



CAMERA DI COMMERCIO
INDUSTRIA ARTIGIANATO AGRICOLTURA
VICENZA

Serie: "RAPPORTI SULL'ECONOMIA LOCALE"
(Rapporto n° 77)

I BILANCI DELLE SOCIETA' DI CAPITALI A VICENZA E NEL VENETO

Ufficio Statistica e Studi

Vicenza – luglio 2011

NOTA METODOLOGICA

In questo Rapporto sono riportati i dati relativi alla situazione economico e finanziario delle medie imprese industriali che siano società di capitali delle province venete (comparativamente con il livello regionale e con il livello nazionale). Quindi i bilanci utilizzati sono quelli dell'universo delle imprese industriali che siano società di capitali con addetti 50-499 e fatturato compreso tra i 13 e i 260 milioni di euro. Tali dati sono stati rielaborati dal Centro Studi Unioncamere Nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale, 2010 e sono stati forniti per la Giornata dell'Economia 2011; la fonte primaria è l'archivio informatico dei bilanci CERVED. L'aggiornamento è al 2008.

Gli indici utilizzati sono i seguenti, seguendo le note metodologiche formulate dalla stessa Unioncamere:

Indici di solidità e liquidità

- Liquidità immediata (o Acid Test Ratio), corrispondente al rapporto tra le attività a breve, considerate al netto delle rimanenze, e le passività a breve. Per la singola azienda, e considerato che i parametri possono variare in funzione della dimensione e del settore di attività, in generale si ritiene che il valore entro la norma dovrebbe essere superiore all'unità, perché in tal caso l'azienda è in grado di far fronte ai suoi debiti correnti con le liquidità immediate e con quelle prontamente realizzabili. È ragionevole anche un valore inferiore all'unità, preferibilmente non al di sotto di 0,7-0,8 (cfr. "L'ABC del bilancio" di I.Facchinetti, edito dal Il Sole 24Ore).
- Liquidità corrente (disponibilità), pari al rapporto tra le attività a breve e le passività a breve. Questo indice comprende al numeratore le rimanenze. L'indice segnala la capacità dell'azienda di far fronte alle passività correnti con i mezzi prontamente disponibili o con quelli liquidabili in un periodo abbastanza breve (crediti e magazzino). Per la singola azienda, e considerato che i parametri possono variare in funzione della dimensione e del settore di attività, il dato ritenuto corretto non deve essere di molto inferiore a 2, e preferibilmente non dovrebbe scendere al di sotto di 1,4-1,5 (cfr. "L'ABC del bilancio" di I.Facchinetti, edito dal Il Sole 24Ore).
- Rapporto di indebitamento, calcolato rapportando il patrimonio netto al totale dei debiti, considerati al netto dei fondi: $PN / (\text{Debiti a m/l scadenza} + \text{Debiti a breve} + \text{Ratei e risconti passivi})$. Tale rapporto misura il ricorso all'indebitamento esterno per unità di capitale di rischio, fornendo una misura della solvibilità e, quindi, del rischio a cui vanno incontro i creditori.

Indicatori della capacità di servire il debito

- MON/Oneri finanziari, che misura l'adeguatezza del risultato operativo a coprire gli interessi passivi.

Redditività netta complessiva

La redditività del sistema produttivo può essere misurata attraverso:

- il livello di rendimento del capitale di rischio, ossia ROE: Risultato d'esercizio/(Patrimonio netto-Risultato d'esercizio). Rappresenta il Reddito Netto per unità di capitale di rischio impiegato nell'attività dell'impresa. Si determina così il tasso di redditività del capitale di rischio.
- il livello di rendimento del capitale investito, ossia ROA: $MON / \text{Totale attivo tangibile}$. Indica la redditività della gestione operativa, ante gestione finanziaria e straordinaria, degli impieghi. Il totale attivo tangibile è calcolato sottraendo le immobilizzazioni immateriali al totale attivo.

Ripartizione del valore aggiunto

Il valore aggiunto costituisce la differenza tra il valore della produzione e i costi sostenuti per l'acquisizione dei materiali e dei servizi, dall'esterno. Non entrano nel calcolo i fattori produttivi interni e cioè: il capitale umano (lavoro: costo del lavoro) e il capitale fisico (impianti e attrezzature: ammortamenti e accantonamenti). Rappresenta, pertanto, la capacità dell'impresa di creare, grazie alle proprie risorse interne, nuova e maggiore ricchezza rispetto ai fattori produttivi acquistati da terzi e consumati. Costituisce inoltre la remunerazione dei fattori produttivi che hanno concorso alla sua formazione (lavoro, consumo di beni capitali, capitale di terzi, risparmio).

In tal senso il Valore Aggiunto si trasforma in flussi di reddito che arrivano ai lavoratori (costo del personale), alle persone fisiche e giuridiche che conferiscono capitali come strumenti finanziari (dividendi per soci e interessi per i creditori), o terreni e beni immateriali (rendite); agli imprenditori individuali (profitti e rendite d'impresa); all'autofinanziamento aziendale (derivante da accantonamenti e ammortamenti e da utili non distribuiti, profitti, ai soci ma reinvestiti in impresa); alla Pubblica Amministrazione (imposte e oneri sociali).

È importante sapere come, nel corso del tempo, il valore aggiunto viene distribuito tra i diversi fattori che concorrono a determinarlo, al fine di verificare se si manifestano fenomeni di sotto o sovra remunerazione di alcuni di essi. Con lo scopo di presentare un prospetto di ripartizione del valore aggiunto, sono state inserite le seguenti tre tavole:

- Remunerazione del capitale umano (Costo del lavoro/Valore aggiunto), evidenziando così la capacità delle società di remunerare le persone che lavorano al proprio interno (si fa presente che, a partire dal 1998, anno di introduzione dell'IRAP, il costo del lavoro non comprende più gli oneri per il Servizio Sanitario Nazionale);
- Remunerazione del capitale di credito (Oneri finanziari/Valore aggiunto), per misurare l'incidenza della spesa relativa agli oneri finanziari;
- Remunerazione del capitale proprio (Profitti lordi/Valore aggiunto), per valutare la rilevanza della parte residua di valore aggiunto che remunera il capitale conferito dai soci e le loro capacità imprenditoriali.

GLI INDICATORI DI BILANCIO DELLE SOCIETA' DI CAPITALI NEL VICENTINO (anno 2008)

L'indicatore della **liquidità aziendale immediata** (Attività a breve-Rimanenze /Passività a breve) colloca la provincia berica (0,79) poco sopra la media regionale (0,74) e vicino al valore medio nazionale (0,80), al secondo posto tra le realtà venete dietro Belluno (0,86) e davanti a Verona (0,78), Treviso (0,77), Rovigo (0,76), Padova (0,73), Venezia (0,55).

Per quanto concerne la **liquidità corrente (disponibilità)** data dal rapporto tra attività a breve e passività a breve le società di capitali vicentine guidano la graduatoria veneta con 1,25 sopra le media regionale (1,19) e nazionale (1,17); questi i valori delle altre province: Belluno: 1,22, Verona e Treviso: 1,21, Padova: 1,20, Rovigo: 1,14, Venezia: 1,08.

Il **rapporto di indebitamento** (rapporto tra patrimonio netto e totale dei debiti) delle società di capitali è a Vicenza al 48,70%, situazione migliore rispetto a Rovigo (34,54%), Venezia (34,88%), Verona: 45,08% e Padova (46,59%) e peggiore rispetto a Treviso (50,09%) e a Belluno (74,90%) con una media regionale e nazionale rispettivamente al 46,14% e al 48,53%.

L'adeguatezza del risultato operativo di coprire gli interessi passivi (margine operativo netto / oneri finanziari) e quindi la **capacità di servire il debito** vede le società di capitali di Vicenza scontare una posizione peggiore della media veneta (rispettivamente: 1,67 e 1,72) davanti a Venezia (1,42) e Rovigo (1,63), ma dietro Verona (1,71), Treviso (1,77), Padova (1,82) e Belluno (2,42).

