più ammortamenti complessivi a carico dell'esercizio) passato da 78 milioni di lire nel 1962 a 1.866 milioni di lire nel 1969 che è così cresciuto di circa 24 volte nel corso degli ultimi 8 anni.

#### Risultati per il 1969 e previsioni per il 1970

Il bilancio del 1969 rivela tuttavia alcune difficoltà incontrate dalla società nel corso dell'esercizio. Il cash-flow è cresciuto di soli 52 milioni rispetto all'esercizio precedente passando dai 1.814 milioni del 1968 ai 1.866 milioni del 1969. Detraendo da questa cifra

(1) Nel 1966, L'Ugine si è fusa con la società chimica Kuhlman, assumendo la denominazione di Ugine-Kuhlman.

gli stanziamenti per ammortamenti e per oneri pluriennali fissati in 1.484 milioni (rispetto ai 1.291 del 1968 con un aumento di 193 milioni) si ottiene come residuo l'ammontare degli utili netti scesi dai 523 milioni nel 1968 ai 382 milioni nel 1969, con una diminuzione di 141 milioni.

Le cause di questo minore risultato utile per l'esercizio 1969 sono indicate dalla società, nella sua ultima relazione di bilancio, nell'aumento dei costi di produzione sia per ciò che riguarda le materie prime che i costi del lavoro e del denaro, nella riduzione dei ricavi unitari per alcuni prodotti del settore chimico e nella riduzione del prezzo dei fertilizzanti deliberata dal CIP nel luglio 1969.

Tuttavia, sino alla fine dell'esercizio scorso, gli aumenti del costo del lavoro e del denaro non sembrano avere avuto un'influenza determinante sul margine di profitto. Infatti, il fatturato ha registrato un aumento dell'ordine del 16% circa tra il 1968 e il 1969 passando da 11 miliardi 280 milioni circa a 13 miliardi 135 milioni, aumento percentuale pari all'aumento del costo del lavoro (passato da 1.966 a 2.298 milioni nel 1969), mentre gli oneri finanziari, passati dai 572 milioni del 1968 ai 642 milioni del 1969, hanno registrato un aumento percentuale dell'11% circa, che è quindi inferiore all'aumento percentuale del fatturato.

Per ciò che riguarda il lamentato aumento del costo del denaro, gli oneri finanziari riferiti al saldo medio annuale dell'indebitamento a breve, medio e lungo termine, sono saliti dal 7,21 al 7,61%. Tuttavia si deve anche osservare che nel corso degli stessi esercizi è aumentata la consistenza dei debiti a medio e a lungo termine sul complesso dei debiti verso banche e istituti finanziari della società. Laddove nel corso del 1968 i debiti a medio e lungo termine rappresentavano meno del 50% dei debiti finanziari, nella media del 1969 essi hanno superato il 51%. Si noti inoltre che al 31/12/69, i debiti a medio e lungo termine rappresentavano il 58% del totale dei debiti finanziari rispetto al 44% della fine dell'esercizio precedente. Questo, più che l'aumento dei tassi dell'interesse (che si è verificato solo nell'ultima parte del 1969 e nel 1970), sembra avere influito sull'onere medio dei debiti. A fronte di questo maggior onere vi è tuttavia per la società il vantaggio di un miglioramento della sua posizione a breve termine.

Vi è stato d'altra parte un aumento dei prezzi delle materie prime che può avere contribuito a restringere i margini di profitto. In particolare il prezzo del rame, che è utilizzato nella produzione degli antiparassitari, tra cui la Pasta Caffaro, ha subito degli aumenti nel corso del 1969 molto considerevoli : nel periodo aprile-dicembre il prezzo sul mercato di Londra è passato da 560 sterline circa a oltre 715 sterline per tonnellata metrica.

Un secondo elemento che ha influito sulla gestione 1969 è stata la scarsità di precipitazioni atmosferiche che ha ridotto la produzione di energia elettrica da 205 milioni di Kwh a 170 milioni circa ed ha costretto la società ad acquisti integrativi di energia elettrica con un aggravio unitario dei costi pari alla differenza fra il prezzo stabilito dall'ENEL e il costo di produzione dell'energia elettrica nei propri impianti.

Quanto alle previsioni sull'andamento dell'esercizio 1970, esse debbono essere piuttosto caute. Vi sono infatti elementi favorevoli e sfavorevoli che influiranno sui risultati di gestione. Fra i primi vi è il fatto che per questi mesi è previsto l'avvio degli impianti del decaclorodifenile e dei dioli, mentre sono in funzione dal 1968 il nuovo impianto elettrolitico per la produzione di cloro e l'impianto del perborato.

Inoltre i prezzi delle materie prime non dovrebbero subire aumenti paragonabili a quelli subiti nel 1969. Per alcuni prodotti gli esperti prevedevano già alla fine del 1969, una certa attenuazione dei prezzi ed in effetti il 1970 ha visto una riduzione notevole nel prezzo del rame e di altre materie prime di maggior impiego nella società.

