



CITTÀ DI TORINO

***ANALISI ECONOMICO
FINANZIARIA DEI BILANCI
DI AMIAT E CONTROLLATE, GRUPPO
IRIDE, GTT, SAGAT E SMAT***

Rapporto 2007

***ANALISI ECONOMICO
FINANZIARIA DEI BILANCI***

***DI AMIAT E CONTROLLATE, GRUPPO
IRIDE, GTT, SAGAT E SMAT***

Rapporto 2007

INDICE

1	Considerazioni Introduttive	1
2	Analisi economico finanziaria	7
2.1	Premessa	7
2.2	Ambito di indagine	8
2.3	Metodologia	8
2.3.1	La riclassificazione	9
2.3.2	Lo stato patrimoniale	9
2.3.3	Il conto economico	11
2.4	Gli indici di valutazione della situazione patrimoniale	11
2.4.1	Analisi della struttura finanziaria	12
2.4.2	Indice di composizione degli impieghi	12
2.4.3	Indici di misurazione del grado di indebitamento	13
2.4.4	Indicatori di solidità aziendale	14
2.5	Analisi della situazione finanziaria	15
2.5.1	Indici di liquidità e della situazione finanziaria	16
2.6	Analisi della situazione economica	17
2.6.1	Indici per l'analisi della situazione economica	17
2.7	Analisi dei flussi finanziari: il cash-flow	19
2.8	La situazione economico-finanziaria nell'esercizio 2005	21
2.9	Dinamiche gestionali nel triennio 2003-2005	25
2.9.1	GRUPPO IRIDE	25
	Reporting	
	AEM Distribuzione S.p.A	39
	Reporting	
2.9.2	AMIAT S.p.A.	48
	Reporting e benchmarking AMIAT S.p.A	
2.9.3	GTT S.p.A.	78
	Reporting e benchmarking GTT S.p.A	
2.9.4	SMAT S.p.A.	92
	Reporting e benchmarking SMAT S.p.A.	
2.9.5	SAGAT S.p.A	106
	Reporting e benchmarking SAGAT S.p.A	

1 **CONSIDERAZIONI INTRODUTTIVE**

Per la prima volta con questa relazione l’Agenzia per i servizi pubblici locali del Comune di Torino offre al Consiglio comunale un’analisi dei principali dati di bilancio delle società partecipate e concessionarie di servizi pubblici locali di rilevanza economica nel vivo del processo di elaborazione del bilancio preventivo della Città.

Questo strumento permetterà di analizzare e discutere il bilancio del Comune avendo la possibilità di valutare sinteticamente i risultati delle gestioni dell’ultimo esercizio disponibile (esercizio 2006, pubblicato nel 2007) e, sulla base di questi, formulare previsioni per l’anno a venire.

In modo sempre più marcato, infatti, i processi di esternalizzazione dei servizi fanno sì che i bilanci delle società partecipate influenzino, quando non condizionano, i bilanci degli enti locali, e i vincoli di bilancio o viceversa le disponibilità per investimenti determinino l’andamento dei conti delle aziende concessionarie.

Le correlazioni citate sono oggetto di attenzioni crescenti non soltanto dalla legge (v. l’art. 152, comma 2, del TUEL, sulla conoscenza consolidata dei risultati globali delle gestioni relative agli enti per l’esercizio di servizi e l’art. 230, sempre del TUEL, sulla possibilità di compilazione di un conto consolidato patrimoniale per tutte le attività e passività interne ed esterne), ma anche della giurisprudenza contabile (cfr. CdC, sez. reg. controllo Regione Lombardia, 13/10/2006, n. 17) e di prassi innovative dei comuni (v. il bilancio consolidato del Comune di Pisa).

La parte di analisi relativa alla quantità del servizio erogato, che tradizionalmente accompagnava questa relazione, è stata invece scorporata e verrà consegnata al Consiglio comunale in primavera, con riferimento ai dati del 2007 invece che del 2006, anticipando così di diversi mesi i tempi di consegna finora osservati.

Unitamente alla parte quantitativa l’Agenzia sta sperimentando la raccolta, l’elaborazione e la valutazione di nuovi indicatori sulla “qualità” del servizio erogato, e sul suo impatto sulla società e sull’ambiente.

Com'è noto infatti, il Comune svolge nei confronti delle società che gestiscono servizi pubblici locali almeno tre ruoli fondamentali: quello di azionista, quello di titolare dei servizi e quello istituzionale di pubblica amministrazione.

Nel ruolo di azionista il Comune deve contribuire all'andamento dell'azienda attraverso la promozione di decisioni e di azioni finalizzata, da un lato, a coniugare l'efficienza produttiva con le attese degli *stakeholders* e, dall'altro, a creare sinergie tra le diverse società partecipate; deve rispondere alle aspettative del mercato e, nel contempo, deve rispettare i vincoli esterni.

Nel ruolo di titolare dei servizi, invece, il Comune deve controllare la qualità e l'efficienza degli stessi, verificare la conformità dell'attività del gestore alle strategie definite dal Comune.

Nel suo ruolo di Pubblica Amministrazione, infine, deve sviluppare la sua responsabilità nei confronti della collettività.

Per poter svolgere adeguatamente le suddette funzioni, il Comune deve dunque necessariamente attivare idonee linee di coordinamento, di indirizzo e di controllo nei confronti delle società che erogano i servizi, non limitando la sua azione all'ambito dell'efficacia e dell'efficienza della gestione, ma potendo altresì confrontare e soppesare costi, ricavi e quantità prodotte con la qualità di ciò che viene fornito ai cittadini – elemento particolarmente sensibile nel caso di beni quali l'acqua, il trasporto, il gas, l'igiene ambientale, l'energia – e con il suo impatto sulla società in generale e sull'ambiente.

Proprio in considerazione di questo obiettivo l'Agenzia intende offrire nuovi dati e strumenti di analisi, sui quali è tuttora in corso la discussione e la condivisione con le società partecipate e che ci auguriamo di poter offrire ai Consiglieri comunali entro l'estate.

GRUPPO IRIDE

La fusione per incorporazione di AMGA in AEM TORINO è avvenuta il 31 ottobre 2006 strutturando la nuova società in IRIDE S.p.A. (holding), dandogli compiti di coordinamento e di gestione finanziaria e conseguentemente scorporando quattro società specializzate nelle attività di: IRIDE ENERGIA – IRIDE MERCATO – IRIDE ACQUA E GAS – IRIDE SERVIZI.

Questa operazione non consente un'analisi di confronto con i bilanci delle singole società sugli esercizi precedenti; si è quindi preso in considerazione il consolidato dei bilanci precedenti la fusione con AMGA, non tenendo conto dei valori della fusione.

Il Gruppo IRIDE ha una patrimonializzazione elevata, ha ridotto significativamente gli oneri finanziari (dal 2,52% nel 2004 all'1,90% nel 2006) con una notevole liquidità (dallo 0,85 nel 2004 allo 0,95 nel 2006).

Il conferimento dei settori acqua e gas di AMGA hanno aumentato notevolmente i ricavi del Gruppo che passano da 876.389,00 euro nel 2004 a 1.148.746,00 euro nel 2005 a 2.447.972,00 euro nel 2006.

Il costo percentuale del personale diminuisce anche in ragione di un aumento dei costi esterni, passando dal 7,9% nel 2004 al 5,1% nel 2006.

La riduzione degli oneri finanziari ha consentito un buon risultato netto anche se gli indicatori di redditività manifestano una flessione.

L'analisi di AEM Distribuzione, tenendo conto delle premesse prima evidenziate della fusione, è molto positiva, con tutti gli indici in crescita, dai ricavi, alla liquidità, alla diminuzione degli oneri finanziari, alla crescita del valore aggiunto.

La diminuzione del risultato netto (da 13.519.813,00 a 11.471.186,00) sconta proventi straordinari manifestatisi nell'esercizio 2005, ed è quindi poco significativa.

A.M.I.A.T

Gli indici che emergono dall'analisi dell'Azienda sono sostanzialmente in linea con quelli dell'esercizio 2005.

Aumentano le immobilizzazioni che crescono dal 47 al 50% ma si mantiene in linea con l'esercizio precedente l'indice di dipendenza finanziaria (13%).

Equilibrate le attività correnti con le passività dando un buon equilibrio alla Società e riscontrando un ottimo indice di liquidità che consente di mantenere prossimi allo zero gli oneri finanziari.

I ricavi continuano a crescere (167 milioni nel 2004, 180 nel 2005, 190 nel 2006), anche ricorrendo a maggiori servizi esterni e il costo del personale, che aumenta del 3,66% nel 2005 è inferiore all'aumento del valore della produzione, che si attesta al + 6,32%.

Le maggiori esternalizzazioni hanno determinato, solo per questa Azienda, un'erosione del valore aggiunto con un -1,99% in parallelo a una flessione del margine operativo lordo, che passa dal 3,9% del 2005 al -0,8% del 2006.

Aumenta leggermente il risultato d'esercizio e gli indici sono tutti stabili (ROS- ROI- ROA – ROE).

Le due società controllate PUBLIREC e TBD continuano a presentare forti criticità.

Per PUBLIREC alla perdita operativa (- 500.000 euro) vanno aggiunti i crescenti oneri finanziari che sottolineano la necessità di un logico assorbimento nella controllante in tempi brevi conseguente alla gestione operativa dell'Azienda, già realizzato nel 2007.

Anche TBD, nonostante i maggiori volumi di attività, non ha conseguito risultati reddituali migliori che anzi sono stati ulteriormente erosi (valore aggiunto 32% nel 2006, 41% nel 2005).

Il risultato operativo lordo scende nel 2006 al valore di - 18% a fronte di un - 6,7% nel 2005, con la perdita netta di 326.597,00 euro.

Come per PUBLIREC, sembra logico nel piano economico e gestionale, l'assorbimento nella controllante in tempi brevi, per consentire un adeguato sfruttamento della capacità produttiva del nuovo impianto e il contenimento dei costi per raggiungere l'equilibrio reddituale necessario.

G.T.T.

La Società registra nell'esercizio un notevole incremento dei ricavi pari al 14,75% sul 2005.

Crescono le immobilizzazioni immateriali e quelle finanziarie da ascrivere entrambe agli investimenti per la costruzione della metropolitana.

Le prime passano da 49 milioni nel 2004 a 54 nel 2005, le seconde da 375 milioni nel 2005 a 421 nell'esercizio successivo, queste garantite da fondi deliberati dall'azionista.

Gli oneri finanziari crescono in tutto il triennio: 12.251.359,00 euro nel 2004, 15.396.980,00 nel 2005 e 18.574.977,00 nel 2006 a fronte di una giacenza liquida di 65 milioni di euro che pone qualche domanda sulla gestione del circolante.

Come già ricordato i ricavi delle vendite (+ 14,75%) e altri proventi non costituenti ricavi (+ 10,7%) hanno fatto registrare un miglioramento del valore aggiunto, del MOL e del risultato operativo (negativo nel 2002) che si attesta a 23 milioni di euro.

Il MOL passa da 69 a 70 milioni di euro e il valore aggiunto passa da 281.583.874,00 euro a 297.284.210,00 euro diminuendo percentualmente rispetto al valore della produzione, dal 66,6% (2005) al 63,5%.

L'incidenza del costo del personale è aumentato (da 213 milioni di euro a 227) ma l'incremento del valore della produzione ne consente la diminuzione percentuale dal 50 a 49%.

Migliorano tutti gli indici ROS, ROA, ROI, ROE che sottolineano un trend dinamico positivo.

Per ultimo va evidenziato un recupero dei ricavi di vendita, che si sono mantenuti sul 30% (29,77) con un aumento sul 2005 che evidenzia una maggiore capacità aziendale sui ricavi diretti di vendita, che potranno migliorare nell'esercizio 2007, con minore necessità di contributi pubblici.

S.M.A.T.

L'esercizio dell'anno preso in esame è caratterizzato da una crescita significativa delle attività immateriali immobilizzate dovuto a investimenti netti per oltre 33 milioni di euro fatti su beni di terzi quali migliorie agli impianti dei sistemi idrici foranei affidati alla gestione diretta della Società e al potenziamento dei beni ricevuti dalla Città di Torino e dai Comuni dell'ATO.

Queste passano dai 111 milioni del 2004 ai 144 nel 2005 e ai 181 del 2006.

Le immobilizzazioni materiali si riducono da 247 a 240 milioni di euro per effetto degli ammortamenti (21 milioni) e dei nuovi investimenti per 15 milioni.

Il buon grado di patrimonializzazione della Società consente una copertura adeguata degli investimenti, sostenuti da finanziamenti a lungo termine che consente un adeguato equilibrio della struttura finanziaria a fronte dei notevoli sforzi intrapresi.

I ricavi crescono in modo significativo + 7,66% (da 190 a 204 milioni) con un valore aggiunto del 37% e con un MOL costante a 43 milioni di euro.

Si contrae il Risultato Operativo (da 818 a 713 milioni) che si manifesta anche percentualmente: 4,6% nel 2004, 4,3% nel 2005 a 3,2% nel 2006.

Gli oneri finanziari più elevati fanno flettere il risultato netto da 1.956.407,00 euro del 2005 a 957.636,00 euro dell'esercizio 2006.

I significativi investimenti realizzati che determinano una flessione degli indicatori ROS, ROI, ROE, ROA sono compensati dalla stabilità degli indici finanziari di breve periodo, a conferma di un corretto bilanciamento tra fondi a breve e a medio-lungo.

S.A.G.A.T.

Tra le Aziende esaminate la SAGAT si distingue per il maggiore incremento dei ricavi con un + 14,82% e di un margine operativo lordo del 23,44%.

Nel contempo il finanziamento infruttifero concesso alla holding per sostenere l'acquisizione degli aeroporti di Firenze e Bologna e il ricorso ai finanziamenti esterni a breve, pesano nel bilancio sulla struttura delle passività correnti.

Il capitale circolante netto scende a -45 milioni di euro (-35 nel 2005) con un indice di liquidità in discesa parallelamente all'indice di disponibilità, che si riduce a 0,56 (1,05 nel 2004).

Va sottolineato che la situazione dei crediti della SAGAT a copertura degli investimenti relativi alle opere olimpiche sono notevoli e dal bilancio emergono per 12,8 milioni nei confronti di ENAC, 9 milioni dalla Regione Piemonte e 4 milioni dalla Città di Torino, per un totale di 25,8 milioni di euro.

Sino a quando la Società non avrà incassato queste somme e sarà esposta finanziariamente nei confronti delle banche, ne risentirà il suo bilancio appesantito da notevoli interessi passivi che si riflettono in uno squilibrio patrimoniale ed economico.

Gli indici classici sono in linea con quelli del 2005, ma in flessione su quelli dell'esercizio 2004, nonostante l'aumento dei costi per servizi esterni, cresce il valore aggiunto da 27.917.406 a 33.392.695 e diminuisce il costo del lavoro che passa dal 20,5% del 2005 al 18,8% del 2006.