Veniamo al **ROE**, indicatore del livello di rendimento del capitale di rischio dato dal rapporto tra il risultato d'esercizio e il patrimonio netto depurato dal risultato di esercizio: le società di capitali

vicentine hanno un ROE del 2,64% davanti alle società di capitali veneziane (1,63%), padovane (1,66%), e rodigine (1,97%), ma dietro le società trevigiane (3,81%), veronesi (4,27%) e bellunesi. (8,39%).

Quanto al **ROA**, indicatore del livello di rendimento del capitale investito (margine operativo netto sul totale attivo tangibile), le società di capitali beriche sono al 3,88% dietro alle bellunesi (4,80%), alle trevigiane (4,15%), alle rodigine (4,02%), mentre il ROA delle società di capitali veronesi, padovane e veneziane è inferiore (rispettivamente: 3,76%, 3,67%, e 2,53%).

Le ultime tre tavole forniscono informazioni sulla **ripartizione del valore aggiunto** (dato dalla differenza tra il valore della produzione e i costi sostenuti per l'acquisizione dei materiali e dei servizi dall'esterno) tra i vari fattori che contribuiscono a formarlo. Ebbene la **remunerazione del capitale umano** tra le medie imprese industriali vicentine società di capitali è più elevata (63,19% è il rapporto tra il costo del lavoro e il valore aggiunto) rispetto a Treviso (61,08%), Verona (62,68%) e Belluno (62,94%), ed è inferiore a quella registrata a Padova (63,64%), Rovigo (65,22%), Venezia (70,26%). La **remunerazione del capitale di credito** è monitorata dal rapporto tra oneri finanziari e valore aggiunto: a Vicenza siamo al 12,02% contro il 12,42% di Verona, il 10,04% di Belluno, il 13,09% di Treviso, il 10,34% di Venezia, l'11,33% di Padova, l'11,87% di Rovigo e una media regionale dell'11,87% (13,52% è il valore medio nazionale). Infine la **remunerazione del capitale proprio** (profitti lordi sul valore aggiunto): la profittabilità delle società di capitali vicentine è del 25,34% superiore a quella delle società di capitali veneziane (20,39%), rodigine (23,60%) e inferiori alla profittabilità registrata a Verona (25,49%), Padova (25,81%), Treviso (26,55%) e Belluno (27,57%), mentre la media veneta è del 25,05% (17,29% la nazionale).

Tabella n° 1 - Liquidità immediata: (Attività a breve-Rimanenze) / Passività a breve										
Province e regioni	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Verona	0,75	0,76	0,78	0,80	0,80	0,81	0,84	0,82	0,79	0,78
Vicenza	0,78	0,76	0,78	0,79	0,79	0,80	0,80	0,80	0,79	0,79
Belluno	0,72	0,76	0,66	0,76	0,70	0,76	0,76	0,83	0,83	0,86
Treviso	0,82	0,78	0,77	0,78	0,79	0,80	0,81	0,82	0,80	0,77
Venezia	0,60	0,58	0,57	0,59	0,57	0,59	0,59	0,62	0,56	0,55
Padova	0,69	0,69	0,73	0,72	0,70	0,76	0,77	0,76	0,75	0,73
Rovigo	0,67	0,64	0,65	0,68	0,70	0,72	0,73	0,73	0,73	0,76
VENETO	0,73	0,72	0,73	0,74	0,74	0,76	0,77	0,77	0,75	0,74
ITALIA	0,76	0,77	0,76	0,77	0,78	0,81	0,83	0,83	0,81	0,80

Fonte: Centro Studi Unioncamere nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale, 2010

Tabella n° 2 - Liquidità corrente:Attività a breve/Passività a breve										
Province e regioni	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Verona	1,16	1,16	1,16	1,19	1,21	1,24	1,25	1,21	1,21	1,21
Vicenza	1,17	1,15	1,18	1,17	1,21	1,24	1,23	1,23	1,25	1,25
Belluno	1,05	1,10	0,94	1,11	1,00	1,12	1,05	1,18	1,17	1,22
Treviso	1,20	1,15	1,13	1,14	1,18	1,20	1,23	1,24	1,24	1,21
Venezia	1,05	1,02	1,01	1,03	1,02	1,06	1,09	1,14	1,10	1,08
Padova	1,11	1,09	1,11	1,10	1,11	1,19	1,20	1,20	1,24	1,20
Rovigo	1,06	1,02	1,03	1,04	1,09	1,11	1,11	1,12	1,13	1,14
VENETO	1,14	1,12	1,12	1,13	1,15	1,19	1,20	1,21	1,21	1,19
ITALIA	1,10	1,10	1,08	1,11	1,13	1,18	1,20	1,19	1,18	1,17

Fonte: Centro Studi Unioncamere naz. - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale, 2010

Tabella n° 3 - Rapporto di indebitamento: PN/(Debiti a m/l scadenza+Debiti a breve+Ratei e risconti passivi)										
Province e regioni	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Verona	32,42%	34,56%	36,54%	35,79%	38,06%	40,41%	42,14%	40,41%	38,95%	45,08%
Vicenza	35,48%	39,01%	40,89%	40,54%	39,99%	40,25%	43,15%	40,47%	39,31%	48,70%
Belluno	46,69%	45,03%	41,23%	45,28%	33,34%	51,92%	54,40%	61,14%	58,17%	74,90%
Treviso	37,40%	39,34%	43,64%	40,10%	44,84%	44,43%	46,81%	50,73%	51,08%	50,09%
Venezia	30,84%	29,53%	28,01%	28,78%	27,92%	28,18%	31,77%	30,33%	27,65%	34,88%
Padova	29,78%	31,46%	31,17%	32,53%	35,87%	37,06%	39,74%	37,22%	38,24%	46,59%
Rovigo	24,58%	25,25%	26,30%	28,49%	28,26%	28,14%	26,53%	26,98%	26,35%	34,54%
VENETO	33,73%	35,28%	36,80%	36,18%	37,56%	38,88%	41,44%	40,75%	39,83%	46,14%
ITALIA	42,68%	44,14%	45,73%	45,18%	45,91%	48,44%	50,16%	47,71%	46,13%	48,53%

Fonte: Centro Studi Unioncamere nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale, 2010

Tabella n° 4 - MON/OFF: Margine Operativo netto/Oneri finanziari										
Province e regioni	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Verona	2,50	2,40	2,48	2,58	2,65	2,93	3,29	3,15	2,45	1,71
Vicenza	2,38	2,00	1,96	1,95	1,54	2,39	2,42	2,42	2,18	1,67
Belluno	2,88	2,94	2,50	2,94	1,65	2,57	2,11	3,84	3,92	2,42
Treviso	2,64	2,03	2,00	2,04	1,63	1,95	2,01	2,10	2,07	1,77
Venezia	1,50	1,45	1,61	1,57	1,59	1,60	2,09	2,16	1,94	1,42
Padova	2,04	1,87	1,96	2,15	2,04	2,48	2,73	2,74	2,70	1,82
Rovigo	2,19	1,79	1,89	1,96	1,70	1,80	1,91	1,72	2,03	1,63
VENETO	2,31	2,02	2,04	2,10	1,84	2,29	2,46	2,54	2,31	1,72
ITALIA	1,98	1,75	1,62	1,71	1,55	2,16	2,11	2,16	1,93	1,48

Fonte: Centro Studi Unioncamere naz. - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale, 2010