Fra gli elementi sfavorevoli si devono citare il livello dell'attività produttiva della società nella prima parte dell'anno; l'insoddisfacente volume di precipitazioni atmosferiche che deve aver influito sulla produzione di energia elettrica, l'andamento dei costi della

mano d'opera e degli oneri finanziari. In particolare, i costi del lavoro dovrebbero subire per effetto del nuovo contratto collettivo un aumento non inferiore al 20%, mentre il costo del denaro dovrebbe registrare un aumento considerevole per gli aumenti dei tassi dell'interesse cui si è accennato in precedenza. Ed ambedue queste voci dovrebbero incidere sui risultati dell'esercizio.

Di conseguenza è verosimile che nel corso del 1970 l'aumento del fatturato non abbia potuto mantenere il ritmo dello scorso esercizio e che il suo aumento sarà compreso fra il 5 e l'8%. Questo minore aumento, in concomitanza di aumenti negli oneri per il personale e negli oneri finanziari percentualmente più elevati e di un fabbisogno di energia elettrica da acquistare all'esterno fa prevedere un cash-flow ridotto o sostanzialmente immutato rispetto allo scorso anno.

D'altra parte, venendo a cessare le cause di ordine sindacale del minore aumento del fatturato, se la situazione economica generale non peggiorerà, la società dovrebbe raggiungere in questi mesi e nella prima parte del 1971, un più adeguato volume di fatturato con favorevoli conseguenze sui risultati dell'esercizio.

#### Attività produttiva della Caffaro

L'attività produttiva della Caffaro è concentrata prevalentemente presso gli stabilimenti di Brescia e di Porto Marghera. Vi sono altri impianti di minore importanza in altre località, come ad es. San Severo di Foggia e concessioni minerarie a Pesaro. Essa comprende tre settori principali :

- energia elettrica;
- prodotti chimici per l'industria;
- prodotti chimici per l'agricoltura.

Si è già illustrato brevemente all'inizio come il potenziamento degli impianti elettrici abbia costituito la base per la trasformazione dell'attività produt-

tiva della società. Attualmente l'energia elettrica prodotta è usata in prevalenza per alimentare gli stabilimenti di Brescia ed in particolare il processo dell'elettrolisi soda-cloro. Nei casi in cui la produzione eccede il fabbisogno; la società effettua vendite di energia al Comune di Brescia ed all'ENEL. Talvolta invece è la Caffaro che deve acquistare energia elettrica dall'ENEL per compensare l'insufficiente produzione interna. In media negli ultimi anni gli usi interni hanno assorbito tra l'80% ed il 100% della produzione normale. Tale produzione, che si aggira sui 200 milioni di Kwh, è ottenuta dalle centrali dell'Alto, del Medio e del Basso Caffaro e di Gaver, che sono state ammodernate e meccanizzate nel corso di questi anni.

Per quanto riguarda i prodotti chimici per l'industria, essi comprendono da un lato i prodotti della elettrolisi cloro-soda il cui impianto è localizzato a Brescia, il clorito e il clorato prodotti negli impianti della ex-S.E.U.C., ora incorporata nella Caffaro (1) e una serie di altri prodotti organici ed inorganici, come l'ammoniaca, l'acido solforico, l'acido nitrico, ecc. Nello stabilimento di Porto Marghera vengono prodotte terre decoloranti.

In particolare, come si è accennato sopra, nel corso del 1968 sono entrati in funzione due nuovi impianti per l'elettrolisi soda-cloro e per la produzione di perborato di sodio ed è ora in corso di avvio l'impianto di decaclorodifenile e di dioli per poliesteri.

Per ciò che riguarda i prodotti agricoli, la Caffaro è presente nel settore degli antiparassitari ed insetticidi; inoltre a partire dal 1954, essa è entrata nel settore dei fertilizzanti inorganici e dal 1965 in quello dei fertilizzanti organici. La produzione dei primi è concentrata prevalentemente nello stabilimento di

---

(1) Gli impianti ex-S.E.U.C. sono localizzati presso lo stabilimento di Brescia della società.



Brescia; quella dei fertilizzanti nello stabilimento di Porto Marghera.

Un cenno va fatto alla organizzazione commerciale ed ai canali di vendita dei prodotti per l'agricoltura. La Caffaro dispone di una propria organizzazione commerciale piuttosto efficiente, attraverso la quale colloca direttamente molti suoi prodotti. Essa inoltre partecipa, anche se non è noto con quali quote, al consorzio SEIFA che si occupa del collocamento della produzione di fertilizzanti.

All'incirca si può dire che i prodotti chimici per l'agricoltura, antiparassitari e fertilizzanti, rappresentino il 50% del fatturato della Caffaro. L'altro 50% comprende le produzioni chimiche per l'industria.

La condizione degli impianti produttivi è varia : mentre vi sono impianti nuovi o ampiamente rinnovati in questi anni, vi sono anche impianti obsolescenti che operano in condizioni produttive insoddisfacenti.