Si registra complessivamente un anno di notevole crescita per tutte le aziende del volume di attività misurato dalla voce ricavi e degli utili complessivamente prodotti (da 74 milioni a 92) con un'incidenza particolare del settore energia rispetto agli altri settori.

Il rapporto nei vari capitoli consente una dettagliata analisi sul triennio preso in considerazione, puntuale sul piano metodologico, e delle dinamiche gestionali delle Società, anche in un confronto di benchmarking delle stesse con aziende operanti negli stessi servizi.

2 ANALISI ECONOMICA FINANZIARIA

2.1 PREMESSA

Le presente pubblicazione illustra i risultati del lavoro di analisi di bilancio relativamente alla situazione economico-finanziaria delle Aziende sottoposte alla vigilanza dell'Agenzia per i servizi pubblici del Comune di Torino. La finalità del lavoro è quella di conseguire un'interpretazione delle informazioni desumibili dai prospetti di bilancio e della nota integrativa evidenziando gli aspetti critici degli andamenti aziendali sotto il profilo della redditività, della dinamica dei flussi finanziari e della solidità patrimoniale.

Le informazioni sono contabili ed extracontabili e vengono trattate secondo i tradizionali sistemi di analisi, articolati come segue:

Raccolta di informazioni anagrafiche relative alle società partecipate (non storicizzate)

Raccolta di informazioni anagrafiche relative ai soci delle società partecipate (non storicizzate)

Raccolta di informazioni anagrafiche relative agli amministratori(da implementare)

Caricamento dei bilanci nella forma prevista dalla IV Direttiva Cee

Elaborazione di un primo livello di riclassificazione dei bilanci stessi

Elaborazione di un secondo livello di riclassificazione dei bilanci

Analisi per indici

Analisi dei flussi finanziari

Query di ranking delle società in base a parametri di bilancio e parametri qualitativi (es.settore di appartenenza)

Si è ritenuto, per ragioni metodologiche, di estendere l'orizzonte temporale dell'indagine ai bilanci delle società dal 2004 al 2006. Confronti e analisi significative possono essere effettuati solo osservando l'evoluzione di indici e grandezze economiche in un intervallo di tempo apprezzabile.

2.2 AMBITO DELL'INDAGINE

Le società oggetto dell'indagine sono sei aziende di pubblica utilità che operano sul territorio del Comune di Torino:

IRIDE SpA (consolidato)

AEM DISTRIBUZIONE SpA

AMIAT SpA

GTT SpA

SMAT SpA

SAGAT SpA

Tutte le predette società hanno fornito il bilancio al 31-12-2006 nella forma prevista dal codice civile (schema ex IV DIR CEE).

2.3 LA METODOLOGIA

Per quanto la sua redazione sia sottoposta a normativa scrupolosa e severa, il bilancio quale documento contabile ufficiale non offre tutte le informazioni necessarie per valutare gli aspetti operativi e strategici che connotano la realtà aziendale. L'analisi di bilancio mediante indici o, come viene più comunemente definita, "Ratio Analysis" permette di cogliere informazioni e considerazioni fondamentali per comprendere a fondo la realtà economica, finanziaria e patrimoniale di una impresa. Tale tecnica, di natura logico-quantitativa, ha come punto di partenza sicuramente il bilancio, ma ne effettua in primo luogo una riclassificazione, ovvero una riesposizione dei valori in esso contenuti secondo un ordine preciso e funzionale, allo scopo di ricavare successivamente degli indicatori numerici effettivamente in grado di valutare oggettivamente caratteristiche come efficienza, redditività, liquidità, consistenza patrimoniale etc., con un approccio non solo consuntivo e di verifica a posteriori, ma soprattutto orientato a cogliere una visione dinamica e prospettica della realtà aziendale.

2.3.1 LA RICLASSIFICAZIONE

Dopo aver accertato l'attendibilità dei valori e dei risultati di bilancio, la fase preparatoria all'analisi economico-finanziaria della gestione si conclude con la riclassificazione dei dati rappresentati nello stato patrimoniale e nel conto economico. Si tratta di redigere un nuovo prospetto di bilancio e ridistribuire, secondo criteri di omogeneità, i valori dello stato patrimoniale e quelli del conto economico in significativi raggruppamenti in coerenza con gli obiettivi di conoscenza da realizzare. Lo scopo è di evidenziare le grandezze più significative degli aspetti finanziari, patrimoniali e reddituali d'impresa.

A tal fine, l'Agenzia, nello sforzo di rendere il più possibile confrontabile il proprio lavoro e l'analisi effettuata sulle società soggette al controllo con lavori ed analisi svolti a livello nazionale, anche nell'ottica di rafforzare la significatività di analisi di benchmarking, ha adottato il sistema di riclassificazione finanziario suggerito da ConfServizi nell'ambito del lavoro di indagine sulle aziende di servizi pubblici pubblicato nel novembre 2005.

Per lo stato patrimoniale l'obiettivo è quello di evidenziare la struttura degli investimenti, rappresentati dalle attività e la composizione delle fonti di finanziamento, espressa dal patrimonio netto e dai debiti a copertura del fabbisogno finanziario determinato dagli investimenti. L'obiettivo della riclassificazione del conto economico consiste nel raggruppare i ricavi e i costi di esercizio in base alle diverse aree di gestione (tipica o caratteristica, finanziaria, extracaratteristica, straordinaria) da cui provengono, in modo da determinare alcuni risultati intermedi utili per apprezzare la redditività d'impresa ed indagare sui fattori che la determinano.

2.3.2 LO STATO PATRIMONIALE

Il processo di riclassificazione finanziaria dello stato patrimoniale richiede che le attività siano raggruppate secondo il grado di liquidità e cioè sulla base della maggiore o minore attitudine degli impieghi a trasformarsi in forma monetaria nel breve periodo, generalmente della durata dell'esercizio. Le voci che costituiscono il capitale di finanziamento sono classificate secondo la loro scadenza, ossia in funzione del tempo più o meno lungo entro il quale si prevede di sostenere l'esborso monetario legato alla loro estinzione. Gli investimenti sono disposti in base al criterio della liquidità crescente, partendo quindi dalle attività meno liquide per scendere via via alle attività liquide (o viceversa). Le fonti di finanziamento sono ordinate secondo il tempo di estinguibilità, partendo

dalle passività a scadenza indeterminata o più lontana per giungere alle fonti da rimborsare a breve o brevissimo periodo. E' necessario portare in diminuzione degli impieghi, cui si riferiscono, tutte le poste di rettifica, quali i fondi di ammortamento e di svalutazione, così come è necessario portare in diminuzione delle fonti, cui si riferiscono, le voci che rappresentano rettifiche del patrimonio netto, come le perdite di esercizio e le perdite in sospeso o qualunque altra voce rettificativa dei valori del passivo. Gli impieghi, depurati dei corrispondenti valori di rettifica, mettono in evidenza la misura e la composizione del capitale investito, e cioè la struttura economico- tecnica degli investimenti. Le fonti, al netto delle poste correttive, mettono in evidenza la misura e la composizione del capitale di finanziamento. Il criterio finanziario di ricomposizione dei dati del patrimonio distingue, pertanto, il capitale investito in: attivo immobilizzato e attivo circolante. L'attivo immobilizzato si suddivide poi in immobilizzazioni immateriali, immobilizzazioni materiali e immobilizzazioni finanziarie.

Le immobilizzazioni immateriali comprendono gli investimenti senza consistenza fisica, e cioè in beni a utilità pluriennale da recuperare in forma monetaria gradualmente nel tempo.

Le immobilizzazioni finanziarie comprendono gli investimenti permanenti in titoli e partecipazioni, nonché tutti i crediti di finanziamento e di funzionamento esigibili in un arco di tempo superiore ai 12 mesi.

L'attivo circolante comprende, al netto dei fondi di svalutazione, le disponibilità di magazzino, le liquidità differite e le liquidità immediate.

Il magazzino è formato da tutte le giacenze finali di scorte, in quanto considerate investimenti con ritorno numerario a breve termine .

Le liquidità differite sono costituite dai crediti commerciali e di natura diversa trasformabili in denaro nel periodo amministrativo successivo.

Le liquidità immediate sono date dagli impieghi liquidi disponibili presso istituti di credito, presso l'amministrazione postale, presso l'azienda stessa, nonché da titoli negoziabili a vista.

Seguendolo stesso criterio finanziario, le fonti vanno distinte in patrimonio netto o mezzi propri, passività consolidate e passività correnti.

Il patrimonio netto è costituito dalle fonti a scadenza indeterminata, come il capitale sociale (al netto di eventuali crediti verso soci per il capitale sottoscritto); le risorse, al netto di eventuali perdite di esercizio o perdite in sospeso; la parte di utile di esercizio da destinare a riserva; altri componenti, come utile portato a nuovo, ecc.

Le passività consolidate sono quelle fonti di finanziamenti ottenuti e rimborsabili oltre l'esercizio successivo.

Le passività correnti sono tutte quelle fonti costituite dai debiti di finanziamento e di funzionamento con scadenza entro l'esercizio successivo.

2.3.3 IL CONTO ECONOMICO

La riclassificazione del conto economico richiede il raggruppamento dei costi e ricavi a seconda che si riferiscano alle diverse aree della gestione.

L'area caratteristica o tipica o operativa comprende i costi e i ricavi inerenti all'attuazione ed alla vendita della produzione tipica. Dalla differenza tra i costi e i ricavi tipici scaturisce il reddito o margine operativo lordo.

L'area finanziaria include i valori relativi ai costi e ricavi del settore finanziario.

L'area extra-caratteristica comprende i costi e i ricavi relativi al settore non tipico della gestione (proventi ed oneri legati a cespiti patrimoniali che generano redditi relativamente autonomi rispetto a quelli prodotti dalla gestione ordinaria).

L'area straordinaria include costi e ricavi dipendenti da avvenimenti eccezionali verificatisi nelle altre aree della gestione. Dalla somma algebrica fra il reddito operativo ed i risultati delle altre aree si ottiene il reddito prima delle imposte. Sottraendo da tale risultato le imposte sul reddito, si ottiene il reddito netto del periodo.

2.4 GLI INDICI PER LA VALUTAZIONE DELLA SITUAZIONE PATRIMONIALE

Il prospetto dello stato patrimoniale riclassificato è un particolare strumento di analisi del patrimonio d'impresa, in quanto mette in evidenza con immediatezza i caratteri più salienti della composizione degli impieghi e delle fonti di capitale, nonché le relazioni che intercorrono tra caratteristiche classi di investimenti e di finanziamenti.

2.4.1 ANALISI DELLA STRUTTURA FINANZIARIA.

La struttura finanziaria della società viene esaminata attraverso una selezione di margini ed indici determinati sulla base dello stato patrimoniale riclassificato secondo criteri finanziari. Attraverso alcune elaborazioni grafiche si evidenziano:

l'evoluzione temporale della composizione degli impieghi

l'evoluzione temporale della composizione delle fonti

l'evoluzione temporale del capitale circolante netto e della posizione finanziaria netta.

L'analisi della composizione degli impieghi fornisce indicazioni sul grado di liquidità o di rigidità del capitale investito nell'azienda, attraverso il peso, rispetto al capitale investito, delle immobilizzazioni nette e del capitale circolante lordo.

L'analisi della composizione delle fonti si focalizza sul grado di liquidità dei finanziamenti in rapporto alla loro durata e sul grado di indipendenza finanziaria dell'impresa, osservando i finanziamenti in relazione alla loro origine (capitale proprio o di terzi). Sotto il primo profilo si distinguono il capitale permanente, composto dal capitale proprio e dalle passività consolidate, e le passività correnti.

Particolare interesse riveste l'andamento della posizione finanziaria netta, generata dalla differenza fra i debiti finanziari e gli investimenti monetari, ed il rapporto di questa con il capitale proprio, che esprime il grado di indipendenza finanziaria dell'azienda, ossia la solidità dell'impresa e la sua impermeabilità rispetto ai condizionamenti esterni portati dai prestatori di capitale.

L'analisi della struttura del patrimonio è volta a segnalare l'esistenza o meno di posizioni di equilibrio patrimoniale-finanziario.

2.4.2 INDICI DI COMPOSIZIONE DEGLI IMPIEGHI

Tali indici si ottengono rapportando le diverse categorie di capitale investito.

Indice di rigidità degli impieghi: Tale indice esprime il peso degli impieghi a lungo ciclo di ritorno monetario sul capitale investito. Il grado di rigidità è tanto più elevato quanto più l'indice si avvicina all'unità.

Indice di elasticità degli impieghi: Esso esprime il peso che rivestono gli impieghi in attività correnti sull'insieme degli investimenti. Il grado di rigidità degli investimenti è tanto più basso quanto più il suo valore si avvicina all'unità. Un altro modo per evidenziare il grado di elasticità della gestione è quello di porre a confronto gli indicatori fondamentali di composizione degli impieghi: l'attivo circolante e l'attivo immobilizzato attraverso il:

Quoziente di elasticità degli impieghi, che segnala un maggiore o minore grado di elasticità a seconda che il rapporto assuma valori maggiori o minori dell'unità. Un quoziente superiore all'unità indica che l'importo degli investimenti in attivo immobilizzato è maggiore di quelli in attivo circolante.

2.4.3 INDICI DI MISURAZIONE DEL GRADO DI INDEBITAMENTO

Le fonti di finanziamento sono rappresentate dal capitale di rischio e dal capitale di terzi, costituito quest'ultimo dai debiti a breve e dagli impieghi finanziari a medio/lungo termine. I rapporti di composizione mostrano in quale misura le diverse categorie di fonti incidono sull'intero importo della sezione di appartenenza. Lo studio del livello di indebitamento della gestione inizia da due fondamentali indici di composizione delle fonti: l'indice di autonomia finanziaria e l'indice di dipendenza finanziaria.

L'indice di autonomia finanziaria si ottiene rapportando il capitale proprio al capitale investito. L'indice può essere espresso in termini unitari o in percentuale; esso evidenzia la misura in cui il capitale proprio ha finanziato il totale impieghi. Il campo di variabilità è compreso fra 0 e 1, oppure tra 0 e 100.

L'indice di dipendenza finanziaria si ottiene rapportando le passività correnti e consolidate al capitale investito.

L'indice esprime in quale misura il totale degli impieghi sia stato finanziato da capitali appartenenti a terzi. Tale indice può essere sdoppiato per conoscere la misura in cui le passività consolidate e le passività correnti hanno finanziato singolarmente gli impieghi. Il reciproco dell'indice di autonomia finanziaria è l'indice di indebitamento (leverage), che è dato dal rapporto tra il capitale investito e il capitale proprio: l'indice è un indicatore del grado di indebitamento, cioè della partecipazione dei mezzi dei terzi al finanziamento della gestione d'impresa. L'indice assume valori via via crescenti all'aumentare della dipendenza da terzi. E' un indicatore di rischio per l'impresa, dato che

all'aumento del capitale di prestito si collega una quantità di risorse da destinare ai finanziatori sotto forma di interessi. Il livello dell'indebitamento amplifica la redditività del capitale solo a condizione che il rendimento del capitale investito sia superiore al costo dei mezzi di terzi (leva finanziaria). Le correlazioni tra classi d'investimento e di finanziamenti si fanno emergere mettendo a confronto definite categorie d'impieghi con definite categorie di fonti. E' indubbio che le risorse finanziarie, comunque reperite, finanziano l'intera gestione, ma è anche vero che per evitare pericolosi squilibri finanziari è necessario sincronizzare i tempi di rientro monetario degli investimenti con i tempi di scadenze delle fonti che finanziano gli impieghi. Gli indici di correlazione consentono quindi di esaminare due aspetti della struttura patrimoniale: la posizione di solidità intesa come attitudine dell'Azienda alla solvibilità nel periodo medio-lungo e la posizione di liquidità, intesa come l'attitudine dell'azienda a realizzare l'equilibrio finanziario nel periodo breve.