Tabella n° 5 - ROE: Risultato d'esercizio/(Patrimonio netto-Risultato d'esercizio)										
Province e regioni	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Verona	12,63%	6,24%	7,13%	6,38%	8,53%	7,52%	9,40%	10,68%	7,14%	4,27%
Vicenza	9,22%	6,50%	7,25%	9,70%	3,92%	6,88%	3,97%	7,29%	6,42%	2,64%
Belluno	1,38%	12,20%	-3,80%	18,60%	12,94%	42,86%	3,03%	9,86%	12,80%	8,39%
Treviso	14,32%	6,19%	5,84%	6,23%	9,98%	5,59%	5,11%	21,76%	6,34%	3,81%
Venezia	8,07%	2,84%	2,79%	1,78%	0,00%	0,30%	6,75%	13,85%	8,83%	1,63%
Padova	8,94%	5,20%	6,72%	6,47%	3,79%	6,17%	6,32%	7,40%	7,97%	1,66%
Rovigo	6,45%	2,21%	5,45%	8,36%	3,87%	3,12%	3,89%	1,72%	5,26%	1,97%
VENETO	10,26%	5,84%	5,82%	7,02%	6,06%	7,06%	5,95%	12,08%	7,32%	3,17%
ITALIA	7,69%	6,55%	3,97%	1,00%	3,26%	6,91%	6,52%	6,97%	6,44%	3,61%

Fonte: Centro Studi Unioncamere nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale, 2010

Tabella n° 6 - ROA: Margine Operativo Netto/Totale attivo tangibile										
Province e regioni	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Verona	5,15%	5,23%	5,16%	5,00%	4,80%	4,73%	4,81%	5,05%	4,87%	3,76%
Vicenza	5,70%	5,48%	5,17%	4,95%	3,68%	4,52%	4,05%	4,60%	4,89%	3,88%
Belluno	6,83%	6,53%	6,60%	6,96%	4,42%	5,42%	5,07%	8,48%	7,66%	4,80%
Treviso	6,76%	5,78%	5,20%	4,92%	3,87%	3,69%	3,65%	4,12%	4,55%	4,15%
Venezia	2,92%	3,07%	3,45%	3,07%	3,03%	2,68%	3,14%	3,34%	3,68%	2,53%
Padova	4,92%	4,84%	4,79%	4,79%	3,86%	4,13%	4,27%	4,85%	5,24%	3,67%
Rovigo	4,63%	4,05%	4,56%	4,58%	3,68%	3,52%	3,59%	3,62%	4,74%	4,02%
VENETO	5,30%	5,04%	4,93%	4,72%	3,91%	4,07%	4,06%	4,57%	4,80%	3,71%
ITALIA	3,84%	3,80%	3,52%	3,41%	3,00%	3,42%	3,29%	3,80%	3,83%	3,25%

Fonte: Centro Studi Unioncamere nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale, 2010

Tabella n° 7 - Ripartizione del valore aggiunto: remunerazione del capitale umano COSTO DEL LAVORO / VALORE AGGIUNTO										
Province e regioni	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Verona	61,17%	60,26%	61,39%	60,67%	60,73%	61,60%	61,19%	60,51%	58,63%	62,68%
Vicenza	60,86%	60,87%	60,95%	61,84%	64,86%	63,03%	64,36%	62,75%	59,91%	63,19%
Belluno	62,34%	61,71%	59,48%	61,11%	65,12%	60,84%	61,98%	55,78%	54,81%	62,94%
Treviso	58,53%	58,41%	58,69%	60,01%	61,92%	63,17%	63,04%	62,20%	58,44%	61,08%
Venezia	71,12%	71,09%	69,39%	70,13%	70,15%	70,79%	70,31%	69,19%	65,62%	70,26%
Padova	63,86%	62,58%	62,78%	63,27%	64,52%	64,12%	64,44%	62,61%	59,34%	63,64%
Rovigo	65,21%	66,44%	64,17%	63,07%	65,13%	67,93%	67,61%	69,05%	63,46%	65,22%
VENETO	62,55%	62,16%	62,06%	62,66%	64,20%	64,07%	64,25%	62,85%	59,92%	63,77%
ITALIA	60,82%	59,55%	60,29%	60,57%	61,14%	60,25%	61,63%	60,92%	58,91%	60,87%

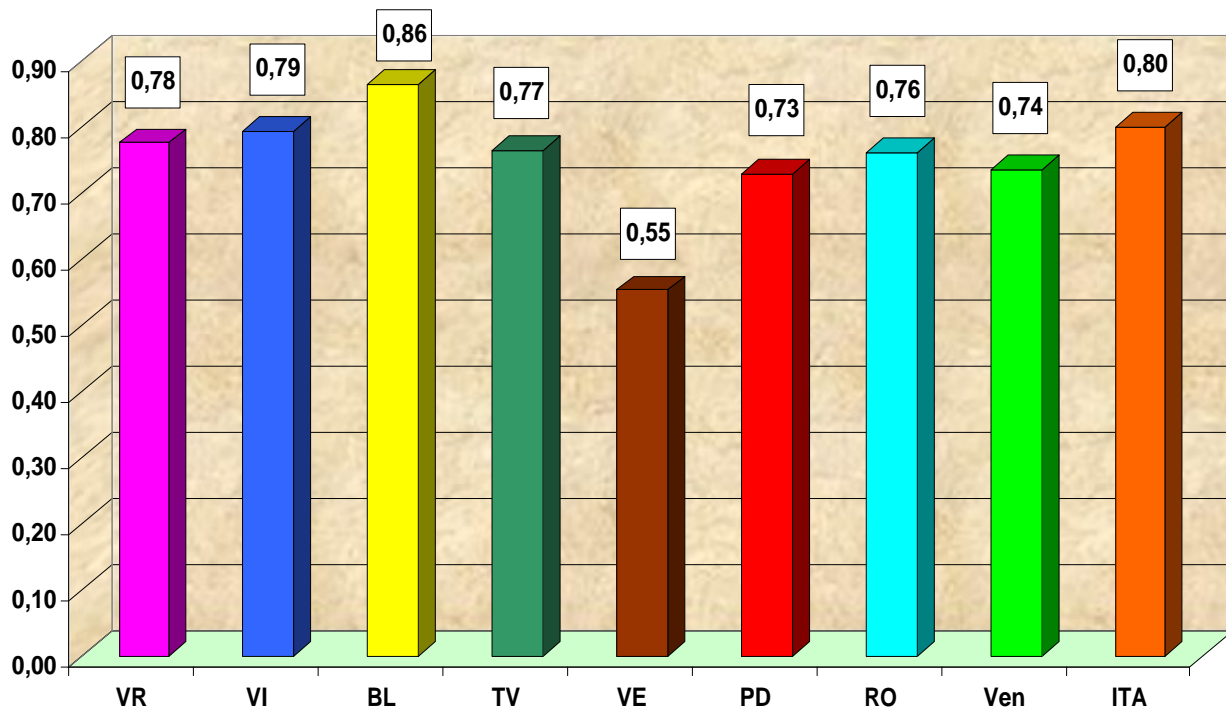
Fonte: Centro Studi Unioncamere nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale, 2010

Tabella n° 8 - Ripartizione del valore aggiunto: remunerazione del capitale di credito- ONERI FINANZIARI/VALORE AGGIUNTO										
Province e regioni	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Verona	8,37%	8,96%	8,58%	8,22%	7,80%	7,16%	6,42%	7,06%	10,56%	12,42%
Vicenza	8,99%	10,78%	10,31%	9,86%	10,04%	7,67%	7,20%	8,02%	11,04%	12,02%
Belluno	7,71%	8,34%	10,55%	8,50%	12,12%	9,48%	10,98%	8,23%	8,37%	10,04%
Treviso	10,34%	11,82%	11,66%	10,65%	11,23%	8,98%	9,02%	9,97%	12,59%	13,09%
Venezia	7,45%	8,23%	8,03%	7,64%	7,35%	6,94%	6,66%	6,97%	10,30%	10,34%
Padova	9,34%	10,38%	9,98%	9,31%	8,37%	7,21%	6,91%	7,56%	9,90%	11,33%
Rovigo	8,69%	9,58%	10,07%	10,16%	9,89%	8,68%	8,63%	9,63%	11,04%	11,87%
VENETO	8,92%	10,05%	9,86%	9,24%	9,25%	7,74%	7,46%	8,02%	10,83%	11,87%
ITALIA	9,34%	10,90%	11,56%	10,65%	10,64%	8,58%	8,92%	9,53%	12,05%	13,52%