#### Le prospettive a medio termine

Nel valutare le prospettive a medio termine della Caffaro è necessario considerare separatamente la situazione nel campo dei prodotti chimici per l'industria e nel campo dei prodotti chimici per l'agricoltura.

Per quanto riguarda le prospettive di sviluppo dell'attività della società nel primo dei due settori, a partire dal 1961-62, con l'inizio della collaborazione con l'Ugine, la Caffaro ha accelerato lo sviluppo delle produzioni chimiche industriali ed ha avuto un certo successo nel campo dei prodotti a base di cloro. In effetti, il campo dei prodotti chimici per l'industria presenta prospettive più favorevoli del settore dei prodotti agricoli dal punto di vista dei prezzi, anche se esso richiede forti investimenti ed adeguate capacità finanziarie per coprire elevati costi di impianto e di avviamento. Da que

sto punto di vista riteniamo che i rapporti fra Caffaro e Ugine presentino qualche interesse entro i limiti in cui quella collaborazione potrà svilupparsi.

Per ciò che riguarda i prodotti chimici per l'agricoltura, bisogna osservare che, nonostante l'accentuato sviluppo in questi anni nel campo dei prodotti chimici per l'industria, la Caffaro non ha rinunciato ai suoi settori tradizionali di attività, polvere e pasta Caffaro fra gli antiparassitari e concimi organici ed inorganici nel campo dei fertilizzanti.

Le previsioni sull'andamento del mercato dei fertilizzanti sono le seguenti : dal punto di vista della domanda si osserva uno sviluppo piuttosto lento nei consumi interni di fertilizzanti, mentre vi è potenzialmente una notevole domanda di fertilizzanti sui mercati esteri. Non è tuttavia particolarmente facile per le imprese italiane inserirsi su questi mercati a causa della forte concorrenza straniera. Si noti a questo proposito che la capacità produttiva di fertilizzanti dei principali paesi europei, secondo alcune stime, raggiunge il doppio della capacità di assorbimento del mercato interno di questi paesi, cosicchè per ciascun paese si pone la necessità di esportare il 50% della propria produzione in aree esterne al mercato europeo.

Dal punto di vista dei margini di profitto, la situazione sembra essere la seguente : il mercato interno offre dei margini discreti anche se la Caffaro, così come gli altri produttori, ha risentito della delibera del CIP del luglio 1969 di ridurre del 5% il prezzo dei fertilizzanti inorganici e se vi è da chiedersi quali margini conserverà questa produzione in presenza di prezzi fissi e degli aumenti dei costi che si registreranno in questo e nei prossimi anni. Non va dimenticato tuttavia che non tutti i fertilizzanti sono coperti dalla disciplina del CIP cosicchè per alcuni prodotti organici le impre

se godono di un certo margine di manovra in occasione degli aumenti dei costi.

Diversa è la situazione dei mercati di esportazione sui quali la concorrenza è come si è detto più forte e quindi i margini di profitto - se vi sono - assai più modesti. Le difficoltà sono state chiaramente segnalate da tempo, per esempio dalla Montedison, nel cui bilancio per l'esercizio 1969 si rileva una "brescente difficoltà di esportazione a prezzi remunerativi".

Il settore chimico incontra in questi anni notevoli difficoltà sia in Italia che all'estero (1) che derivano dall'elevato fabbisogno di capitale richiesto dalle immobilizzazioni tecniche, dalla rapida caduta dei prezzi unitari, che è conseguenza del progresso tecnologico e delle economie di scala, e dalla conseguente difficoltà di assicurare un adeguato volume di fatturato per ogni lira investita. Tuttavia in considerazione delle dimensioni ancora modeste dell'industria chimica in Italia e della sua non sufficiente diversificazione, riteniamo che vi siano prodotti sia nel settore agricolo che in quello industriale verso i quali si possa indirizzare l'attività produttiva di un'impresa di medie dimensioni come la Caffaro, specialmente in considerazione della disponibilità diretta di energia elettrica. Per seguire questa strada la Caffaro ha bisogno di adottare dei programmi di lungo periodo e di specializzare le sue produzioni. Dipenderanno in larga misura da questa capacità di scelta e dalla tempestività delle decisioni relative, i risultati a medio termine della società.

#### Situazione economico-patrimoniale della società

L'evoluzione delle principali voci di bilancio del fatturato e del cash-flow della Caffaro negli ultimi dieci anni è indicata nella Tabella 1.

(1) Si veda lo studio della R&S : "L'industria chimica", Milano, 1970.