2.4.4 INDICATORI DI SOLIDITÀ AZIENDALE

Per l'analisi di solidità dell'azienda si costruiscono appositi margini che evidenziano la capacità dell'impresa di mantenere nel periodo medio-lungo un costante equilibrio tra flussi finanziari in uscita, determinati dal rimborso delle fonti e flussi monetari in entrata, derivanti dal recupero monetario degli impieghi, in modo da non compromettere l'equilibrio economico.

Il margine di struttura globale è calcolato come differenza tra la somma dei mezzi propri e delle passività consolidate e l'attivo immobilizzato.

Il margine di struttura globale può essere positivo, negativo o nullo. Un margine positivo si ha nell'ipotesi che la somma dei mezzi propri e del passivo consolidato superi l'attivo immobilizzato. Ciò significa che le fonti permanenti finanziano interamente gli investimenti durevoli e, in parte, anche l'attivo circolante. E' però da considerare che un margine di struttura globale molto elevato potrebbe avere risvolti economici negativi a causa degli interessi passivi legati all'indebitamento consolidato, specie se questo dovesse prevalere sui mezzi propri. Un margine di struttura globale troppo basso potrebbe rendere non equilibrato l'andamento degli incassi e dei pagamenti nel breve periodo. Un margine di struttura globale negativo indicherebbe l'esistenza di una situazione di squilibri strutturale fra impieghi e fonti, dato che a finanziare gli impieghi fissi concorrono anche le passività a breve scadenza, o correnti.

Il quoziente di copertura delle immobilizzazioni è analogo al margine di struttura globale e si ottiene dal rapporto tra passività consolidate e capitale immobilizzato.

Il margine di struttura, senza considerare le passività consolidate, è dato dalla differenza tra i mezzi propri e l'attivo immobilizzato.

Tale margine è positivo, se i mezzi propri sono maggiori rispetto all'attivo immobilizzato. Segnala la possibilità di ricorrere ai finanziamenti esterni per un eventuale espansione dell'Azienda. Esaminando nello stesso tempo i due margini di struttura è possibile accertare se nella composizione del margine di struttura globale positivo prevalgono i mezzi propri o le passività consolidate. La questione è importante per i riflessi che ha sull'economicità e sulla liquidità della gestione. Al margine di copertura tra mezzi propri e attivo immobilizzato si affianca il quoziente di autocopertura delle immobilizzazioni. Un indice superiore all'unità segnala che il capitale proprio copre interamente gli investimenti a lungo termine e che la parte eccedente concorre a finanziare l'attivo circolante. L'esame sull'equilibrio strutturale fonti-impieghi si completa con l'indagine sulle correlazioni esistenti fra attivo circolante e passivo corrente. Il margine si ottiene facendo la differenza tra le attività e le passività correnti. Se il valore è positivo, l'attivo circolante supera il passivo corrente. Un attivo circolante netto negativo (attivo circolante inferiore al passivo corrente) è indizio di una situazione strutturale anomala in quanto esprime il finanziamento di investimenti immobilizzati anche con debiti a breve.

Il capitale circolante netto è uno dei più importanti indicatori delle posizioni di equilibrio di struttura dell'impresa nel breve e nel medio periodo, in quanto sintetizza le scelte delle vie di finanziamenti operate dall'impresa per finanziare gli investimenti in essere alla chiusura del periodo amministrativo esaminato.

2.5 ANALISI DELLA SITUAZIONE FINANZIARIA

La situazione finanziaria della società, ossia la capacità dell'Azienda di mantenere in equilibrio le entrate e le uscite senza compromettere l'andamento economico, è analizzata attraverso una serie di margini (capitale circolante netto, margine di struttura, margine di tesoreria) indici (liquidità, solvibilità e indipendenza finanziaria) ed alcune elaborazioni grafiche che sottolineano l'evoluzione temporale in senso assoluto delle principali componenti dell'attivo (circolante netto ed investimenti netti) e del passivo patrimoniale (posizione finanziaria netta e patrimonio netto).

Il capitale circolante netto segnala la capacità dell'impresa di far fronte ai propri impegni finanziari di breve periodo con le risorse della gestione corrente e la situazione di maggiore o minore equilibrio tra investimenti in immobilizzazioni e capitale consolidato.

Il margine di struttura indica la capacità di copertura delle immobilizzazioni con mezzi propri.

2.5.1 INDICI DI LIQUIDITA' E DELLA SITUAZIONE FINANZIARIA

L'analisi della situazione di liquidità mira ad evidenziare in quale misura la composizione impieghi - fonti sia in grado di produrre, nel periodo breve, equilibrati flussi finanziari. Gli indici che si determinano sono di correlazione e di equilibrio riferiti all'area degli investimenti correnti e a quella dei debiti a breve, nonché quelli di rotazione e di durata. Con il primo ordine di indici si mira ad accertare se i flussi di cassa coprono il fabbisogno monetario legato agli impieghi di breve periodo, mentre con il secondo gruppo di quozienti si vuole verificare se l'equilibrio finanziario di breve periodo è assicurato dalla rotazione degli elementi del capitale circolante e dalla durata media dei crediti e dei debiti commerciali.

Il quoziente di disponibilità (o current ratio) è dato dal rapporto tra l'attivo circolante e le passività correnti.

Un quoziente maggiore dell'unità indica che l'Azienda nel breve periodo è in grado di fronteggiare interamente i debiti correnti. Il quoziente uguale a due è ritenuto ottimale; è però da considerare che l'indice non è in effetti molto significativo a causa del consistente peso delle rimanenze di magazzino fra le attività per il fatto che la loro riconversione in moneta non è immediata, o comunque seguono ritmi temporali diversi a seconda della tipologia delle scorte.

Il margine di tesoreria è dato dalla differenza tra la somma delle liquidità immediate e differite e le passività correnti.

Un margine positivo (somma delle liquidità maggiore delle passività a breve) è considerato una situazione favorevole ai fini della liquidità della gestione, sempreché in prospettiva sia prevedibile un sincronismo tra scadenza dei crediti e scadenza dei debiti. Un margine di tesoreria negativo può prospettare una situazione di liquidità anche nel corso dell'esercizio. Alle carenze di liquidità si potrà ovviare se nel corso dell'esercizio intervengono recuperi monetari di magazzino. Un margine di tesoreria nullo (liquidità uguale alle passività correnti) è indizio di equilibrio finanziario, sempre che

nel corso dell'esercizio venga mantenuto un ritmo armonico delle entrate provenienti dagli impieghi e le uscite per rimborsi di debiti.

2.6 ANALISI DELLA SITUAZIONE ECONOMICA

La situazione economica viene tipicamente analizzata attraverso il calcolo dei noti indici di redditività del capitale proprio (ROE) e di redditività del capitale investito (ROI). Il primo è un indice sintetico che esprime la redditività del capitale investito nell'Azienda da parte dei soci, mentre il secondo esprime il risultato della gestione tipica dell'impresa, misurando la capacità aziendale di produrre reddito attraverso la sola gestione caratteristica, indipendentemente dai contributi delle altre gestioni (straordinaria, ecc.) e dagli oneri della gestione finanziaria. E' inoltre possibile individuare rapidamente il peso reciproco delle diverse gestioni: OPERATIVA, FINANZIARIA E STRAORDINARIA.

2.6.1 INDICI PER L'ANALISI DELLA SITUAZIONE ECONOMICA

L'analisi della situazione economica si propone in primo luogo di valutare la redditività aziendale. Essa si può definire come l'attitudine del capitale di impresa a produrre redditi. Appare evidente allora come il reddito netto possa essere estremamente adatto a tale scopo. Tuttavia la redditività aziendale non può semplicemente essere misurata dal valore del reddito netto, come indicato in bilancio nel suo valore assoluto. La situazione economica può inoltre essere apprezzata anche da altri angoli visuali; le stesse tre configurazioni di riclassificazione del conto economico, con i valori espressi in termini percentuali, possono fornire indicazioni interessanti e di notevole valenza pratica anche da un punto di vista prospettico.

Ci sono infine i quozienti di produttività (Fatturato pro capite, Valore aggiunto per dipendente, Rendimento medio orario etc.), che si caratterizzano per il fatto di utilizzare anche grandezze fisiche o, comunque, extra-contabili e di avere come scopo principale la misurazione dell'efficienza dei fattori produttivi, con particolare attenzione e riferimento al lavoro umano.

PRINCIPALI INDICI DI REDDITIVITÀ'

Redditività del capitale di rischio (ROE)

Tale indice viene comunemente chiamato ROE (dalle iniziali del sua denominazione in inglese: Return On Equity) e si ottiene dal rapporto tra Reddito Netto di esercizio e Mezzi propri. Il Reddito Netto si calcola in sede di riclassificazione del conto economico, dopo aver integrato l'importo del reddito della gestione operativa con gli eventuali componenti della gestione finanziaria, della gestione non caratteristica e/o straordinaria e con il dato degli oneri tributari. L'importo dei mezzi propri si desume invece dallo stato patrimoniale riclassificato e comprende il capitale sociale, le riserve precostituite, gli utili da accantonare e le altre voci del netto, escluso il reddito non accantonabile a riserve. Alcuni studiosi vorrebbero includere nel denominatore lo stesso importo del Reddito Netto, in quanto componente effettivo del capitale netto, ma è una questione invero molto controversa. In ogni caso tale indice esprime con molta chiarezza il rendimento percentuale del capitale conferito a titolo di proprietà; esso indica il ritorno, in termini di reddito (sia positivo che negativo) sul di capitale di rischio conferito. Il ROE è dunque di fondamentale importanza ed interesse per i soci finanziatori.

Redditività del Capitale Investito (ROI)

Tale quoziente è conosciuto comunemente con la sigla ROI, dalle iniziali della sua denominazione in inglese: Return On Investment. Si ottiene ponendo al numeratore il Reddito Operativo (il reddito della gestione caratteristica) ed al denominatore il totale del Capitale Investito. Spesso si pone, come valore del capitale investito (ma tale considerazione vale anche per il denominatore del ROE), la semi-somma del Capitale investito iniziale e finale del periodo di riferimento. Il ROI esprime, quasi sempre in termini percentuali, quante lire di reddito ritornano dalla gestione caratteristica su cento lire di capitale investito. Esso rappresenta cioè un ottimo parametro per misurare quanto la gestione tipica dell'impresa copra il capitale aziendale impiegato. Il ROI è pertanto utilizzabile anche per valutare l'efficienza economica della gestione caratteristica, in termini di corretta politica gestionale e di utilizzazione dei fattori produttivi allo scopo di produrre un flusso di reddito adeguato alle risorse impiegate.

Redditività delle Vendite (ROS)

Il ROS (Return On Sales) è calcolato ponendo al numeratore il Reddito Operativo ed al denominatore i Ricavi complessivi netti. Si tratta di due valori enucleati dal Conto economico riclassificato. Esso

rappresenta, su basi percentuali, il margine di reddito operativo contenuto in cento lire di ricavi.. Da questa considerazione si può facilmente evincere come il ROS sia strettamente collegato ai costi della gestione corrente e caratteristica.

Return on assets (ROA)

E' un altro indice estremamente significativo, che si ricava ponendo a rapporto il Reddito Netto sul capitale investito globale.

Il conto economico redatto in forma scalare riporta a fianco dei valori grezzi la misura in percentuale delle componenti di costo e dei margini sul valore della produzione. Ciò consente di apprezzare, unitamente all'evoluzione nel tempo di costi e ricavi in valore assoluto, anche eventuali mutamenti nei rapporti tra componenti di costo e di ricavo, ossia nella struttura produttiva della società.

2.7 ANALISI DEI FLUSSI FINANZIARI: IL CASH-FLOW .

L'analisi di bilancio non può dirsi completa ed approfondita senza l'esame dei flussi finanziari. I prospetti di analisi statica si limitano all'esame delle grandezze economiche raffrontando gli stock patrimoniali a scadenze annuali. Le uniche grandezze flusso sono evidenziate nel conto economico. Questo peraltro non è in grado di far percepire con immediatezza le risorse liquide prodotte dalla gestione.

L'analisi dei flussi consente invece di ricostruire le necessità finanziarie che si sono prodotte in corso d'anno per investimenti, a fronte di stock di magazzino accumulati, di dilazioni di pagamento accordate a clienti al netto di quelle ottenute dai fornitori, di rimborso di capitale ai prestatori ed ai soci, ecc. e di risalire alle fonti che hanno consentito di far fronte a tali necessità finanziarie: liquidità proveniente dall'attività di gestione operativa, finanziamenti esterni, aumenti di capitale, disinvestimenti.

In prima approssimazione il cash-flow può essere identificato con il risultato netto di bilancio sommato ai costi non monetari per eccellenza: ammortamenti e accantonamenti (netti degli utilizzi) ai fondi .

Il prospetto allegato ricostruisce in forma scalare la formazione del flusso di cassa netto (net cash-flow). La prima sezione individua in forma sintetica il flusso di cassa generato dalla gestione

operativa per quanto riguarda costi e ricavi monetari riferibili all'esercizio in corso. Tale saldo evidenzia la liquidità che la gestione produce in base alla capacità produttiva installata e data la struttura finanziaria esistente. Se è negativo o insufficiente la società dovrà cercare all'esterno la liquidità necessaria a ripristinare l'equilibrio. Il che significa aumentare i debiti verso le banche o richiedere aumenti di capitale ai soci.

La seconda sezione è relativa alla liquidità generata dalle variazioni intervenute negli stock di circolante netto nel corso dell'esercizio. Si tratta di flussi sempre relativi alla gestione operativa che provengono da incassi di crediti dell'esercizio precedente, da aumenti o riduzioni del magazzino ecc. In altre parole sono le variazioni nello stock di capitale necessario al ciclo monetario dell'Azienda.

Separatamente vengono poi indicati i flussi assorbiti da politiche di variazione nella capacità produttiva installata in senso lato: investimenti e disinvestimenti. Anch'essi sono comunque flussi riferibili all'area gestionale. Le due sezioni successive definiscono invece i saldi finanziari emergenti dai rapporti con chi finanzia il business : banche ed azionisti .La quadratura in via residuale è realizzata con la variazione intervenuta nell'indebitamento a breve. Avrebbe potuto essere realizzata diversamente in uno schema a sezioni contrapposte. In ogni caso l'aumento dell'esposizione a breve è contemporaneamente il primo campanello d'allarme e la forma di finanziamento più facilmente revocabile e pertanto deve essere attentamente monitorata.