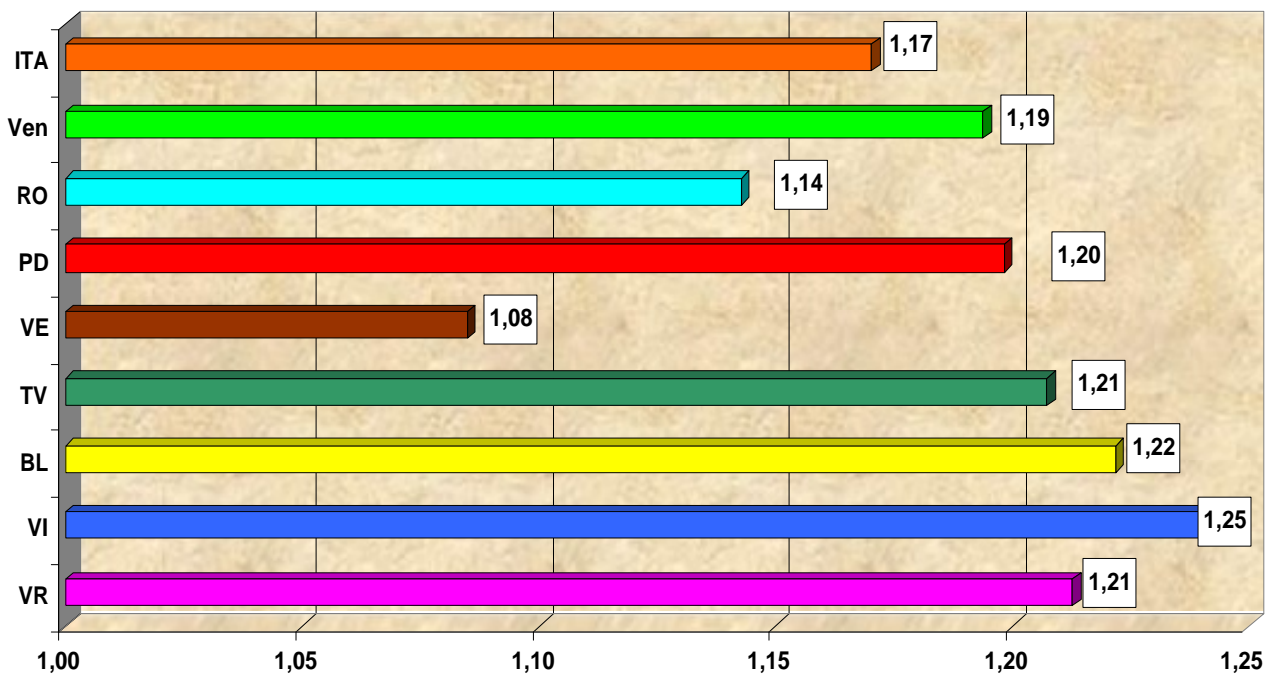
Fonte: Centro Studi Unioncamere nazionale - Osservatorio sui bilanci delle società di capitale, 2010

Tabella n° 9 - Ripartizione del valore aggiunto: remunerazione del capitale proprio- PROFITTI LORDI/VALORE AGGIUNTO										
Province e regioni	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Verona	30,46%	30,78%	30,02%	31,10%	31,47%	31,24%	32,39%	32,43%	31,48%	25,49%
Vicenza	30,15%	28,35%	28,74%	28,30%	25,10%	29,30%	28,45%	29,23%	29,79%	25,34%
Belluno	29,95%	29,95%	29,97%	30,39%	22,76%	29,68%	27,04%	35,99%	37,31%	27,57%
Treviso	31,13%	29,77%	29,65%	29,34%	26,86%	27,84%	27,94%	27,83%	29,52%	26,55%
Venezia	21,43%	20,69%	22,58%	22,24%	22,50%	22,27%	23,02%	23,84%	24,74%	20,39%
Padova	26,80%	27,04%	27,24%	27,42%	27,11%	28,66%	28,65%	29,83%	31,39%	25,81%
Rovigo	26,10%	23,98%	25,76%	26,77%	24,97%	23,40%	23,77%	21,32%	25,71%	23,60%
VENETO	28,54%	27,78%	28,08%	28,10%	26,56%	28,18%	28,29%	29,13%	29,89%	25,05%
ITALIA	29,85%	29,55%	28,15%	28,78%	28,21%	31,17%	29,43%	29,55%	30,54%	27,29%

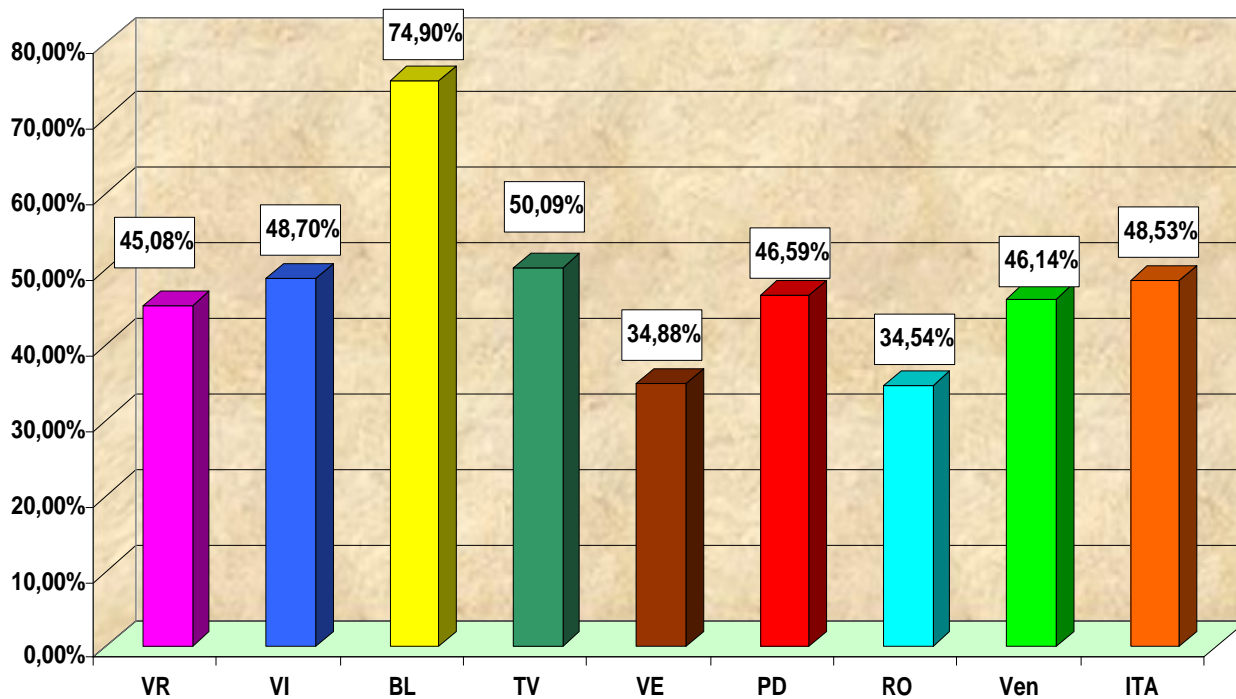
(ATTIVITA' A BREVE-RIMANENZE) / PASSIVITA' A BREVE - ANNO 2008