EVOLUZIONE DELLE POSTE DI BILANCIO E DI ALTRI DATI ECONOMICI 1960-1969

Tabella 1

	(000.000)									
	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
<b>ATTIVO NETTO</b>										
Impianti, mobili e immobili	10.738	11.475	12.363	12.784	13.287	13.673	16.173	17.830	20.137	21.991
Ammortamenti	-3.219	-3.705	-3.989	-4.285	-4.535	-5.060	-5.810	-6.938	-7.655	-8.640
Attività immobilizzate nette	7.519	7.770	8.374	8.499	8.752	8.613	10.363	10.892	12.482	13.351
Partecipazioni	16	16	151	286	274	274	4	4	4	4
Merchi e scorte	1.829	1.942	2.432	2.261	2.526	2.518	2.233	2.619	3.094	2.811
Crediti verso clienti	748	1.330	1.243	1.807	2.255	2.685	2.997	3.858	3.725	3.984
Crediti a breve	221	231	233	253	510	559	414	233	731	511
Cassa e banche	11	14	24	13	17	11	32	50	10	9
Altre poste attive	200	213	215	374	335	190	205	226	217	303
<b>Totale</b>	<b>10.544</b>	<b>11.516</b>	<b>12.672</b>	<b>13.493</b>	<b>14.669</b>	<b>14.850</b>	<b>16.248</b>	<b>17.882</b>	<b>20.263</b>	<b>20.973</b>
<b>PASSIVO</b>										
Fondi per il personale	333	431	530	710	766	856	881	873	934	1.073
Debiti a medio e lungo termine	4.516	4.832	3.983	4.232	4.178	3.469	3.786	4.268	3.644	5.015
Debiti a breve con banche	1.224	1.572	1.140	1.243	2.076	2.743	2.597	3.306	4.640	3.573
Debiti con fornitori	605	601	536	699	818	947	1.590	1.683	2.615	2.672
Altri debiti	513	554	480	646	847	682	406	433	685	873
Ratei e risconti passivi	22	31	113	183	204	373	579	640	727	715
Riserve (1)	-47	110	119	-111	-220	-220	334	334	420	595
Capitale sociale	3.240	3.240	6.000	6.000	6.000	6.000	6.075	6.075	6.075	6.075
<b>Totale</b>	<b>10.406</b>	<b>11.371</b>	<b>12.901</b>	<b>13.602</b>	<b>14.669</b>	<b>14.850</b>	<b>16.248</b>	<b>17.612</b>	<b>19.740</b>	<b>20.591</b>
Utile o perdita a saldo	138	145	-229	-109	-	-	-	270	523	382
<b>Fatturato</b>	<b>4.757</b>	<b>5.443</b>	<b>4.871</b>	<b>6.617</b>	<b>6.505</b>	<b>7.861</b>	<b>9.861</b>	<b>10.406</b>	<b>11.278</b>	<b>13.134</b>
<b>Cash-flow</b>	<b>642</b>	<b>655</b>	<b>78</b>	<b>211</b>	<b>345</b>	<b>672</b>	<b>1.013</b>	<b>1.484</b>	<b>1.814</b>	<b>1.866</b>

(1) Comprende riserve più gli utili di esercizi precedenti meno le perdite degli esercizi precedenti.

Dall'elaborazione di questi dati e di quelli relativi agli ammortamenti, agli oneri finanziari (tratti dal conto economico), al costo del lavoro e così via si possono ricavare le seguenti osservazioni :

- nel corso del periodo considerato la Caffaro ha subito una fase di serie difficoltà economiche fra il 1962 e il 1964 seguita da un successivo rafforzamento;
- il volume degli immobilizzi si è raddoppiato nel corso del periodo passando da 11 a 22 miliardi circa (1); di questo aumento più di un terzo è di pertinenza degli ultimi due esercizi. Nello stesso periodo il fatturato si è quasi triplicato passando da 4,8 a 13,1 miliardi. Il rapporto fra immobilizzi e fatturato ha avuto la seguente evoluzione nel periodo :

	<u>31/12/60</u>	<u>31/12/65</u>	<u>31/12/69</u>
valore degli immobilizzi per 100 lire di fatturato	225,7	173,9	167,4

- il miglioramento del rapporto fra fatturato e immobilizzi tecnici ha ridotto il rapporto fra oneri finanziari e fatturato che ha avuto la seguente evoluzione fra il 1960 e il 1969 :

	<u>31/12/60</u>	<u>31/12/65</u>	<u>31/12/69</u>
rapporto % fra oneri finanziari e fatturato	8,9	6,4	4,9

- l'occupazione è rimasta sostanzialmente stazionaria passando da 785 dipendenti (dirigenti esclusi) nel 1960 a 820 dipendenti nel 1969 e questo pur in presenza di un costo complessivo del lavoro raddoppiato nel periodo considerato ha ridotto l'onere del lavoro sul fatturato,

---

(1) Una parte della crescita degli immobilizzi, del fatturato e delle altre voci economico-patrimoniali è da attribuirsi alla incorporazione, avvenuta nel 1966, della S.E.U.C. Poichè nel 1965 gli immobilizzi SEUC rappresentavano il 13% circa degli immobilizzi Caffaro e il fatturato circa il 15% del fatturato Caffaro, ciò può dare un'idea dell'apporto avutosi attraverso l'operazione di incorporazione.