2.8 LA SITUAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA NELL'ESERCIZIO 2006

Il periodo di osservazione considerato al fine dell'analisi del trend dei diversi elementi che incidono sulla gestione operativa ed extra – operativa delle aziende osservate è triennale.

Preliminarmente occorre osservare che l'analisi riferita al 2006 è fortemente influenzata dall'importante operazione societaria che ha coinvolto la società AEM Torino SpA. Infatti, l'intero gruppo energetico facente capo alla Città di Torino è stato oggetto di una complessa operazione che ha visto la fusione dei gruppi societari AEM Torino e AMGA Genova, con la creazione del Gruppo Iride, primo operatore energetico dell'area Nord Ovest del Paese, soggetto al controllo paritario delle due città coinvolte. Successivamente alla fusione per incorporazione di AMGA in AEM Torino, avvenuta in data 31/10/2006, la società risultante dalla fusione, assunta la denominazione di IRIDE Spa, è stata oggetto di un processo di scorpori e conferimenti che ne hanno fatto la capogruppo, con funzioni di coordinamento e di gestione finanziaria, di 4 società capofila, specializzate nelle seguenti attività:

IRIDE ENERGIA: con sede a Torino, cui fanno capo, dal 31/10/2006, le attività di produzione di energia elettrica e termica, precedentemente svolte da AEM Torino e da AMGA Genova;

IRIDE MERCATO: con sede a Genova cui fanno capo le attività inerenti l'approvvigionamento, l'intermediazione e la vendita di energia elettrica, gas e calore;

IRIDE ACQUA GAS: con sede a Genova, che gestisce direttamente od indirettamente le attività riguardanti il ciclo idrico e la distribuzione del gas;

IRIDE SERVIZI: che gestisce le attività inerenti i servizi tecnologici per gli Enti locali in genere e la gestione delle infrastrutture in fibra ottica.

Il complesso delle operazioni sopra delineate rende assolutamente improponibile ogni analisi che implichi il confronto, nell'ambito della singola società, tra il bilancio dell'anno 2006 con gli esercizi precedenti. Ai fini della presente relazione si è pertanto optato per l'analisi del solo Bilancio Consolidato del gruppo Iride, tenendo presente che i saldi del 2005 si riferiscono al consolidato del Gruppo AEM Torino precedentemente all'ingresso di AMGA Genova. Nel corso della trattazione, pertanto, ove significativi verranno esposti i dati relativi a variazioni ed andamenti delle aziende osservate, al netto del contributo del settore energia, al fine di depurare tali valori dall'impatto della fusione AMGA Genova in AEM Torino.

Nel triennio 2004 - 2006 le analisi di bilancio evidenziano:

Il complesso delle aziende osservate ha confermato nel 2006 i trend di crescita dei ricavi già osservato negli anni precedenti. In testa alla classifica degli incrementi in termini percentuali, escludendo Iride per evidenti ragioni di disomogeneità dei dati in conseguenza alla fusione intervenuta nel corso del 2006, c'è SAGAT SpA che, con un incremento dei ricavi pari al 14,82% legato anche ai maggiori volumi di traffico indotti dagli eventi olimpici, ha trainato la crescita del volume di attività prodotto dalle aziende oggetto della presente analisi.

Anche GTT SpA registra un incremento molto simile a SAGAT sia nella misura che nelle cause determinanti, pari al 14,75%; le altre società, SMAT SpA e AMIAT SpA, si assestano rispettivamente al 7,66%, e al 5,42%, testimoni di un anno di notevole crescita del volume di attività misurato dalla voce Ricavi.

Il volume complessivo dei ricavi per le aziende osservate ha raggiunto, nell'anno 2006, il valore di 3.032 milioni di euro, comprensivo di Iride (contro i 1.684 milioni del 2005), con una crescita del 80% rispetto all'anno precedente. Il volume complessivo dei ricavi generati dai settori di attività diversi dall'energia è pari a 584 milioni di euro, per un incremento percentuale rispetto all'anno precedente del 9,09%.

Nell'esercizio 2006 i ricavi risultano prodotti al 81% dal settore energia (Gruppo Iride), al 7% si colloca il settore acqua (SMAT SpA), seguito dal settore ambiente e territorio (AMIAT SpA) con il 6%, mentre il settore trasporti (GTT SpA) pesa per il 5%. I servizi aeroportuali chiudono la gamma dei settori analizzati con il 2%.

Il valore della produzione nell'esercizio ha raggiunto complessivamente i 3.501 milioni di Euro, con un incremento del 68,47% rispetto all'anno precedente. Il valore della produzione dei settori di attività diversi dall'energia è pari a 957 milioni, per un incremento percentuale rispetto all'anno precedente del 10,44%.

Per il complesso delle aziende osservate il Valore Aggiunto evidenzia una tendenza alla crescita, con un picco particolarmente positivo per SAGAT e GTT. La sola società che ha visto una erosione del valore aggiunto è stata AMIAT (-1,99%). Le società osservate hanno complessivamente generato un Valore Aggiunto pari a circa 985 milioni di Euro, per un'incidenza sul totale del valore della produzione di circa il 28,1%. Per maggior chiarezza si evidenzia che il Valore Aggiunto complessivamente prodotto delle aziende osservate, ad esclusione del gruppo Iride interessato dalla

fusione più volte richiamata, è pari ad euro 535 milioni di euro, in crescita del 4,19% rispetto ai 514 milioni di euro dell'anno precedente..

Il Margine Operativo Lordo generato nel corso del 2006 si manifesta coerente con le linee evolutive dei dati sino a qui presentati: per il complesso delle aziende osservate il MOL ha riconfermato i valori raggiunti nell'anno precedente, fatta eccezione per una lieve flessione per AMIAT. Si segnala in particolare il risultato di SAGAT, che ha registrato un incremento a livello di MOL pari al 23,44%, con un valore di 23 milioni di euro. Le società in esame hanno complessivamente generato un Margine Operativo Lordo pari a circa 472 milioni di Euro (contro i 372 milioni dell'anno precedente), per un'incidenza sul totale del valore delle produzioni di circa il 13,5%. Per maggior chiarezza si evidenzia che il Margine Operativo Lordo delle aziende osservate, ad esclusione del gruppo Iride, è pari ad euro 171 milioni di euro, valore assolutamente in linea con il dato dell'esercizio precedente.

Analizzando le linee di tendenza del rapporto tra il risultato di bilancio ed i ricavi si può concludere che l'esercizio 2006 registra per:

IRIDE: una fortissima crescita dei ricavi ed un aumento significativo del risultato d'esercizio, in larga misura riconducibile all'incorporazione di AMGA Genova.

AMIAT SpA: un aumento sostenuto dei ricavi di vendita che si traduce in una analoga crescita del risultato d'esercizio (+6,3%).

GTT SpA: una significativa crescita dei ricavi di vendita ed un lieve aumento del risultato di esercizio.

SMAT SpA : una buona crescita dei ricavi che, tuttavia, non riesce a tradursi in risultato, in significativa flessione rispetto all'esercizio precedente.

SAGAT SpA: buon andamento dei volumi di ricavi, in significativa crescita rispetto all'anno precedente, cui fa seguito, tuttavia, una sostanziale invarianza del risultato netto.

Gli utili netti complessivamente prodotti evidenziano una importante crescita rispetto all'anno precedente, passando da 74 milioni a 92 milioni di euro. Decisivo appare il contributo del settore energetico alla produzione dell'utile netto complessivo. Nel 2005 infatti gli utili netti risultano prodotti al 89,72% dal settore energia (IRIDE), per il 7,54% dal settore dei servizi aeroportuali con SAGAT SpA, per l' 1,31% dal settore ambiente e territorio (AMIAT SpA), per l'1,04% dal settore acqua (SMAT SpA) e, infine, per lo 0,38% dal settore trasporti (GTT SpA), consolidando una

tendenza in atto già da alcuni anni che vede in continua crescita il peso del settore energia rispetto agli altri settori, sotto il profilo sia del fatturato sia dei risultati economici che ne conseguono.

E' proprio il settore energia che ha visto crescere con maggior forza i risultati di bilancio. Gli utili prodotti a livello consolidato dalle società appartenenti al gruppo Iride hanno registrato uno scostamento di circa il 29,31%. In buona crescita anche il risultato di AMIAT SpA (6,26%), sostanzialmente stabili GTT SpA e SAGAT SpA, mentre una riduzione significativa si registra su SMAT SpA, che ha quasi dimezzato l'utile prodotto nell'esercizio precedente.

Il costo del personale, importante voce all'interno della struttura di costo delle aziende osservate, ha complessivamente manifestato una dinamica espansiva in linea con l'anno precedente e pari al 6,21% (escludendo la variazione registrata da IRIDE, non omogenea a causa della più volte citata fusione), significativamente inferiore rispetto alla crescita del valore della produzione (10,44%, a parità di campione), a conferma di un trend che testimonia la presenza di un importante recupero di efficienza. Includendo nell'analisi anche il gruppo Iride, il valore complessivo della voce Costo del Personale è stato superiore, nel 2006, a 513 milioni di euro.

Il percorso virtuoso che emerge dal dato di sintesi complessivo appare coinvolgere tutte le aziende osservate. Infatti, tutti i settori osservati hanno saputo contenere i tassi di crescita del costo del personale a livelli inferiori rispetto ai tassi di incremento del valore della produzione. Tra le varie aziende il miglior recupero di efficienza nell'impiego del fattore lavoro è stato raggiunto da SAGAT che, a fronte di uno sviluppo della produzione pari al 21,95%, ha saputo contenere all'11,87% l'incremento del costo per il personale. Positivi appaiono anche i dati relativi a SMAT ed a GTT, che a fronte di aumenti del valore della produzione rispettivamente pari a 11,32% e 10,67%, hanno contenuto il tasso di crescita del fattore lavoro rispettivamente al 7,01% ed al 6,81%.

2.9 DINAMICHE GESTIONALI NEL TRIENNIO 2004 - 2006

2.9.1 GRUPPO IRIDE

Il Gruppo presenta nel 2006 una struttura dell'attivo con una elevata percentuale di attività immobilizzate, incrementate da 1648 milioni di euro del 2005 a 2624 milioni post fusione AMGA, ma con un'incidenza sul totale dell'attivo ridotta dal 75,7% al 68,8%), coperte da una struttura del passivo fortemente basata su capitali permanenti, che garantiscono pertanto un equilibrato assetto patrimoniale. Le passività consolidate rappresentano infatti il 34,2% del totale passivo, mentre molto alto si mantiene il peso del patrimonio netto, pari al 35,5% del totale passivo, valore sostanzialmente costante nel corso del triennio di osservazione. Il buon equilibrio tra impieghi a lungo termine e capitali permanenti è testimoniato dall'andamento dell'indice di copertura del capitale fisso, passato da 0,97 nel 2004 a 0,98 nel 2005 ed attestatosi a 1,01 nel 2006.

Per tutto il periodo preso in considerazione nella presente analisi la patrimonializzazione del Gruppo appare molto elevata.

Le attività correnti coprono abbondantemente le passività correnti, garantendo così anche nel breve periodo un adeguato bilanciamento tra impegni e risorse a breve termine.

Nel periodo oggetto di analisi il gruppo ha sempre registrato un cash flow operativo positivo, che ha consentito, mediante l'autogenerazione di flussi finanziari, di ridurre progressivamente l'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato (2,52% nel 2004, 2,31% nel 2005, 1,90% nel 2006). La situazione di sostanziale equilibrio dei principali indicatori finanziari, tra tutti l'indice di liquidità, significativamente salito da 0,85 nel 2004 a 0,89 nel 2005 per arrivare sino a 0,95 nel 2006, conferma che il gruppo non manifesta criticità evidenti nella gestione del circolante.

Sul fronte economico, i valori risentono evidentemente dell'ingresso nel gruppo di AMGA Genova, che influenza in modo significativo l'analisi proposta, non essendo disponibili dati disaggregati che consentano confronti omogenei.

I ricavi, già in trend di forte crescita dagli 876 milioni di euro del 2004 agli 1.149 milioni del 2005, giungono nel 2006 a 2.448 milioni di euro, facendo del Gruppo Iride il primo operatore energetico del Nord Ovest del Paese. La composizione dei ricavi e l'evoluzione nel corso del periodo di osservazione è espressa nella seguente tabella:

Ricavi da	anno 2004	anno 2005	anno 2006
energia elettrica	689.592	948.182	1.513.799
teleriscaldamento	72.842	84.588	91.706
gas	38.428	32.969	587.495
servizio idrico integrato			136.022
servizi	75.527	83.007	118.950
	876.389	1.148.746	2.447.972

Appare evidente l'apporto delle attività del gruppo AMGA, soprattutto con riferimento ai settori gas e servizio idrico integrato, oltre che nel comparto produzione e vendita di energia elettrica.

Il trend di forte crescita dei ricavi influenza positivamente il tasso di rotazione del capitale investito, definito dal rapporto tra ricavi di vendita e capitale investito. Il valore, pur coerente con la forte vocazione produttiva industriale del Gruppo nel rifletterne l'elevata intensità di capitale necessaria alla produzione del volume di attività, manifesta una crescita significativa dallo 0,53 del 2005 all'attuale 0,66.

L'apporto di nuove attività in esito alla fusione dei due gruppi societari (ciclo idrico integrato) ed il connesso aumento dei volumi hanno influito inevitabilmente sulla struttura dei costi. In termini generali si può notare che l'incidenza dei servizi esterni appare in crescita rispetto al biennio 2004/2005. Conseguentemente il valore aggiunto, cresciuto in termini assoluti dai 275 milioni del 2005 agli attuali 450 milioni, risulta in lieve calo se considerato sotto il profilo dell'incidenza percentuale sul valore della produzione (22,7% nel 2005, 17,7% nel 2006).

Dinamica opposta manifesta la voce Costo del personale che, pur in evidente aumento in termini assoluti (passa da 73 milioni nel 2005 a 149 milioni nel 2006), vede al contrario diminuire progressivamente il proprio impatto sul valore della produzione dal 7,9% nel 2004, al 6,1% nel 2005, sino al valore di 5,9% nel 2006.

L'effetto congiunto di questi fattori (riduzione percentuale del margine a livello di valore aggiunto, controbilanciata da un recupero di redditività a livello di incidenza del costo del personale e degli ammortamenti) conducono a valori di Margine Operativo Lordo e di Risultato Operativo ampiamente positivi, pur se in lieve diminuzione se considerati sotto il profilo del margine di redditività percentuale sul valore della produzione. Il Margine Operativo Lordo, che aveva già registrato una impennata sensibile passando dai 142 milioni di euro del 2004 ai 201 milioni del 2005, sfiora nel 2006 i 301 milioni di euro. L'incidenza sul valore della produzione scende però nel periodo di osservazione dal 16,6% del 2005 al 11,8% del 2006. Analoghe considerazioni valgono per il Risultato Operativo: 89 milioni di euro nel 2004, 132 nel 2005 e 179 milioni nel 2006, corrispondenti ad una redditività, calcolata sul totale valore della produzione, in calo dal 10,9% del 2005 al 7% del 2006.