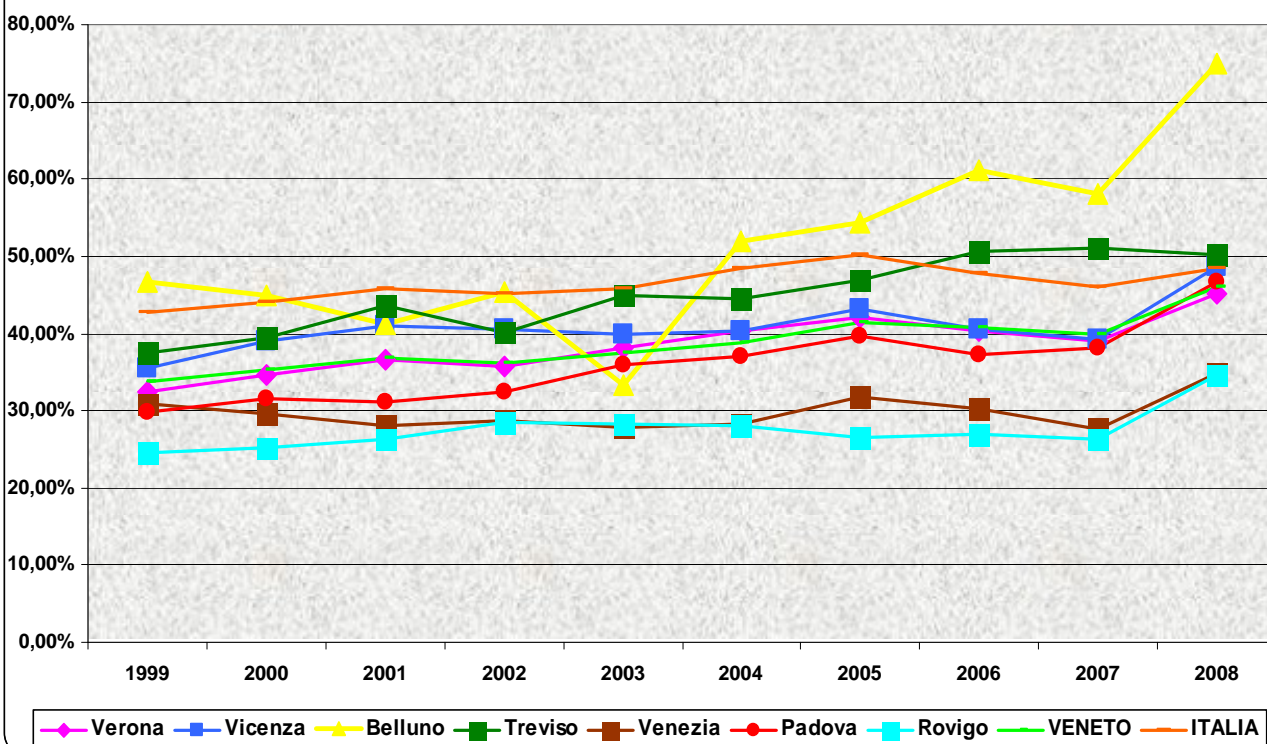
ATTIVITA' A BREVE / PASSIVITA' A BREVE - ANNO 2008



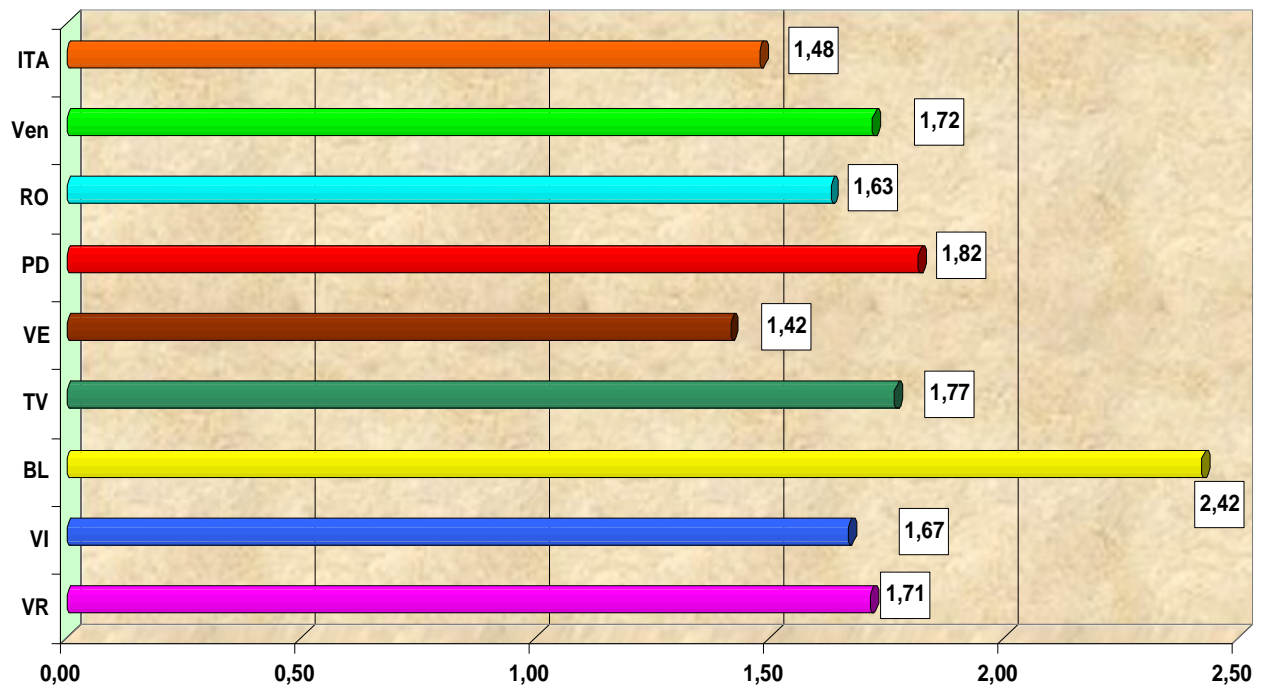
PN / (DEBITI A M/L SCADENZA + DEBITI A BREVE + RATEI E RISCONTI PASSIVI) - ANNO 2008



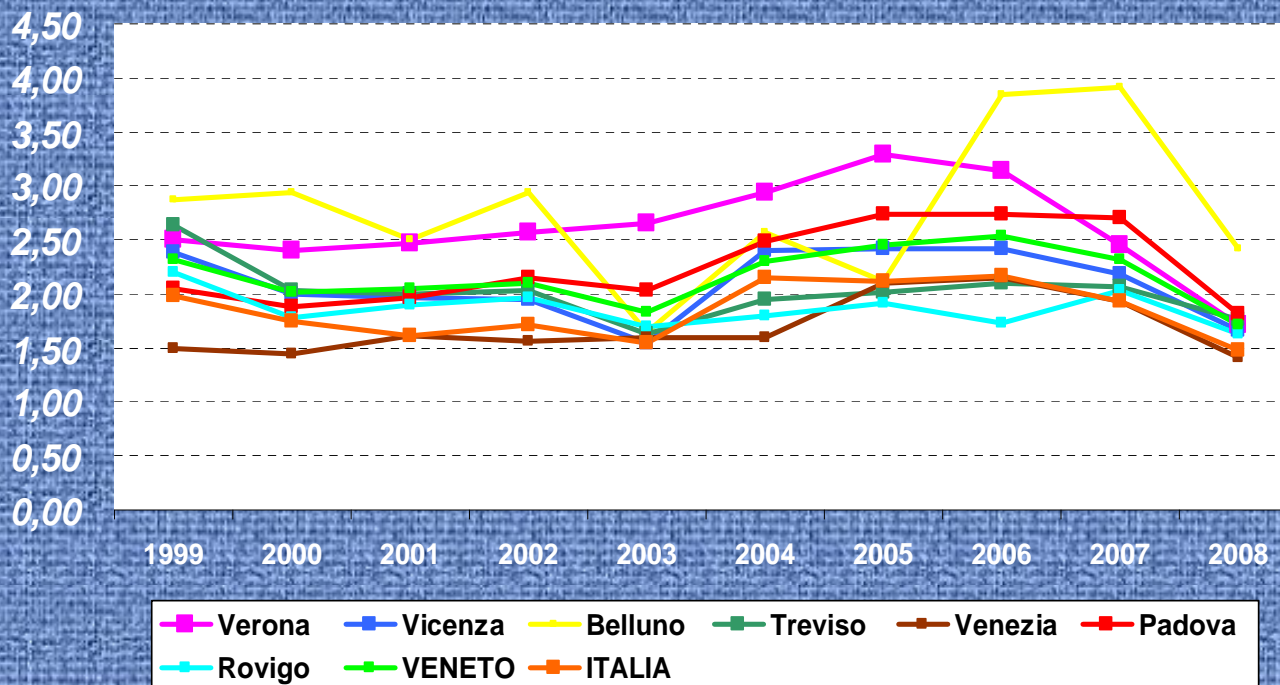
RAPPORTO DI INDEBITAMENTO: PN / (DEBITI A M/L SCADENZA + DEBITI A BREVE + RATEI E RISCONTI PASSIVI) - SERIE STORICA 1999 - 2008