che ha avuto questa evoluzione :

costo del lavoro in	<u>31/12/60</u>	<u>31/12/65</u>	<u>31/12/69</u>
percentuale del fatturato	21,8	22,3	17,5

- per ciò che riguarda gli ammortamenti, dai dati della Tabella 1 si osserva che il grado di ammortamento degli impianti è passato dal 30,0% del 1960 al 39,3% del 1969. Tuttavia, in considerazione dei modesti risultati raggiunti dalla società in molti degli anni fra il 1960 e il 1969, abbiamo ritenuto necessario approfondire l'esame dell'adeguatezza del fondo di ammortamento. Le considerazioni che si possono fare a questo riguardo sono :
- la società non ha mai, negli anni considerati, effettuato ammortamenti nella misura massima consentita dalle norme fiscali;
  - essa ha adottato anche negli anni più favorevoli dei coefficienti più bassi di quelli fiscali e cioè : per le opere idrauliche reversibili (impianti elettrici) dei coefficienti calcolati in base agli anni di scadenza delle concessioni demaniali; per i fabbricati industriali fra il 2 e il 4%; per i macchinari e gli impianti chimici l'8% e per i macchinari e gli impianti elettrici il 7%;
  - in alcuni degli anni considerati, essa ha fatto ammortamenti di molto inferiori a quelli indicati nel punto b):
  - negli anni più recenti gli aumenti degli ammortamenti effettuati hanno raggiunto o superato l'ammontare richiesto dai nuovi investimenti effettuati nell'esercizio precedente e calcolati in base alle aliquote sopra indicate, così ad esempio si deve ritenere che nel 1966, nel 1967 e nel 1969 la variazione degli ammortamenti sia stata superiore a quella calcolata in base alle aliquote sopra indicate e che nel 1968 l'aumento degli ammortamenti sia stato all'incirca pari a quello così calcolato. Si noti tuttavia che questi calco

li, in mancanza di informazioni specifiche sulla composizione e sulle caratteristiche degli impianti, sono da considerare come largamente approssimati;

e) in conclusione si può ritenere che il fondo di ammortamento della Caffaro, nonostante vi sia stato un notevole recupero nel corso degli ultimi esercizi, non sia ancora del tutto adeguato;

- passando ad esaminare ora la situazione di liquidità della società si osserva che il volume di scorte che essa mantiene, misurato in percentuale del fatturato è passato dal 38% circa del 1960 al 21% del 1969, dopo aver toccato nel 1962 il 50%;
- il saldo delle poste liquide (definito come la differenza fra merci e scorte, crediti verso clienti ed altri crediti a breve da un lato e debiti verso banche e verso fornitori) migliorato tra il 1960 e il 1965, è andato peggiorando negli ultimi anni :

	<u>31/12/60</u>	<u>31/12/65</u>	<u>31/12/69</u>
saldo posizione di liquidità	+ 980	+ 2.083	+ 1.070

Questo minore saldo nel 1969 riflette da un lato il minore volume di scorte detenute dalla società e dall'altro una accumulazione di debiti a breve verso banche e fornitori. Per quanto riguarda queste due ultime voci si deve ritenere che una parte di esse sia a fronte di spese per investimenti e si riferisca quindi a fatture per forniture di impianti e per lavori in corso. Questa ipotesi è avvalorata dalla Tabella 2 a pagina seguente nella quale è esaminato il modo in cui è stata finanziata la crescita degli immobilizzi nel corso degli ultimi due esercizi.

In sostanza nel biennio 1968-69 si sono avuti investimenti in impianti e lavori in corso per 5.209 milioni

Tabella 2

## FONTI DI FINANZIAMENTO DEGLI IMMOBILIZZATI TECNICI E FINANZIARI E DELLE SCORTE

(000.000)

	Variaz. 1968		Variaz. 1969		Variaz. biennio '68-69	
	ammontare	comp. %	ammontare	comp. %	ammontare	comp. %
<u>Destinazioni :</u>						
Investimenti in impianti	2.868	85,8	2.341	113,8	5.209	96,5
Merci e scorte	474	14,2	-283	-13,8	191	3,5
TOTALE	3.342	100,0	2.058	100,0	5.400	100,0
<u>Fonti :</u>						
Ammor. nell'anno (esclusi oneri pluriennali)	1.278	38,2	1.453	70,6	2.731	50,6
Valore netto dei cespiti eliminati	-	-	19	0,9	19	0,4
Variazione riserve	246 <sup>(1)</sup>	7,4	40 <sup>(2)</sup>	1,9	286 <sup>(3)</sup>	5,3
Debiti a medio e lungo termine	-624	-18,7	1.371	66,6	747	13,8
Accantonamento per il personale	61	1,8	139	6,8	200	3,7
Aumento debiti verso banche e fornitori	2.267	67,8	-1.011	-49,1	1.256	23,3
Diminuzione dell'attivo liquido netto	21	0,6	54	2,6	75	1,4
Debiti verso azionisti conto div. e verso il Consiglio d'Amm.	93 <sup>(1)</sup>	2,8	-7 <sup>(2)</sup>	-0,3	86 <sup>(3)</sup>	1,6

(1) Dopo la ripartizione dell'utile di 523 milioni contro 270 milioni per il 1967, con assegnazione di 160 milioni a riserve varie e con un debito a breve verso azionisti e Consiglio di Amministrazione per 93 milioni.