Al buon andamento operativo ha fatto seguito una gestione finanziaria che ha saputo, anche mediante processi di riorganizzazione interna volti a centralizzare e razionalizzare la funzione finanziaria di gruppo, ridurre l'impatto degli oneri finanziari, consentendo quindi di poter archiviare il 2006 con un risultato netto consolidato di ben 82,9 milioni di euro.

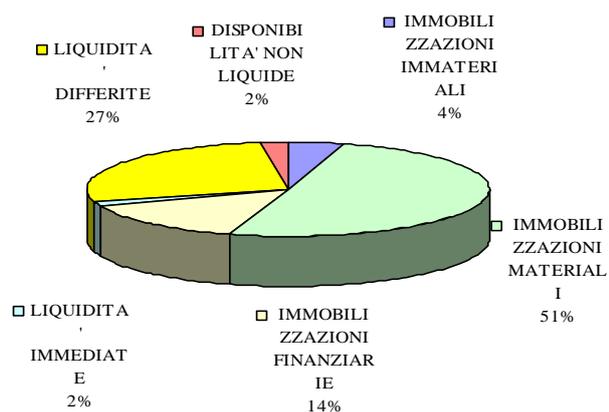
L'importante crescita delle dimensioni del gruppo, in termini di volumi e di attività, non ha ancora tuttavia portato con sé tutte le sinergie e le complementarità necessarie per un miglioramento delle condizioni di redditività. Infatti, pur in presenza di risultati economici di assoluto interesse, gli indicatori percentuali di redditività manifestano una certa flessione rispetto ai valori ante fusione. La redditività delle vendite, ROS, intesa come incidenza del Risultato Operativo sui ricavi di vendita, segna un calo dal 11,48% del 2005 al 7,29% del 2006. I medesimi segnali vengono confermati dal ROI (+4,79%) e dal ROA (+4,68%).

Anche la redditività del capitale acquisito col vincolo del pieno rischio evidenzia la presenza di margini di miglioramento, che saranno possibili tramite un'attenta ricerca delle sinergie e dalle economie derivanti dalla fusione. Il ROE scende infatti dal valore di 9,14% del 2005 ad un sempre positivo ma meno soddisfacente 7,98%.

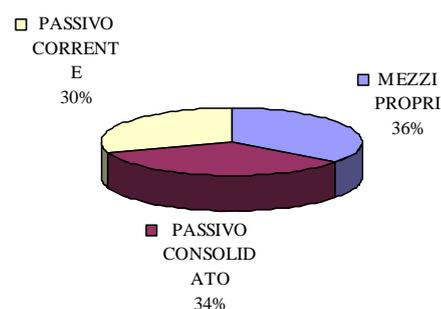
IRIDE S.p.A.	2004		2005		2006	
ATTIVO RICLASSIFICATO						
ATTIVO IMMOBILIZZATO	1.485.558.000	79,0%	1.648.489.000	75,7%	2.623.541.000	68,8%
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	74.772.000	4,0%	74.776.000	3,4%	164.957.000	4,3%
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	1.183.307.000	62,9%	1.279.110.000	58,7%	1.917.688.000	50,3%
IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	227.479.000	12,1%	294.603.000	13,5%	540.896.000	14,2%
ATTIVO CIRCOLANTE	395.193.000	21,0%	530.477.000	24,3%	1.190.279.000	31,2%
LIQUIDITA' IMMEDIATE	10.334.000	0,5%	10.348.000	0,5%	81.775.000	2,1%
LIQUIDITA' DIFFERITE	363.367.000	19,3%	493.329.000	22,6%	1.022.128.000	26,8%
DISPONIBILITA' NON LIQUIDE	21.492.000	1,1%	26.800.000	1,2%	84.480.000	2,2%
ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	0	0,0%	0	0,0%	1.896.000	0,0%
TOTALE ATTIVO	1.880.751.000	100,0%	2.178.966.000	100,0%	3.813.820.000	100,0%
PASSIVO RICLASSIFICATO						
MEZZI PROPRI	679.167.000	36,1%	723.636.000	33,2%	1.353.932.000	35,5%
PASSIVO CONSOLIDATO	763.216.000	40,6%	886.291.000	40,7%	1.303.653.000	34,2%
PASSIVO CORRENTE	438.368.000	23,3%	569.039.000	26,1%	1.156.235.000	30,3%
TOTALE PASSIVO E MEZZI PROPRI	1.880.751.000	100,0%	2.178.966.000	100,0%	3.813.820.000	100,0%

IRIDE S.p.A.	2004		2005		2006	
CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO						
VALORE DELLA PRODUZIONE	923.581.000	100,0%	1.211.788.000	100,0%	2.544.223.000	100,0%
COSTI ESTERNI	708.514.000	76,7%	936.993.000	77,3%	2.094.094.000	82,3%
VALORE AGGIUNTO	215.067.000	23,3%	274.795.000	22,7%	450.129.000	17,7%
COSTO DEL LAVORO	73.378.000	7,9%	73.331.000	6,1%	149.137.000	5,9%
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	141.689.000	15,3%	201.464.000	16,6%	300.992.000	11,8%
AMMORTAMENTI, SVALUTAZIONI E ACC.TI	52.973.000	5,7%	69.572.000	5,7%	122.489.000	4,8%
RISULTATO OPERATIVO	88.716.000	9,6%	131.892.000	10,9%	178.503.000	7,0%
GESTIONE FINANZIARIA	- 20.422.000	-2,2%	- 21.717.000	-1,8%	- 31.522.000	-1,2%
RISULTATI ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
GESTIONE STRAORDINARIA	964.000	0,1%	2.311.000	0,2%	- 396.000	0,0%
GESTIONE TRIBUTARIA	25.044.000	2,7%	48.397.000	4,0%	63.710.000	2,5%
RISULTATO NETTO	44.214.000,00	4,8%	64.089.000,00	5,3%	82.875.000,00	3,3%

Riclassificazione finanziaria dell'Attivo



Riclassificazione finanziaria del Passivo



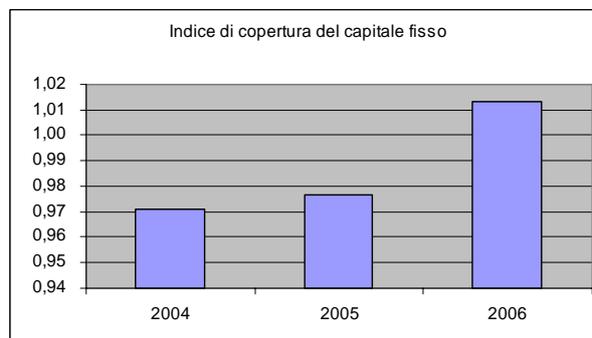
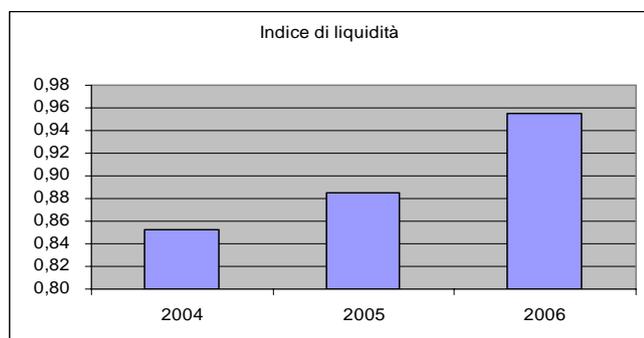
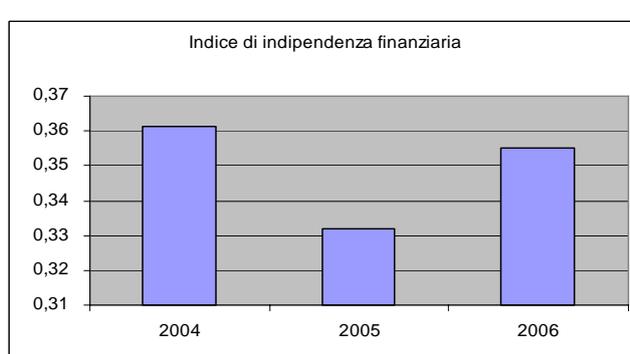
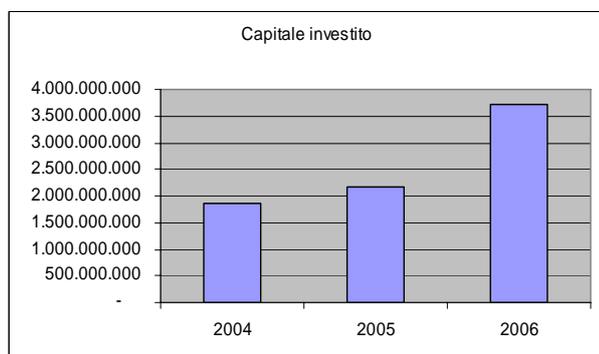
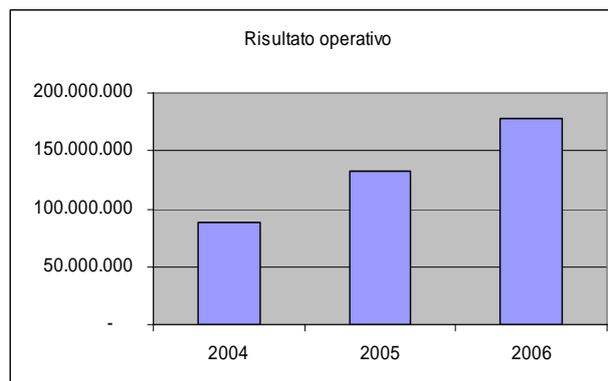
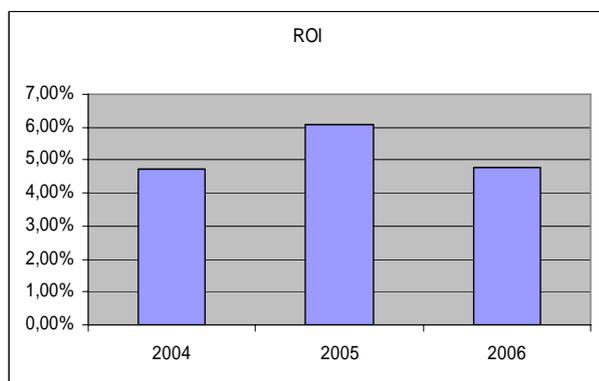
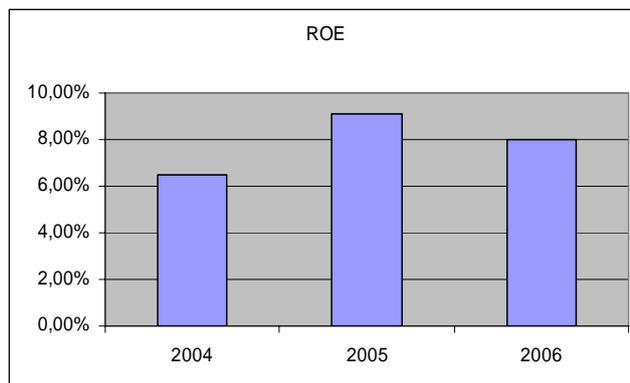
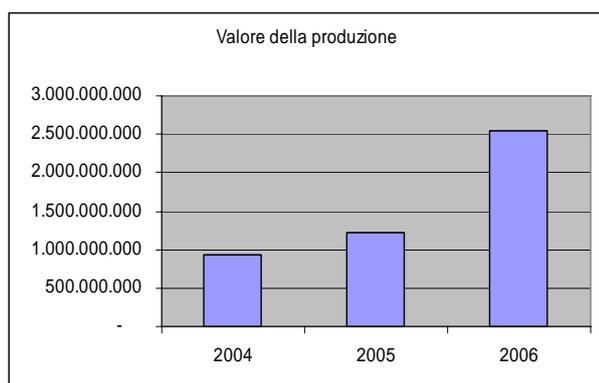
INDICATORI DI REDDITIVITA' (SITUAZIONE ECONOMICA)		2004	2005	2006
INDICI	FORMULE			
ROE	Utile d'esercizio/Patrimonio netto medio	13,02%	9,14%	7,98%
ROI	Risultato oper./Capitale investito	4,74%	6,08%	4,79%
ROA	Risul.operativo/Totale attivo	4,72%	6,05%	4,68%
ROS (Return on sales)	Risult.operativo/Ricavi di vendita	10,12%	11,48%	7,29%
Rotazione Capitale Investito	Ricavi di vendita/Capitale investito	0,47	0,53	0,66
Rotazione Circolante	Ricavi di vendita/Circolante	2,22	2,17	2,06
Rotazione Magazzino	Ricavi di vendita/Rimanenze	40,78	42,86	28,98
Risultato operativo		88.716.000	131.892.000	178.503.000
Capitale investito	Capitale investito totale - capitale investito atipico - liquidità	1.870.417.000	2.168.618.000	3.730.149.000

INDICATORI DI STRUTTURA E SITUAZIONE FINANZIARIA		2004	2005	2006
INDICI	FORMULE			
Autocopertura delle immobilizzazioni	Capitale Netto/Immobilizzazioni	0,46	0,44	0,52
Indice di indipendenza finanziaria	Capitale Netto/Totale attività	0,36	0,33	0,36
Indice di liquidità	Liquidità immediate + liquidità differite/Passivo Corrente	0,85	0,89	0,95
Margine di tesoreria	(Liquidità immediate + liquidità differite) - Passivo Corrente	-64.667.000	-65.362.000	-52.332.000
Capitale Circolante Netto	Attivo Corrente - Passivo Corrente	-43.175.000	-38.562.000	34.044.000
Indice di disponibilità	Attivo Corrente / Passivo Corrente	0,90	0,93	1,03
Margine di struttura	Capitale netto - Immobilizzazioni	-806.391.000	-924.853.000	-1.269.609.000
Indice di copertura del capitale fisso	(Passività consolidate + Capitale netto)/Immobilizzazioni	0,97	0,98	1,01

INDICATORI SPECIFICI		2004	2005	2006
INDICI	FORMULE			
Incidenza ricavi di vendita	Ricavi di vendita/ valore della produzione	0,95	0,95	0,96
Incidenza oneri finanziari	Oneri finanziari / Ricavi di vendita	2,52%	2,31%	1,90%
Valore aggiunto	Valore della produzione - costi esterni	215.067.000	274.795.000	450.129.000
Incidenza valore aggiunto	Valore aggiunto/valore della produzione	0,23	0,23	0,18
MOL	Valore aggiunto - costo del personale	141.689.000	201.464.000	300.992.000
Incidenza MOL	MOL/valore della produzione	0,15	0,17	0,12