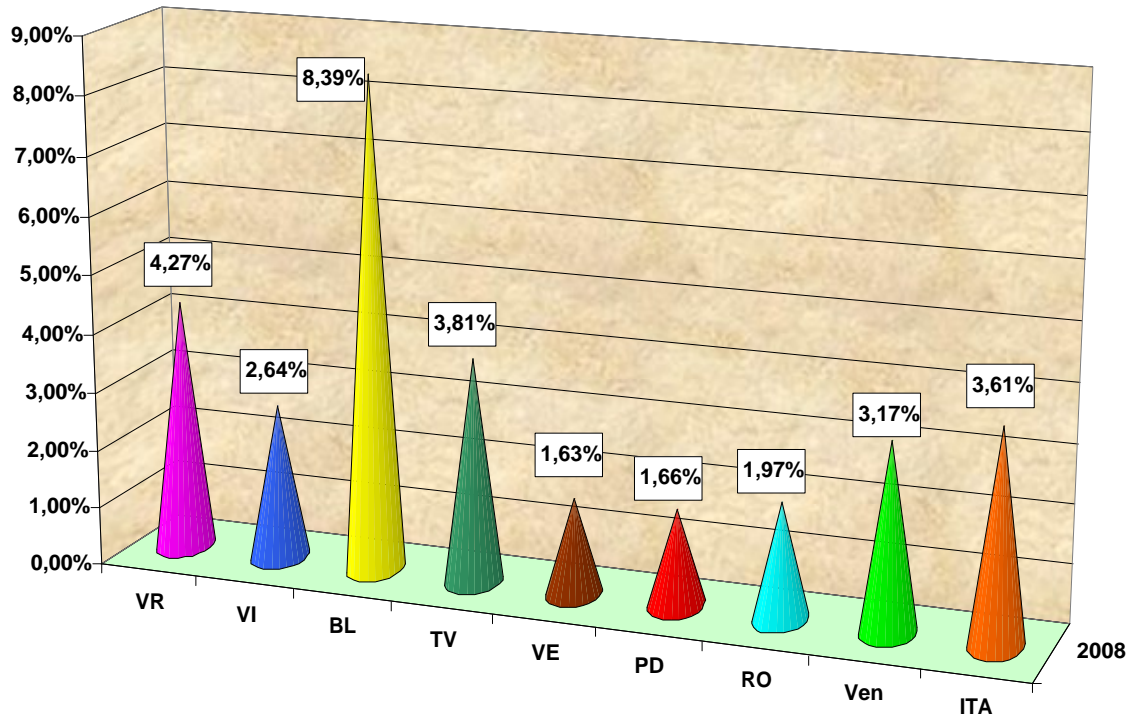
MARGINE OPERATIVO NETTO / ONERI FINANZIARI - ANNO 2008