(2) Dopo la ripartizione dell'utile di 382 milioni con assegnazione di 40 milioni alle riserve e una diminuzione di 7 milioni del compenso agli amministratori.

(3) Dopo l'assegnazione degli utili.



che sono stati finanziati per 3.017 milioni, pari al 57,9%, mediante autofinanziamento (ammortamenti e utili passati a riserva), per 947 milioni pari al 18,2% mediante l'aumento dei debiti a medio e lungo termine e degli accantonamenti per il personale; il residuo di 1.245 milioni è sostanzialmente pari all'aumento dello indebitamento a breve verso banche e fornitori;

- infine, dal punto di vista della redditività dell'azienda, si possono considerare le seguenti cifre relative all'utile per azione, al cash-flow per azione ed al rapporto fra cash-flow e fatturato a fine esercizio 1960, 1965 e 1969 :

	<u>31/12/60</u>	<u>31/12/65</u>	<u>31/12/69</u>
utile per azione (lire)	10,6	-	14,1
<u>cash-flow</u> per azione (lire)	49,5	28,0	69,1
<u>cash-flow</u> sul fatturato (%)	13,5	8,5	14,2.

#### Valutazione di borsa

Da un confronto fra l'indice delle quotazioni delle azioni Caffaro e l'indice generale di borsa nel periodo 1960-1970 si nota una sostanziale rispondenza delle quotazioni all'andamento economico della società (vedi Figura 1). In particolare l'indice delle azioni Caffaro nel triennio 1962-64 è stato particolarmente depresso ed ha migliorato notevolmente negli ultimi anni. A partire dall'inizio del 1969 il prezzo medio mensile delle Caffaro (prezzi di chiusura ponderati con i quantitativi trattati) è passato da 228 lire per azione da nominali 225 a un massimo di 427 lire registrato nel gennaio 1970 con un aumento di quasi il 90% in 12 mesi. Questo andamento dei prezzi può essere confrontato con l'andamento dell'indice generale di borsa calcolato da Mediobanca che nel periodo in questione è salito da 65,81 (1961 = 100) a 76,14 con un aumento del 16% circa. Nei mesi successivi le azioni Caffaro hanno subito una notevole diminuzione che le ha portate a metà novembre a una quota di 270 lire. Nello stesso periodo l'indice di borsa ha subito una flessione più moderata. L'andamento mensile dei prezzi della Caffaro e dell'indice di borsa per l'ultimo anno è presentato

INDICI DI  
BORSA

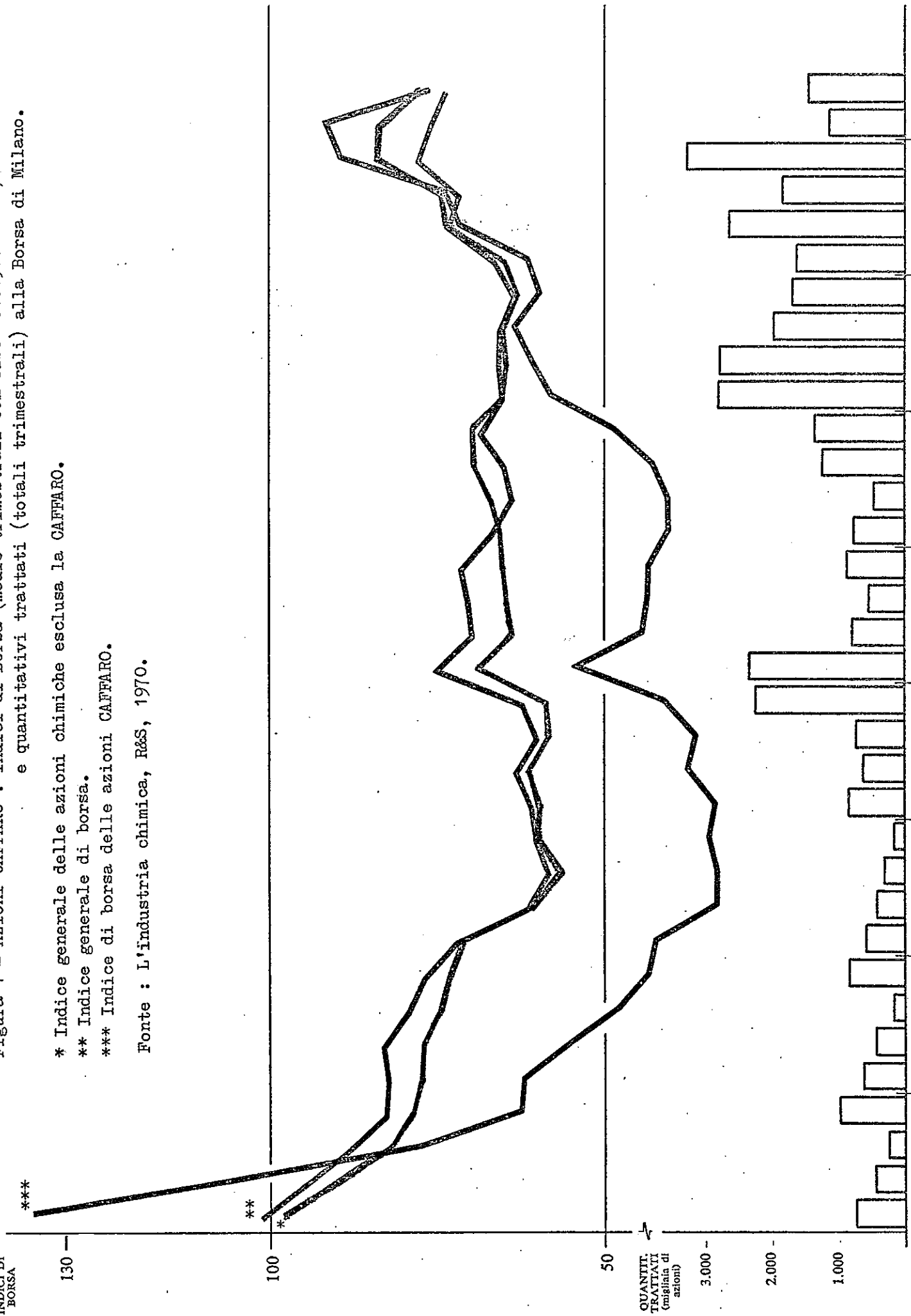
Figura 1 - Azioni Caffaro: limiti di borsa (indice generale delle azioni chimiche escluse la Caffaro) e quantitativi trattati (totali trimestrali) alla Borsa di Milano.