IRIDE S.p.A.	2004		2005		2006	
	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti
Immobilizzazioni immateriali	74.772.000	-	4.000	-	90.181.000	-
Immobilizzazioni materiali	1.183.307.000	-	95.803.000	-	638.578.000	-
Immobilizzazioni finanziarie	227.479.000	-	67.124.000	-	246.293.000	-
Immobilizzazioni nette						
Liquidità immediate	10.334.000	-	14.000	-	71.427.000	-
crediti verso clienti a bt	264.619.000	-	54.886.000	-	424.907.000	-
Crediti verso società del gruppo a bt	30.732.000	-	46.841.000	-	50.517.000	-
Crediti diversi	68.016.000	-	28.235.000	-	53.375.000	-
Disponibilità non liquide	21.492.000	-	5.308.000	-	57.680.000	-
Altri elementi dell'attivo circolante	-	-	-	-	1.896.000	-
Attivo corrente						
Capitale sociale	-	464.811.000	-	6.489.000	-	353.275.000
riserve	-	170.142.000	-	18.105.000	-	258.235.000
Utile d'esercizio	-	44.214.000	-	19.875.000	-	18.786.000
Patrimonio netto						
Fondi rischi oneri	-	113.993.000	-	28.228.000	-	120.277.000
Fondo TFR	-	33.376.000	-	2.066.000	-	26.217.000
Passività consolidate	-	615.847.000	-	92.781.000	-	270.868.000
Passivo consolidato						
Debiti verso banche a bt	-	137.650.000	-	66.596.000	-	218.651.000
Debiti vs soci e verso altri finanziatori a bt	-	402.000	402.000	-	-	1.072.000
Prestiti obbligazionari a bt	-	-	-	-	-	-
Debiti verso fornitori	-	220.664.000	-	38.173.000	-	261.794.000
Debiti verso società del gruppo a bt	-	-	-	-	-	1.179.000
Altre passività correnti	-	79.652.000	-	26.304.000	-	104.500.000
Passivo corrente						
TOTALE A PAREGGIO	1.880.751.000	1.880.751.000	298.617.000	298.617.000	1.634.854.000	1.634.854.000

FLUSSI DI LIQUIDITA'	2004		2005		2006	
	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti
Risultato netto		44.214.000		64.089.000		82.875.000
+ ammortamenti, accti e svalutazioni		44.519.000		47.330.000		99.998.000
+ accantonamenti e svalutazioni		8.454.000		22.242.000		22.491.000
+ altri costi non monetari		- 7.242.000		- 5.385.000		- 30.968.000
- ricavi non monetari		- 13.898.000		- 16.612.000		- 39.355.000
Cash Flow		76.047.000		111.664.000		135.041.000
Variazione crediti	363.367.000	-	129.962.000	-	528.799.000	-
Variazione disponibilità non liquide	21.492.000	-	5.308.000	-	57.680.000	-
Variazione altri elementi dell'attivo circolante	-	-	-	-	1.896.000	-
Altre variazioni del circolante		21.140.000		21.997.000		70.323.000
Variazione elementi del passivo corrente	-	300.718.000	-	64.075.000	-	368.545.000
Totale liquidità variazione circolante netto	63.001.000	-	49.198.000	-	149.507.000	-
Investimenti/Disinvestimenti	1.485.558.000	- 44.519.000	162.931.000	- 47.330.000	975.052.000	- 99.998.000
Totale liquidità gestione investimenti	1.530.077.000	-	210.261.000	-	1.075.050.000	-
Variazione patrimonio netto	-	634.953.000	-	- 19.620.000	-	547.421.000
Totale liquidità da apporti/diminuzione patrimonio netto	-	634.953.000	19.620.000	-	-	547.421.000
Variazione debiti medio lungo e fondi	-	754.762.000	-	100.833.000	-	394.871.000
Totale liquidità gestione investimenti	-	754.762.000	-	100.833.000	-	394.871.000
Saldo finanziario	127.316.000	-	66.582.000	-	147.224.000	-
Variazione banche		127.316.000		66.582.000		147.224.000



	IRIDE S.p.A.		AEM DISTRIBUZIONE S.p.A.		AEM MILANO S.p.A.	
ATTIVO RICLASSIFICATO						
ATTIVO IMMOBILIZZATO	2.623.541.000	68,8%	289.174.236	68,6%	4.099.887.021	94,1%
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	164.957.000	4,3%	54.644.501	13,0%	19.650.925	0,5%
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	1.917.688.000	50,3%	234.529.735	55,6%	891.808.644	20,5%
IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	540.896.000	14,2%	0	0,0%	3.188.427.452	73,2%
ATTIVO CIRCOLANTE	1.190.279.000	31,2%	132.440.638	31,4%	257.069.681	5,9%
LIQUIDITA' IMMEDIATE	81.775.000	2,1%	13	0,0%	5.003.549	0,1%
LIQUIDITA' DIFFERITE	1.022.128.000	26,8%	124.370.702	29,5%	250.850.465	5,8%
DISPONIBILITA' NON LIQUIDE	84.480.000	2,2%	8.069.923	1,9%	715.667	0,0%
ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	1.896.000	0,0%	0	0,0%	500.000	0,0%
TOTALE ATTIVO	3.813.820.000	100,0%	421.614.874	100,0%	4.356.956.702	100,0%
PASSIVO RICLASSIFICATO						
MEZZI PROPRI	1.353.932.000	35,5%	127.149.977	30,2%	2.250.553.785	51,7%
PASSIVO CONSOLIDATO	1.303.653.000	34,2%	159.416.208	37,8%	1.496.955.286	34,4%
PASSIVO CORRENTE	1.156.235.000	30,3%	135.048.689	32,0%	609.447.631	14,0%
TOTALE PASSIVO E MEZZI PROPRI	3.813.820.000	100,0%	421.614.874	100,0%	4.356.956.702	100,0%

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO	IRIDE S.p.A.		AEM DISTRIBUZIONE S.p.A.		AEM MILANO S.p.A.	
VALORE DELLA PRODUZIONE	2.544.223.000	100,0%	297.582.709	100,0%	322.316.224	100,0%
COSTI ESTERNI	2.094.094.000	82,3%	225.423.225	75,8%	128.071.577	39,7%
VALORE AGGIUNTO	450.129.000	17,7%	72.159.484	24,2%	194.244.647	60,3%
COSTO DEL LAVORO	149.137.000	5,9%	15.106.963	5,1%	66.951.213	20,8%
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	300.992.000	11,8%	57.052.521	19,2%	127.293.434	39,5%
AMMORTAMENTI, SVALUTAZIONI E ACC.TI	122.489.000	4,8%	32.103.739	10,8%	56.373.827	17,5%
RISULTATO OPERATIVO	178.503.000	7,0%	24.948.782	8,4%	70.919.607	22,0%
GESTIONE FINANZIARIA	- 31.522.000	-1,2%	- 7.467.713	-2,5%	83.864.204	26,0%
RISULTATI ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
GESTIONE STRAORDINARIA	- 396.000	0,0%	2.879.863	1,0%	42.002.321	13,0%
GESTIONE TRIBUTARIA	63.710.000	2,5%	8.889.746	3,0%	20.083.358	6,2%
RISULTATO NETTO	82.875.000,00	3,3%	11.471.186,00	3,9%	176.702.774,00	54,8%

INDICATORI DI REDDITIVITA' (SITUAZIONE ECONOMICA)		IRIDE S.p.A.	AEM DISTRIBUZIONE S.p.A.	AEM MILANO S.p.A.
INDICI	FORMULE			
ROE	Utile d'esercizio/Patrimonio netto medio	7,98%	8,96%	8,19%
ROI	Risultato oper./Capitale investito	4,79%	5,92%	1,63%
ROA	Risul.operativo/Totale attivo	4,68%	5,92%	1,63%
ROS (Return on sales)	Risult.operativo/Ricavi di vendita	7,29%	8,58%	41,67%
Rotazione Capitale Investito	Ricavi di vendita/Capitale investito	0,66	0,69	0,04
Rotazione Circolante	Ricavi di vendita/Circolante	2,06	2,19	0,66
Rotazione Magazzino	Ricavi di vendita/Rimanenze	28,98	36,02	237,83
Risultato operativo		178.503.000	24.948.782	70.919.607
Capitale investito	Capitale investito totale - capitale investito atipico - liquidità	3.730.149.000	421.614.861	4.351.453.153
INDICATORI DI STRUTTURA E SITUAZIONE FINANZIARIA				
Autocopertura delle immobilizzazioni	Capitale Netto/Immobilizzazioni	0,52	0,44	0,55
Indice di indipendenza finanziaria	Capitale Netto/Totale attività	0,36	0,30	0,52
Indice di liquidità	Liquidità immediate + liquidità differite/Passivo Corrente	0,95	0,92	0,42
Margine di tesoreria	(Liquidità immediate + liquidità differite) - Passivo Corrente	-52.332.000	-10.677.974	-353.593.617
Capitale Circolante Netto	Attivo Corrente - Passivo Corrente	34.044.000	-2.608.051	-352.377.950
Indice di disponibilità	Attivo Corrente / Passivo Corrente	1,03	0,98	0,42
Margine di struttura	Capitale netto - Immobilizzazioni	-1.269.609.000	-162.024.259	-1.849.333.236
Indice di copertura del capitale fisso	(Passività consolidate + Capitale netto)/Immobilizzazioni	1,01	0,99	0,91

INDICATORI SPECIFICI				
Incidenza ricavi di vendita	Ricavi di vendita/ valore della produzione	0,96	0,98	0,53
Incidenza oneri finanziari	Oneri finanziari / Ricavi di vendita	0,02	0,03	0,45
Valore aggiunto	Valore della produzione - costi esterni	450.129.000	72.159.484	194.244.647
Incidenza valore aggiunto	Valore aggiunto/valore della produzione	0,18	0,24	0,60
MOL	Valore aggiunto - costo del personale	300.992.000	57.052.521	127.293.434
Incidenza MOL	MOL/valore della produzione	0,12	0,19	0,39

AEM DISTRIBUZIONE S.p.A.

La società presenta nel 2006 una struttura dell'attivo che vede significativamente ridurre il valore assunto dalle attività immobilizzate. Le immobilizzazioni, infatti, si sono ridotte per effetto dell'ordinario processo di ammortamento dal valore di 305 milioni di euro a 289 milioni di euro. Tuttavia, a causa della maggior contrazione registrata dalle voci dell'attivo corrente rispetto agli impieghi a lungo termine, l'incidenza delle attività immobilizzate sul totale dell'attivo è cresciuta dal 63% al 69%.

Le attività correnti, come già anticipato, manifestano una decisa tendenza alla contrazione, soprattutto nella voce Crediti vs controllanti, ridottasi da euro 75 milioni nel 2005 a euro 10 milioni nel 2006. Tale riduzione rientra nell'ambito della centralizzazione della funzione finanziaria operata in seguito alla costituzione del Gruppo Iride, ed alla centralizzazione di tale funzione nell'ambito della capogruppo. L'accentramento dei rapporti di finanziamento e di investimento delle giacenze liquide presso la capogruppo ha determinato pertanto l'azzeramento, da un lato, dell'esposizione bancaria diretta e la compensazione, dall'altro, delle posizioni finanziarie creditorie e debitorie nei confronti della controllante.

La struttura del passivo appare adeguata e coerente rispetto al profilo finanziario degli impieghi dell'attivo. A tal fine precisiamo che, il finanziamento pari a euro 130 milioni contratto con la capogruppo, in sostituzione del precedente indebitamento bancario, avendo natura postergata rispetto agli altri debiti, è stato da noi riclassificato tra le passività a lungo termine, pur essendo iscritto nel passivo dello stato patrimoniale con scadenza originaria inferiore ai 12 mesi.

Il patrimonio netto rappresenta infatti il 30% del totale passivo, mentre rimane molto alto il peso delle passività consolidate, pari al 38% del totale passivo. Il buon equilibrio tra impieghi a lungo termine e capitali permanenti è testimoniato dall'andamento dell'indice di copertura del capitale fisso pari a 0,99, pur se appare evidente una certa flessione rispetto al precedente dato del 2005, pari a 1,18.

Le attività correnti sono sostanzialmente coerenti con le passività correnti, garantendo così anche nel breve periodo un adeguato bilanciamento tra impegni e risorse a breve termine, anche se non può sfuggire un certo indebolimento della struttura finanziaria di breve periodo che appare evidente dalla lettura dei principali indicatori. La riorganizzazione dei rapporti finanziari ha avuto infatti da un lato il positivo effetto di ridurre drasticamente lo stock di debito oneroso, ma dall'altro ha sensibilmente spostato verso il breve termine il baricentro della struttura finanziaria. L'indice di liquidità scende pertanto sino a 0,92, rispetto al valore di 1,42 del 2005. La medesima dinamica manifestano tutti i

principali indicatori di equilibrio finanziario di breve periodo: l'indice di disponibilità passa da 1,43 a 0,98, sia il margine di tesoreria che il capitale circolante netto si erodono per importi vicini ai 60 milioni di euro, essenzialmente a causa del venir meno degli impieghi a breve di liquidità precedentemente trasferiti alla capogruppo (oltre 75 milioni a fine 2005) e successivamente utilizzati per azzerare il preesistente indebitamento bancario, che ricordiamo, aveva una struttura per scadenze molto orientata sul lungo termine.

Nel periodo oggetto di analisi la società ha sempre registrato un cash flow positivo, che ha consentito, mediante l'autogenerazione di flussi finanziari, ed unitamente al processo di riorganizzazione finanziaria di cui si è parlato, di ridurre ulteriormente l'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato (3%).

I ricavi hanno registrato una buona crescita (+11,39%) rispetto al dato del 2005, 291 milioni di Euro nel 2006 contro i precedenti 261 milioni.

L'andamento del costo del lavoro, sostanzialmente invariato rispetto al dato dell'anno precedente nonostante la crescita dei volumi di attività, ha visto ridurre la propria incidenza sul valore delle produzioni (da 5,6% a 5,1%), contribuendo così a mantenere di fatto invariata la struttura della redditività aziendale. Ha infatti permesso il riassorbimento della lieve erosione di redditività connessa alla cresciuta incidenza dei servizi esterni (dal 74,9% al 75,8% sul valore della produzione). Infatti, il valore aggiunto, pur se in aumento in termini assoluti – sale infatti da 67 milioni di euro a 72 milioni di euro – denota una lieve flessione in termini percentuali sul valore della produzione (24,2% contro il precedente 25,1%). In buona crescita si collocano sia il Margine Operativo Lordo, 52 milioni nel 2005, 57 milioni nel 2006, ed il Risultato Operativo, 23 milioni nel 2005, 25 milioni nel 2006.

Il buon andamento reddituale e la ridotta incidenza degli oneri finanziari consentono di chiudere l'esercizio con un buon risultato netto, assestato ad euro 11.471.186. L'apparente riduzione rispetto all'utile netto dell'anno precedente non deve essere letta negativamente. Il 2005 infatti, chiusosi con un risultato netto di euro 13.519.813, scontava proventi straordinari, in gran parte riferiti a conguagli tariffari su anni precedenti, superiori ad euro 13 milioni, ridottisi ad euro 4,4 milioni nel 2006.