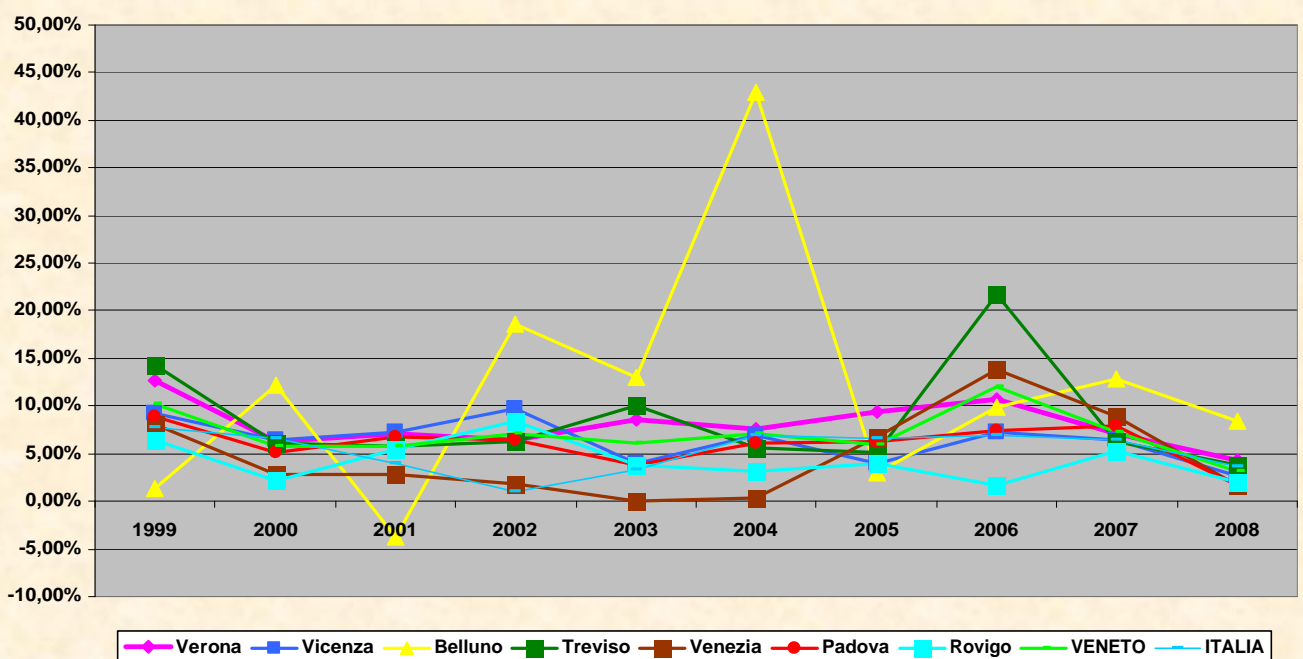
MON /OF: MARGINE OPERATIVO NETTO / ONERI FINANZIARI - SERIE STORICA 1999-2008



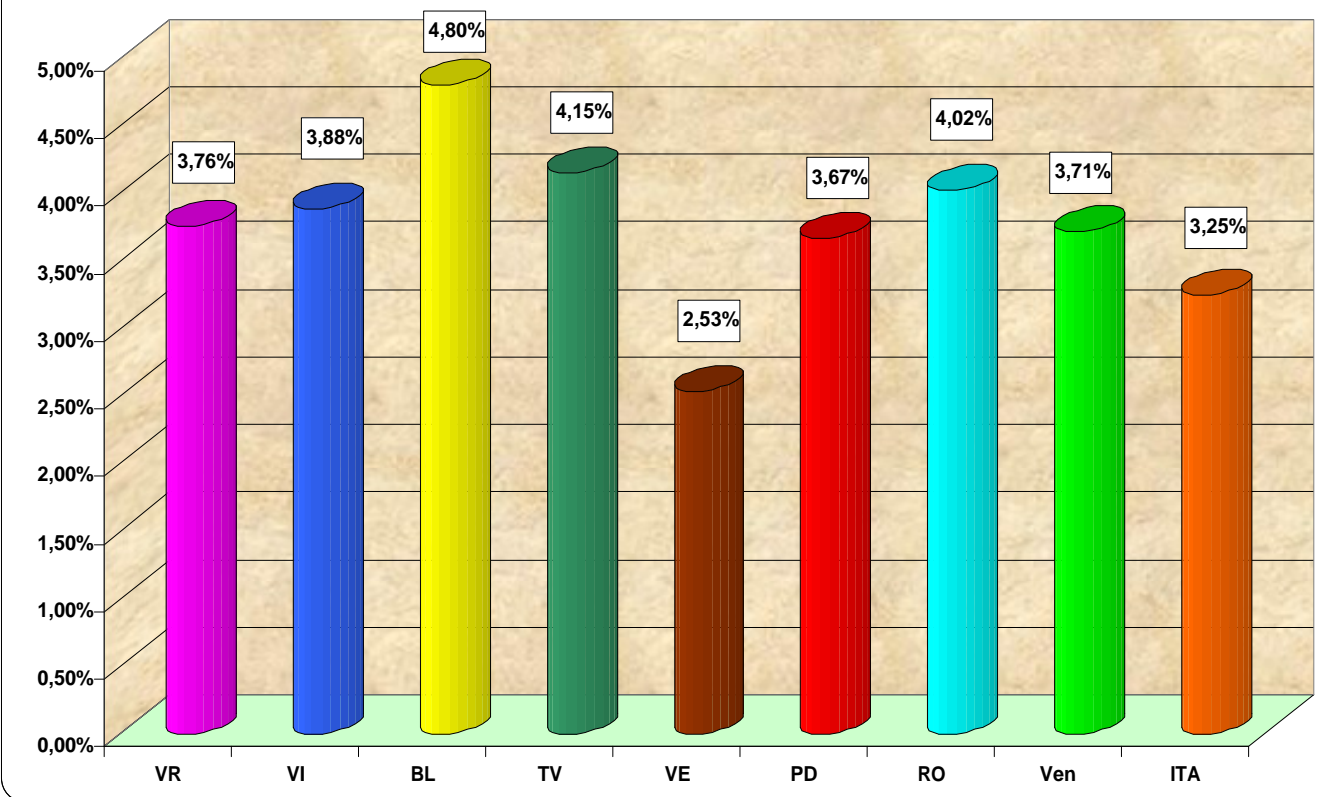
ROE: RISULTATO D'ESERCIZIO / (PATRIMONIO NETTO - RISULTATO D'ESERCIZIO) - ANNO 2008



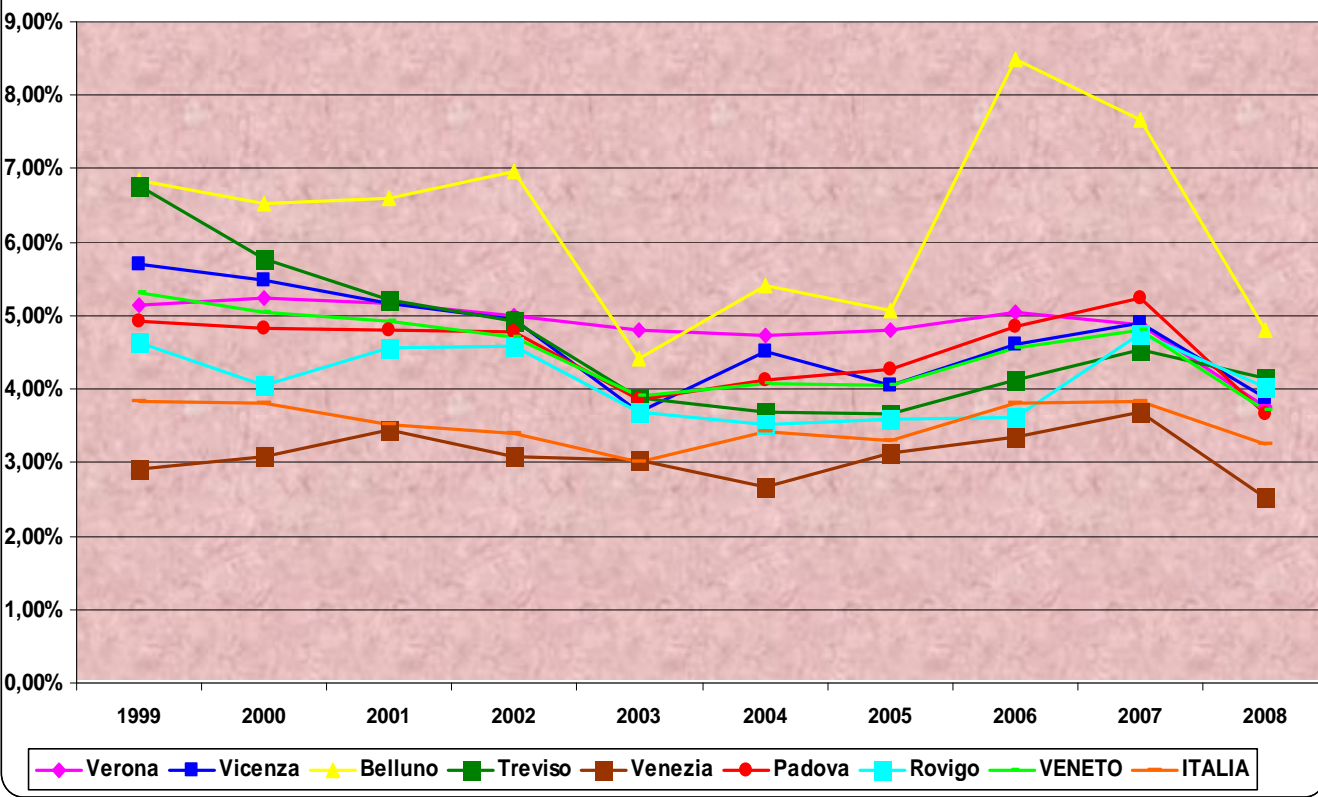
ROE: RISULTATO D'ESERCIZIO / (PATRIMONIO NETTO-RISULTATO D'ESERCIZIO) - SERIE STORICA 1999-2008



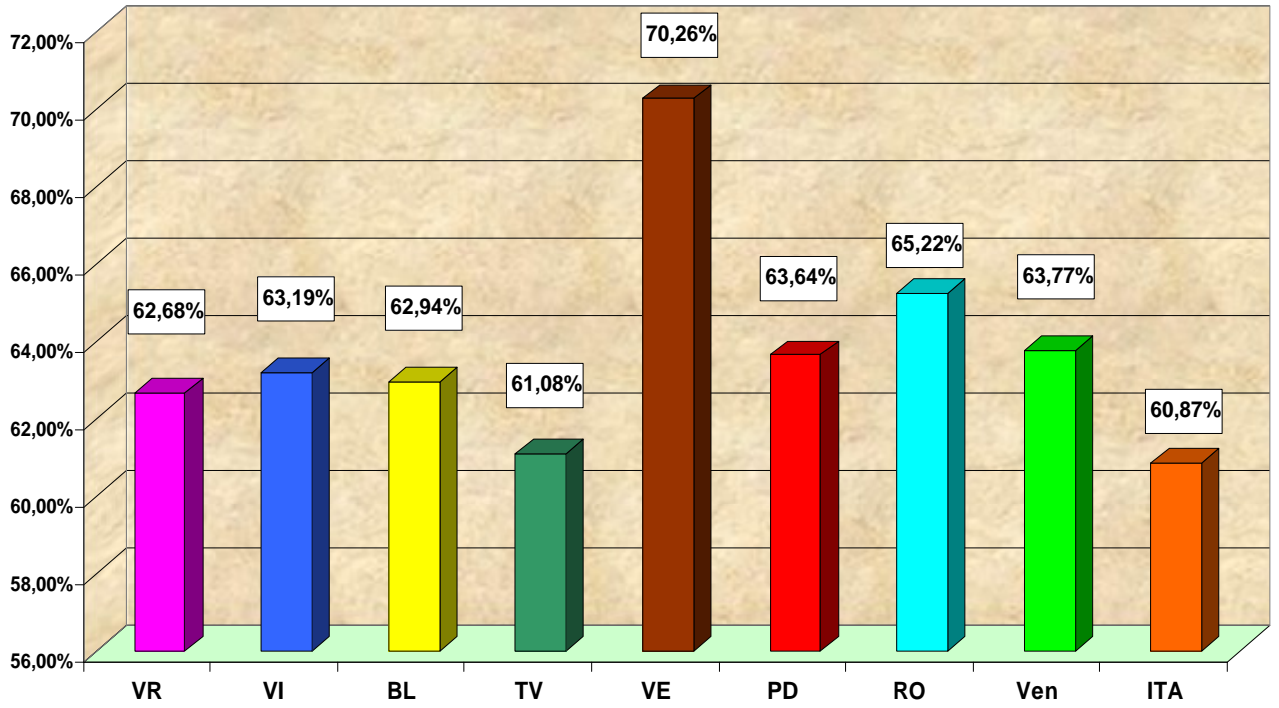
ROA: MARGINE OPERATIVO NETTO / TOTALE ATTIVO TANGIBILE - ANNO 2008