\* Indice generale delle azioni chimiche escluse la CAFFARO.

\*\* Indice generale di borsa.

\*\*\* Indice di borsa delle azioni CAFFARO.

Fonte : L'industria chimica, R&S, 1970.



nella Figura 2 insieme a un confronto fra le oscillazioni percentuali fra massimo e minimo del mese del titolo e dell'indice complessivo di borsa.

Il tasso di capitalizzazione dei dividendi della Caffaro ha avuto tra il 1969 e il 1970 un andamento parallelo a quello medio calcolato dalla Banca d'Italia. Un confronto limitato alle sole imprese del settore chimico indica per la Caffaro un tasso di capitalizzazione inferiore alla media, cioè una valutazione di borsa per lira di dividendo pagata, relativamente elevata. Tuttavia il tasso medio del settore chimico è reso particolarmente elevato dai tassi di ANIC e Montedison. Escludendo queste due società, il tasso di capitalizzazione della Caffaro si sposta fra quelli più elevati. Un confronto fra utili, cash-flow, dividendi per 1.000 lire di capitale nominale al 31/12/69 e tassi di capitalizzazione al 30/6/70 per le principali società chimiche è contenuto nella Tabela 3 a pagina seguente.

Per ciò che riguarda infine i quantitativi trattati, essi subiscono delle variazioni piuttosto ampie da mese a mese. Limitando il confronto al periodo gennaio 1969 - settembre 1970, il massimo è stato toccato nell'ottobre 1969 con oltre 1 milione e mezzo di titoli trattati. Questa cifra rappresenta poco più del 6% delle azioni in esistenza.

Rispetto al numero delle azioni in effettiva circolazione si tratta di una percentuale alquanto più rilevante. Infatti si può ritenere che oltre il 50% delle azioni sia nelle mani dei gruppi di controllo (si conoscono le partecipazioni Mediobanca e Ugine che insieme assommano al 25% circa) e si può osservare anche che su oltre 2.000 azionisti iscritti nel libro dei soci alla data delle due ultime assemblee, i 25 intervenuti a tali assemblee erano portatori di una quota pari a poco più del 70% del capitale sociale.

GLM/cc

UTILI, CASH-FLOW, DIVIDENDI PER 1.000 LIRE DI CAPITALE NOMINALE AL 31/12/1969 E TASSI DI CAPITALIZZAZIONE DELLE SOCIETA' CHIMICHE AL 30/6/1970