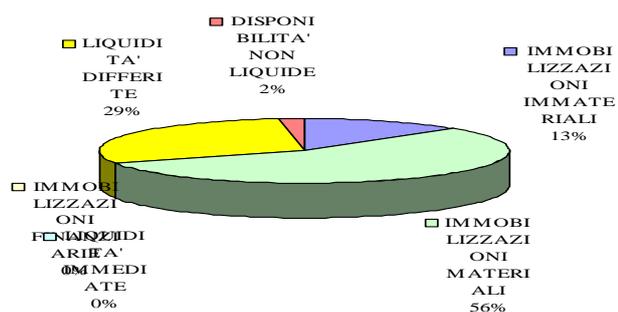
Nel triennio di osservazione, tutti gli indicatori di redditività registrano un'evoluzione coerente con i risultati di esercizio. La redditività delle vendite, ROS, conferma, pur con una lieve flessione, il valore del 2005 (8,58% nel 2006 contro il precedente 8,81%). I medesimi segnali di buona tenuta delle condizioni di redditività, rispetto all'anno precedente, vengono confermati dal ROI (5,92%) e dal

ROA (5,92%). Anche il ROE, indicatore che sintetizza la redditività del capitale acquisito col vincolo del pieno rischio, si mantiene su un interessante livello superiore al 8,96%.

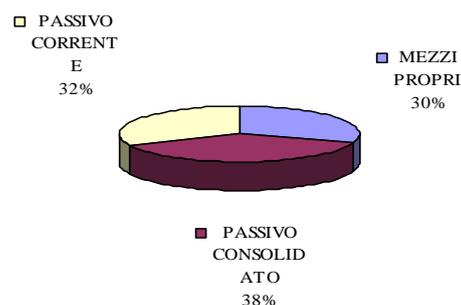
AEM DISTRIBUZIONE S.p.A.	2004		2005		2006	
ATTIVO RICLASSIFICATO						
ATTIVO IMMOBILIZZATO	322.006.936	68,2%	304.734.923	62,9%	289.174.236	68,6%
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	66.610.743	14,1%	60.629.324	12,5%	54.644.501	13,0%
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	246.886.487	52,3%	244.105.599	50,4%	234.529.735	55,6%
IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	8.509.706	1,8%	0	0,0%	0	0,0%
ATTIVO CIRCOLANTE	150.212.218	31,8%	179.571.388	37,1%	132.440.638	31,4%
LIQUIDITA' IMMEDIATE	12.545	0,0%	1.693	0,0%	13	0,0%
LIQUIDITA' DIFFERITE	148.039.245	31,3%	177.323.698	36,6%	124.370.702	29,5%
DISPONIBILITA' NON LIQUIDE	2.160.428	0,5%	2.245.997	0,5%	8.069.923	1,9%
ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
TOTALE ATTIVO	472.219.154	100,0%	484.306.311	100,0%	421.614.874	100,0%
PASSIVO RICLASSIFICATO						
MEZZI PROPRI	127.593.704	27,0%	128.893.791	26,6%	127.149.977	30,2%
PASSIVO CONSOLIDATO	232.815.185	49,3%	230.157.773	47,5%	159.416.208	37,8%
PASSIVO CORRENTE	111.810.265	23,7%	125.254.747	25,9%	135.048.689	32,0%
TOTALE PASSIVO E MEZZI PROPRI	472.219.154	100,0%	484.306.311	100,0%	421.614.874	100,0%

AEM DISTRIBUZIONE S.p.A.	2004		2005		2006	
CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO						
VALORE DELLA PRODUZIONE	257.522.740	100,0%	267.904.883	100,0%	297.582.709	100,0%
COSTI ESTERNI	191.484.705	74,4%	200.612.687	74,9%	225.423.225	75,8%
VALORE AGGIUNTO	66.038.035	25,6%	67.292.196	25,1%	72.159.484	24,2%
COSTO DEL LAVORO	14.044.264	5,5%	15.053.441	5,6%	15.106.963	5,1%
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	51.993.771	20,2%	52.238.755	19,5%	57.052.521	19,2%
AMMORTAMENTI, SVALUTAZIONI E ACC.TI	27.579.285	10,7%	29.251.872	10,9%	32.103.739	10,8%
RISULTATO OPERATIVO	24.414.486	9,5%	22.986.883	8,6%	24.948.782	8,4%
GESTIONE FINANZIARIA	- 10.156.272	-3,9%	- 9.207.161	-3,4%	- 7.467.713	-2,5%
RISULTATI ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
GESTIONE STRAORDINARIA	5.649.712	2,2%	10.068.304	3,8%	2.879.863	1,0%
GESTIONE TRIBUTARIA	7.045.056	2,7%	10.328.213	3,9%	8.889.746	3,0%
RISULTATO NETTO	12.862.870,00	5,0%	13.519.813,00	5,0%	11.471.186,00	3,9%

Riclassificazione finanziaria dell'Attivo



Riclassificazione finanziaria del Passivo

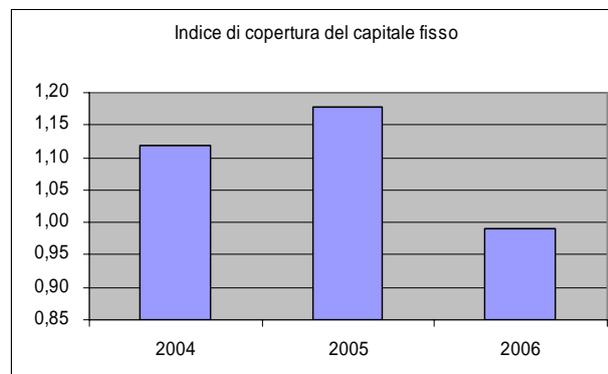
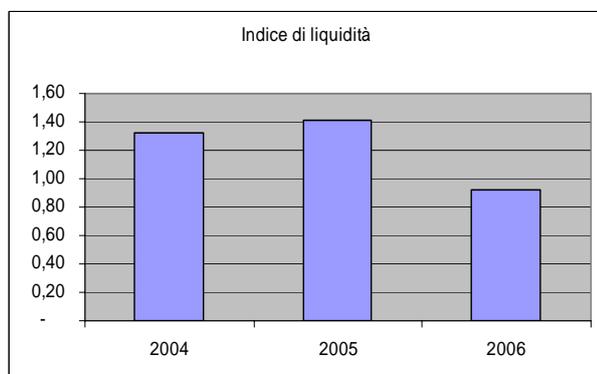
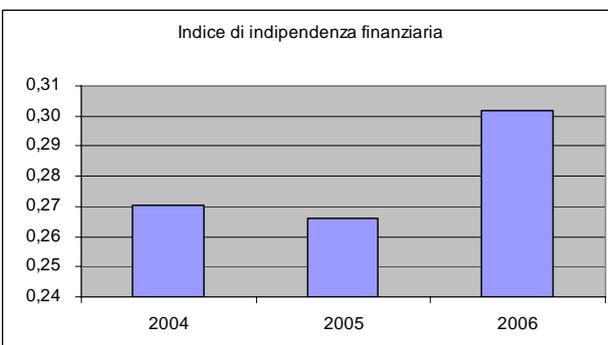
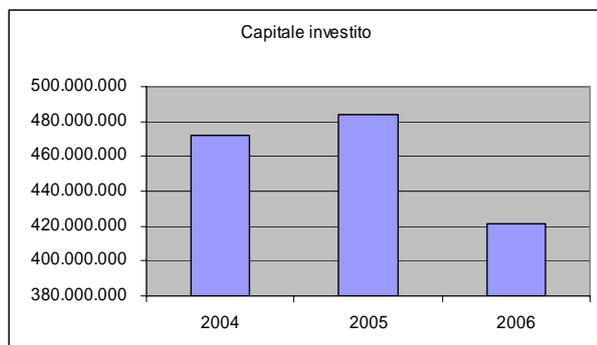
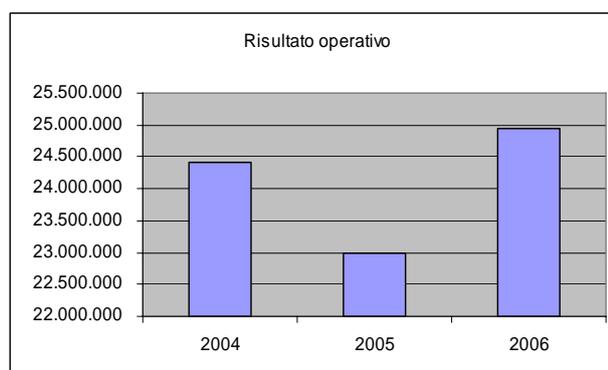
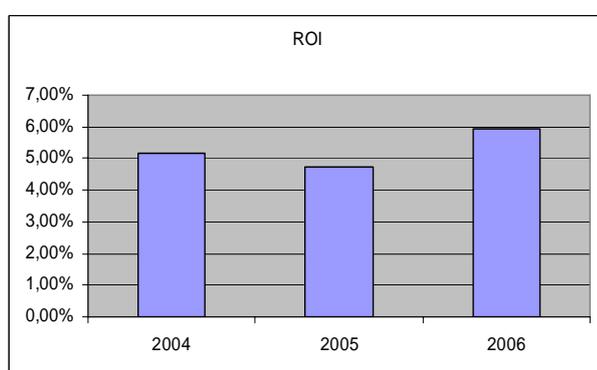
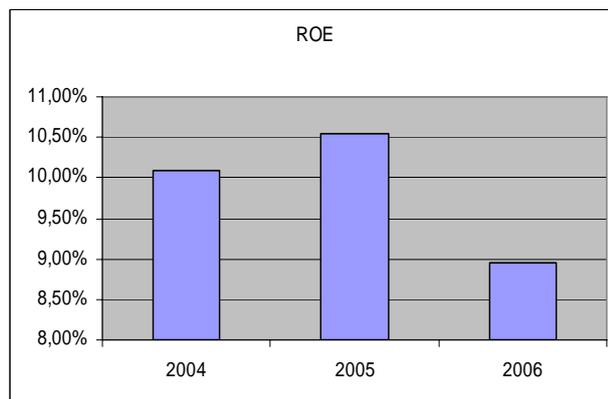
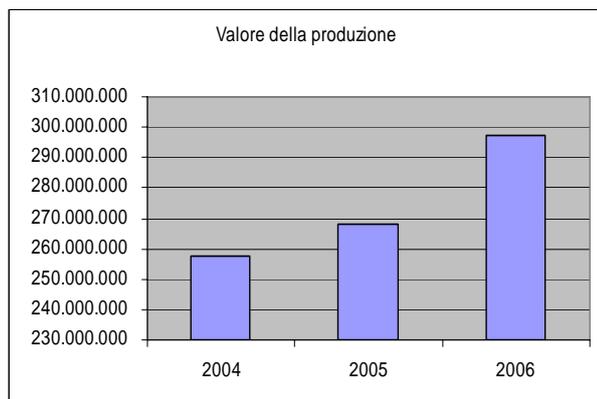


INDICATORI DI REDDITIVITA' (SITUAZIONE ECONOMICA)		2004	2005	2006
INDICI	FORMULE			
ROE	Utile d'esercizio/Patrimonio netto medio	20,15%	10,54%	8,96%
ROI	Risultato oper./Capitale investito	5,17%	4,75%	5,92%
ROA	Risul.operativo/Totale attivo	5,17%	4,75%	5,92%
ROS (Return on sales)	Risult.operativo/Ricavi di vendita	9,81%	8,81%	8,58%
Rotazione Capitale Investito	Ricavi di vendita/Capitale investito	0,53	0,54	0,69
Rotazione Circolante	Ricavi di vendita/Circolante	1,66	1,45	2,19
Rotazione Magazzino	Ricavi di vendita/Rimanenze	115,21	116,19	36,02
Risultato operativo		24.414.486	22.986.883	24.948.782
Capitale investito		472.206.609	484.304.618	421.614.861
INDICATORI DI STRUTTURA E SITUAZIONE FINANZIARIA		2004	2005	2006
INDICI	FORMULE			
Autocopertura delle immobilizzazioni	Capitale Netto/Immobilizzazioni	0,40	0,42	0,44
Indice di indipendenza finanziaria	Capitale Netto/Totale attività	0,27	0,27	0,30
Indice di liquidità	Liquidità immediate + liquidità differite/Passivo Corrente	1,32	1,42	0,92
Margine di tesoreria	(Liquidità immediate + liquidità differite) - Passivo Corrente	36.241.525	52.070.644	-10.677.974
Capitale Circolante Netto	Attivo Corrente - Passivo Corrente	38.401.953	54.316.641	-2.608.051
Indice di disponibilità	Attivo Corrente / Passivo Corrente	1,34	1,43	0,98
Margine di struttura	Capitale netto - Immobilizzazioni	-194.413.232	-175.841.132	-162.024.259
Indice di copertura del capitale fisso	(Passività consolidate + Capitale netto)/Immobilizzazioni	1,12	1,18	0,99

INDICATORI SPECIFICI		2004	2005	2006
INDICI	FORMULE			
Incidenza ricavi di vendita	Ricavi di vendita/ valore della produzione	0,97	0,97	0,98
Incidenza oneri finanziari	Oneri finanziari / Ricavi di vendita	4,77%	4,33%	3,08%
Valore aggiunto	Valore della produzione - costi esterni	66.038.035	67.292.196	72.159.484
Incidenza valore aggiunto	Valore aggiunto/valore della produzione	0,26	0,25	0,24
MOL	Valore aggiunto - costo del personale	51.993.771	52.238.755	57.052.521
Incidenza MOL	MOL/valore della produzione	0,20	0,19	0,19

AEM DISTRIBUZIONE S.p.A.	2004		2005		2006	
	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti
Immobilizzazioni immateriali	66.291.488	-	-	5.981.419	-	5.984.823
Immobilizzazioni materiali	246.886.487	-	-	2.780.888	-	9.575.864
Immobilizzazioni finanziarie	8.509.706	-	-	8.509.706	-	-
Immobilizzazioni nette						
Liquidità immediate	-	83.587	-	10.852	-	1.680
crediti verso clienti a bt	59.463.945	-	-	9.709.710	-	2.332.842
Crediti verso società del gruppo a bt	61.701.610	-	13.668.266	-	-	65.700.127
Crediti diversi	26.870.875	-	25.325.897	-	15.079.973	-
Disponibilità non liquide	2.160.428	-	85.569	-	5.823.926	-
Altri elementi dell'attivo circolante	-	-	-	-	-	-
Attivo corrente						
Capitale sociale	-	88.000.000	-	-	-	-
riserve	-	26.630.834	-	643.144	-	304.813
Utile d'esercizio	-	12.867.447	-	656.943	2.048.627	-
Patrimonio netto						
Fondi rischi oneri	-	18.114.644	-	4.043.552	821.223	-
Fondo TFR	-	6.887.561	-	555.947	-	635.727
Passività consolidate	-	207.812.980	7.256.911	-	70.556.069	-
Passivo consolidato						
Debiti verso banche a bt	-	14.001.000	-	5.673.000	19.674.000	-
Debiti vs soci e verso altri finanziatori a bt	-	-	-	-	-	-
Prestiti obbligazionari a bt	-	-	-	-	-	-
Debiti verso fornitori	-	31.858.002	-	10.634.572	-	6.598.355
Debiti verso società del gruppo a bt	-	21.734.660	4.323.188	-	-	15.209.072
Altre passività correnti	-	43.893.824	-	1.460.098	-	7.660.515
Passivo corrente						
TOTALE A PAREGGIO	471.884.539	471.884.539	50.659.831	50.659.831	114.003.818	114.003.818