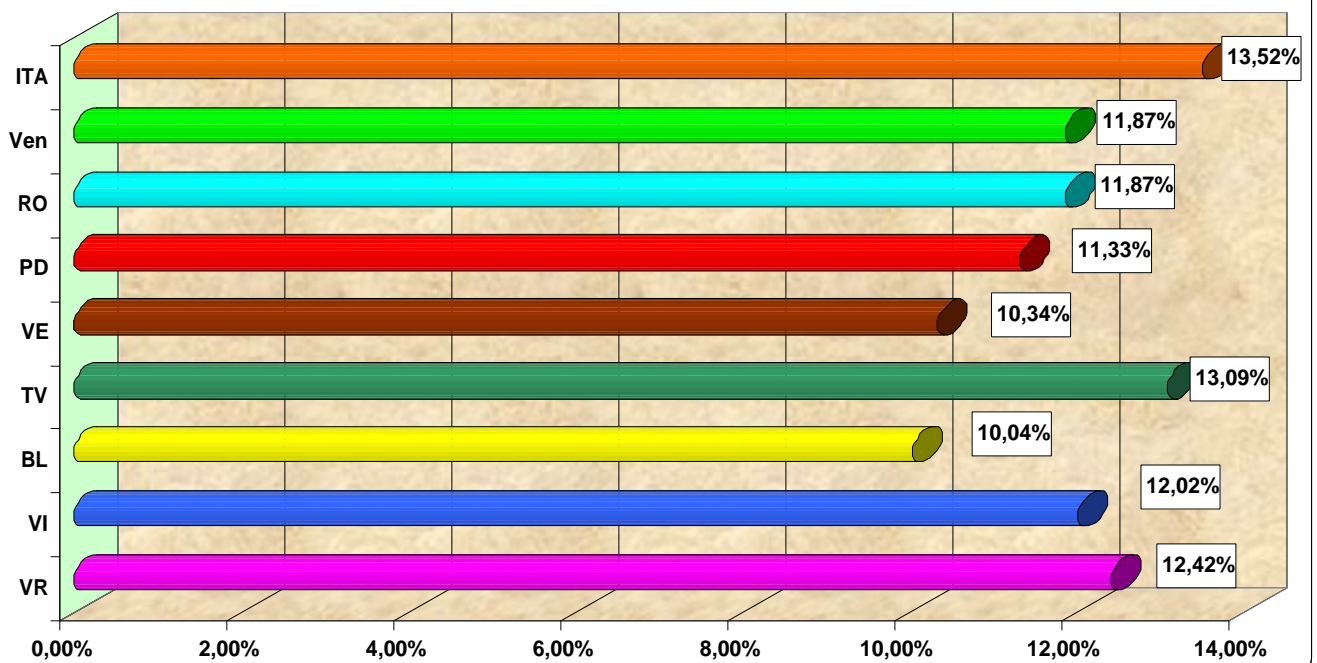
ROA: MARGINE OPERATIVO NETTO / TOTALE ATTIVO TANGIBILE - SERIE STORICA 1999-2008



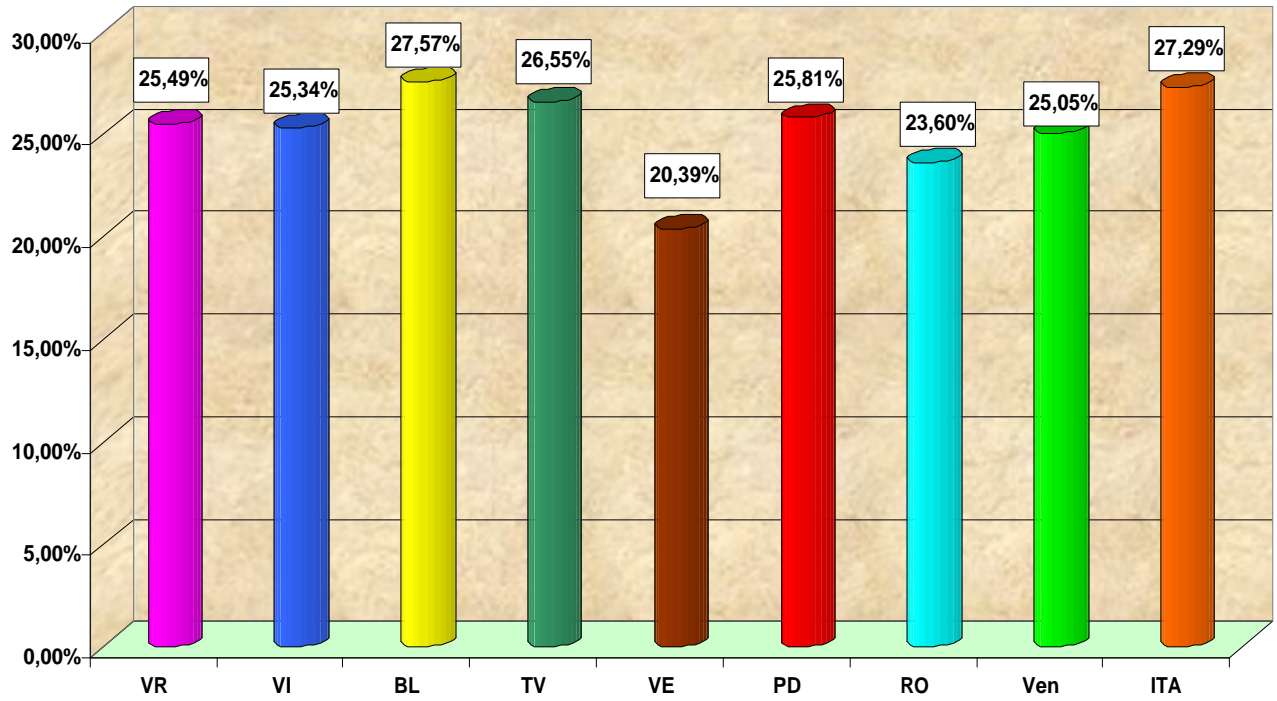
REMUNERAZIONE DEL CAPITALE UMANO - COSTO DEL LAVORO / VALORE AGGIUNTO



REMUNERAZIONE DEL CAPITALE DI CREDITO - ONERI FINANZIARI / VALORE AGGIUNTO



REMUNERAZIONE DEL CAPITALE PROPRIO - PROFITTI LORDI / VALORE AGGIUNTO - ANNO 2008



This document was created with Win2PDF available at <http://www.win2pdf.com>.
The unregistered version of Win2PDF is for evaluation or non-commercial use only.