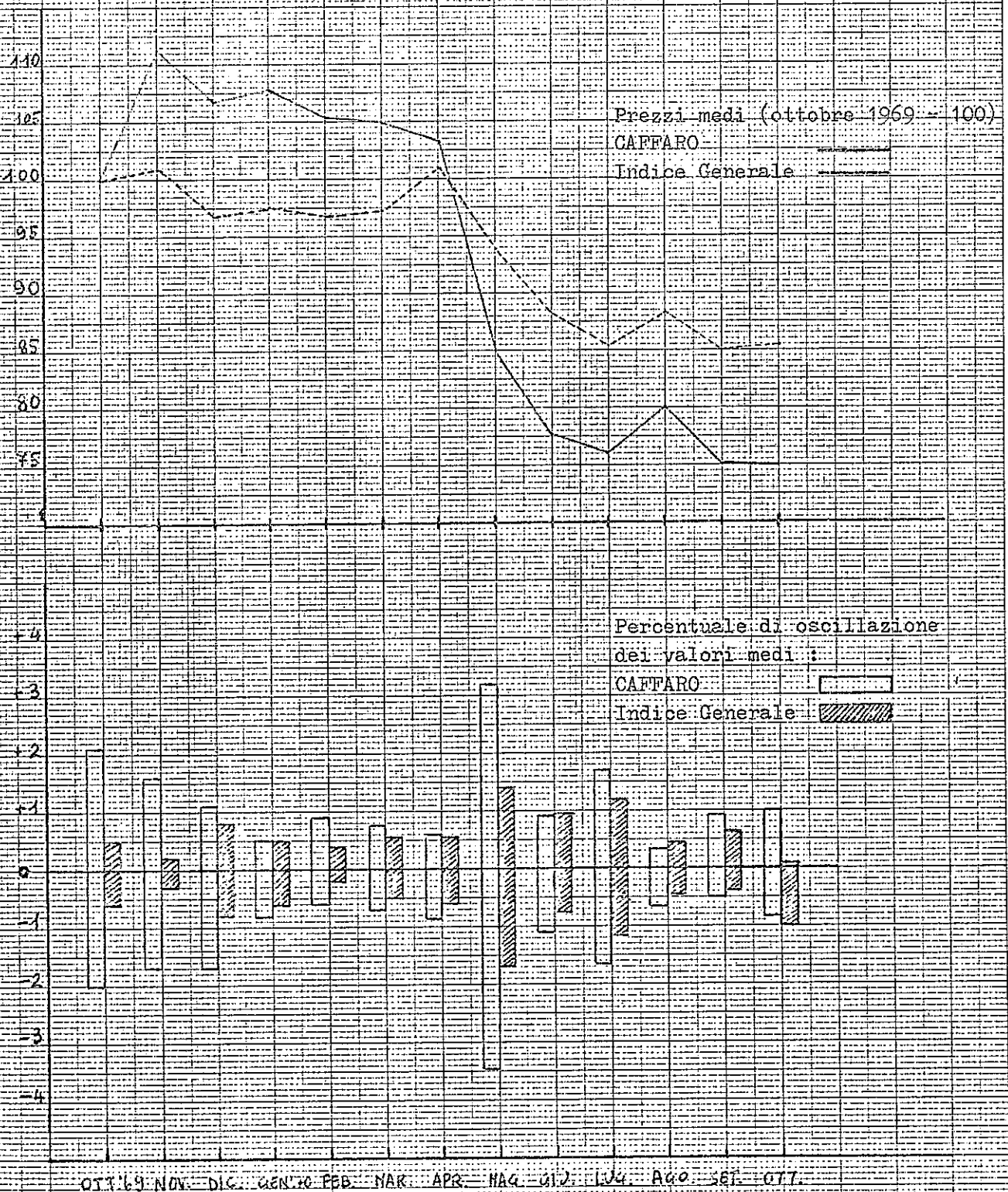
Tabella 3

Società	Capitale nominale (000.000)	Utili per 1000 lire di cap.nom.	grad.	Cash-flow per 1000 lire di cap. nom.	grad.	Dividendo per 1000 lire di cap. nom.	grad.	Tasso di capitalizzazione (giugno 1969)	grad.
Mira Lenza	4.050	355,3	1	959,5	1	400	1	2,05	1
S.I.O.	3.046	194,7	2	675,3	2	106,3	5	3,03	3
Saffa	10.000	135,8	3	387,2	3	130	2	2,95	2
Châtillon	36.000	122,3	4	372,3	4	113,3	3	4,15	5
Snia Viscosa ord.	64.108	114,5	5	361,3	5	108,3	4	3,90	4
" " priv.								5,18	7
SAROM	12.000	74,9	6	191,6	8	70	6	6,68	9
Caffaro	6.075	62,9	7	304,0	6	53,3	8	3,90	4
Montedison	749.000 <sup>(1)</sup>	55,2	8	135,3	9	55	7	5,54	8
ANIC	113.500	50,2	9	292,5	7	50	9	4,92	6
Rumianca	45.062	0,8	10	61,7	10	-	-	-	-
Pibigas	12.000	-81,3	11	-36,7	11	-	-	-	-

Tasso medio di capitalizzazione per le società che hanno pagato dividendi : 4,86.

(1) Dopo l'assemblea straordinaria del 27/4/1970. Utili, Cash-flow e Dividendi sono riferiti a 1.000 lire del capitale nominale dopo questa assemblea.

Figura 2 - Prezzi medi e oscillazioni mensili della Caffaro e dell'indice generale di borsa Ottobre 1969-Ottobre 1970.



Fonte : Indice Mediobanca e nostre elaborazioni.