FLUSSI DI LIQUIDITA'	2004		2005		2006	
	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti
Risultato netto		12.862.870		13.519.813		11.471.186
+ ammortamenti, aceti e svalutazioni		21.656.908		22.039.174		27.369.854
+ accantonamenti e svalutazioni		6.563.765		7.905.956		5.420.064
+ altri costi non monetari		6.367.058		- 4.834.079		- 9.822.040
- ricavi non monetari		- 4.782.308		- 4.581.457		- 3.940.681
Cash Flow		42.668.293		34.049.407		30.498.383
Variazione crediti	148.036.430	-	29.284.453	-	-	52.952.996
Variazione disponibilità non liquide	2.160.428	-	85.569	-	5.823.926	-
Variazione altri elementi dell'attivo circolante	-	-	-	-	-	-
Altre variazioni del circolante		- 1.584.750		9.415.536		13.762.721
Variazione elementi del passivo corrente	-	86	-	7.771.482	-	29.467.942
Totale liquidità variazione circolante netto	54.295.122	-	12.183.004	-	-	90.359.733
Investimenti/Disinvestimenti	321.687.681	- 21.656.908	-	- 4.767.161	-	- 11.809.167
Totale liquidità gestione investimenti	343.344.589	-	4.767.161	-	11.809.167	-
Variazione patrimonio netto	-	114.635.411	-	- 12.219.726	2.048.627	- 11.166.373
Totale liquidità da apporti/diminuzione patrimonio netto	-	114.635.411	12.219.726	-	13.215.000	-
Variazione debiti medio lungo e fondi	-	226.251.420	7.256.911	- 3.306.457	71.377.292	- 4.784.337
Totale liquidità gestione investimenti	-	226.251.420	10.563.368	-	76.161.629	-
Saldo finanziario	14.084.587	-	5.683.852	-	-	19.672.320
Variazione banche	-	14.084.587	-	5.683.852	19.672.320	-



2.9.2 AMIAT S.p.A.

La struttura dell'attivo conferma il trend, già evidenziato lo scorso anno, di progressivo aumento del peso delle immobilizzazioni materiali, passate dal 38% del totale dell'attivo (82,9 milioni di euro) nel 2004, al 40% (90,8 milioni) nel 2005, sino ad arrivare al 43% (100 milioni) nel 2006. Trainate dall'incremento delle immobilizzazioni materiali, il peso delle attività immobilizzate sul totale dell'attivo è così cresciuto dal 47% al 50%.

Il lieve incremento del grado di rigidità degli impieghi non ha richiesto interventi significativi sul fronte del passivo, se non limitati affinamenti volti a mantenere equilibrato il già solido rapporto tra la composizione degli impieghi e la struttura delle fonti. Le passività consolidate, cioè le fonti di finanziamento disponibili per l'azienda senza il vincolo della restituzione a breve termine, sono cresciute da 121,5 a 122,5 milioni di euro.

L'indice di indipendenza finanziaria, misurato dal rapporto tra i mezzi propri e le attività, si mantiene in linea con il valore dell'anno precedente (13% in entrambi gli anni).

Pur senza indebolire la struttura finanziaria, l'incremento delle immobilizzazioni materiali, dopo alcuni anni di investimenti significativi, tende ad influenzare l'andamento dell'indice di autocopertura delle immobilizzazioni, che si è lievemente ridotto dal 28% al 26%. La medesima tendenza appare chiaramente visibile anche attraverso l'analisi dell'indice di copertura del capitale fisso (1,41 nel 2005, 1,32 nel 2006) seppur in un contesto in cui l'attivo immobilizzato appare adeguatamente coperto dai capitali permanenti.

Sotto il profilo finanziario, le attività correnti coprono abbondantemente le passività correnti, conferendo alla struttura finanziaria un solido equilibrio anche nel breve termine.

I principali indicatori della situazione finanziaria confermano che le scelte di gestione, trainate dalla realizzazione di un abbondante cash flow (oltre 31 milioni di euro), hanno consentito di mantenere sostanzialmente stabili le condizioni di equilibrio finanziario nel breve periodo.

L'indice di liquidità dopo il valore addirittura sovrabbondante del 2005, pari a 1,36, ritorna nel 2006 a valori più vicini a quelli del 2004, con 1,28.

L'incidenza dagli oneri finanziari sui ricavi di vendita si è conseguentemente mantenuta su valori prossimi allo zero.

Per quanto riguarda l'andamento economico, i ricavi tracciano un trend di crescita costante lungo il periodo di osservazione: 167 milioni nel 2004, 180 milioni nel 2005, 190 milioni nel 2006.

Lo sviluppo dei ricavi è stato sostenuto con un sempre crescente ricorso a servizi esterni rispetto ai fattori produttivi interni (personale ed ammortamenti). Il valore aggiunto, infatti, appare in diminuzione rispetto all'anno precedente sia in termini assoluti (119 milioni nel 2006, 122 milioni nel 2005) sia in termini di incidenza sul valore della produzione (58,3% nel 2006, 63,3% nell'anno precedente). La medesima tendenza si registra anche a livello di Margine Operativo Lordo, 39,7 milioni (20,6%) nel 2005, 34,2 milioni (16,7%) nel 2006, nonostante la voce costo del personale, aumentato del 3,66% rispetto all'anno precedente, abbia manifestato una tendenza alla crescita decisamente meno accentuata rispetto al valore della produzione (+6,32%).

Tuttavia, è la sensibile diminuzione del valore di ammortamenti ed accantonamenti (30 milioni nel 2005, 24,5 milioni nel 2006) a consentire un consolidamento delle condizioni di redditività operativa sui livelli del 2005. Il risultato operativo sale infatti dai 9,5 milioni del 2005 ai 9,7 milioni del 2006.

Il risultato d'esercizio, non condizionato da un eccessivo peso degli oneri finanziari, appare assolutamente in linea rispetto ai valori precedentemente realizzati. L'utile netto, pari a euro 1.213.851, appare infatti in lievissima crescita rispetto al valore di euro 1.142.288 dell'anno precedente.

Nel periodo di osservazione la redditività delle vendite (ROS), dopo un iniziale calo rispetto al 6,92% del 2004, risulta costante nell'ultimo biennio: 5,24% nel 2005, 5,11% del 2006.

Una dinamica simile caratterizza anche l'andamento degli altri principali indici di redditività operativa, il ROI ed il ROA.

Sostanzialmente stabile appare anche l'andamento del ROE, indicatore che sintetizza la redditività del capitale acquisito col vincolo del pieno rischio, che, dopo aver assorbito il calo di redditività rispetto al 2004, quando era pari al 7,42%, appare ora assestato su valori stabilizzati intorno al 4%, 3,77% nel 2005, 4,05% nel 2006.

Nel corso del periodo di osservazione la società è stata chiamata a sostenere, con propri interventi patrimoniali, l'andamento negativo della gestione riferibile a talune società dalla stessa controllate. Per maggior chiarezza e completezza di analisi si è pertanto ritenuto, in questa sede, come già per la relazione dello scorso anno, di dover estendere l'ambito della presente trattazione anche alle società Publirec srl ed Amiat TBD srl. Tale estensione non ha pretesa di completezza ma si limita a proporre, a beneficio del lettore, alcune considerazioni riferibili alle società controllate dalla AMIAT SpA per le quali si sono manifestati segnali di criticità nel corso del periodo di osservazione. Per una visione

analitica dei dati riclassificati di bilancio delle due società, si rimanda all'analisi di bilancio elaborata per la capogruppo AMIAT SpA nella sezione allegati.

Publirec srl

La Publirec srl opera nel campo del trattamento dei rifiuti, con particolare attenzione alla valorizzazione dei materiali plastici e dei residui recuperabili.

Nel triennio oggetto di osservazione la società ha accumulato perdite di esercizio per un totale di euro 1.842.951, che hanno reso necessari, a più riprese, interventi di ricapitalizzazione da parte dei soci. La significatività della perdita risulta evidente dal confronto con i fatturati prodotti nel corso del triennio, come si evince dalla seguente tabella:

	2004	2005	2006
Fatturato	5.587.848	6.031.620	6.445.594
Risultato operativo	-1.123.681	- 760.958	- 563.633
Perdita di esercizio	- 921.311	- 383.301	- 538.339

Né può essere di per sé giudicato soddisfacente il fatto che nel triennio oggetto di osservazione le perdite si siano mantenute su livelli inferiori rispetto al dato pesantissimo registrato nel 2003, con un risultato negativo di oltre 1,5 milioni di euro.

Dall'analisi degli andamenti economici emerge la tendenza verso un lieve alleggerimento della perdita a livello di risultato operativo che, pur configurando un elemento positivo, appare di per sé ancora molto lontana dal raggiungimento delle condizioni di equilibrio minimo che possano garantire la continuità e l'autonomia della gestione.

Alla perdita operativa, inoltre, si vanno ad aggiungere crescenti oneri finanziari, resi più severi dall'aggravarsi degli squilibri patrimoniali e finanziari. L'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato aumenta infatti dall'1,79% del 2005 al 2,89% del 2006.

Questi fattori, nonostante l'impatto positivo dettato dai proventi derivanti dal trasferimento alla capogruppo delle perdite fiscali, nell'ambito del consolidato fiscale, conducono ad una perdita netta di esercizio pari ad oltre 0,5 milioni di euro.

Il pesante andamento economico non ha mancato di far sentire i propri effetti sul fronte patrimoniale e finanziario. Infatti, in un quadro di scarsa patrimonializzazione rispetto agli investimenti in essere, soltanto l'intervento finanziario tempestivo dei soci, ed in particolare della controllante Amiat SpA, ha consentito alla società di rispettare impegni e scadenze.

Peraltro, nonostante taluni eventi straordinari attesi per il 2007, quali la definizione dell'arbitrato con l'ATI EPA, costruttore dell'impianto della linea plastica, che dovrebbe generare una sopravvenienza attiva di circa 800.000 euro, la situazione attuale non sembra presentare, con sufficiente grado di certezza, prospettive di riequilibrio reddituale nel breve-medio termine.

Si richiama pertanto l'attenzione sulla necessità di un piano industriale che consenta il raggiungimento delle condizioni di equilibrio in tempi brevi, ovvero, conduca alla presa d'atto dell'impossibilità del progetto imprenditoriale a reggersi autonomamente nel medio termine. In tal caso, varrebbe forse la pena di valutare se il sostenimento dell'iniziativa imprenditoriale svolta da Publirech, per il tempo necessario al raggiungimento di un equilibrio autonomo e duraturo, non richieda piuttosto un suo accorpamento nell'ambito di una realtà più ampia, ad esempio la controllante, volto a favorire sinergie ed economie gestionali ed atto ad assicurare a tale processo il sostegno di rami d'attività già consolidati e generatori di flussi positivi.

Amiat TBD srl

La società Amiat TBD srl ha per oggetto la realizzazione e la gestione, diretta e/o per mezzo di terzi, di impianti di stoccaggio, trattamento, recupero dei rifiuti di apparecchiature elettriche ed elettroniche (RAEE).

Nel corso del periodo di osservazione, la società ha realizzato perdite di esercizio per complessivi euro 720.533. La tabella che segue consente di confrontare agevolmente l'evoluzione di ricavi e risultato operativo con l'andamento del risultato netto di bilancio.

	2004	2005	2006
Fatturato	1.470.935	2.068.876	2.419.082
Risultato Operativo	- 393.429	- 144.649	- 457.916
Perdita di esercizio	- 253.090	- 140.846	- 326.597

L'esercizio 2006 si caratterizza per un significativo aumento del fatturato (+16,9%), trainato soprattutto dai ricavi derivanti dalla vendita di "materie prime seconde", che hanno più che compensato la diminuzione dei ricavi da conferimento conseguenti alla riduzione delle tariffe praticate.

Tuttavia, ai maggiori volumi di attività, non hanno fatto seguito migliori risultati reddituali; anzi, si è invertita la tendenza al miglioramento che aveva segnato positivamente l'anno 2005. La perdita di redditività appare evidente già a livello di Valore aggiunto, la cui diminuita incidenza su valore della

produzione (41% nel 2005, 32% nel 2006), in assenza di significativi interventi strutturali ed organizzativi, testimonia con chiarezza la forte erosione del margine reddituale.

La tendenza negativa registrata a livello di Valore aggiunto si ripercuote anche sugli altri margini intermedi di redditività: il Margine Operativo Lordo, cambia addirittura segno (era il 3,9% nel 2005, diventa -0,8% nel 2006), il Risultato Operativo Lordo, appesantito dall'entrata in ammortamento dai maggiori investimenti realizzati nel corso dell'ultimo biennio, giunge sino al valore di -18% (era -6,7% nel 2005).

Il passaggio dal Risultato Operativo al Risultato Netto, in assenza di significative componenti di natura finanziaria e straordinaria, è influenzato positivamente dalla gestione fiscale, attraverso la contabilizzazione dei proventi derivanti dall'adesione al consolidato fiscale (pari a euro 103.828). La perdita netta di esercizio si attesta pertanto sul valore di euro 326.597.

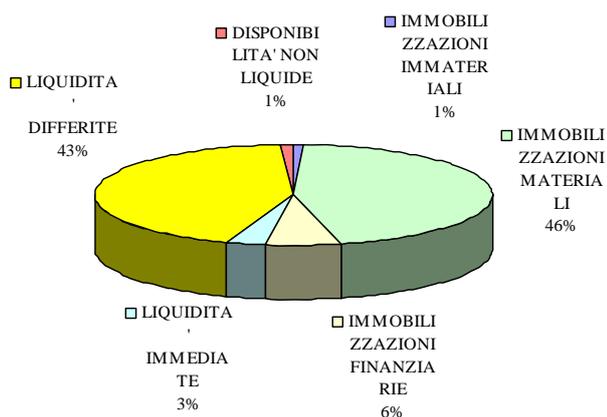
L'analisi patrimoniale e finanziaria della società non presenta particolari profili di criticità, grazie all'elevato grado di patrimonializzazione che ha consentito la copertura del fabbisogno connesso agli investimenti realizzati. In particolare le attività immobilizzate si mantengono sui valore dell'anno precedente, circa 3 milioni di euro, ed appaiono solidamente bilanciate dai mezzi propri, pari ad euro 3.921.086 a fine 2006 (erano 4.237.457 a fine 2005). Parallelamente, le attività correnti, pur se in lieve diminuzione rispetto all'esercizio precedente (da euro 2.654.253 ad euro 2.560.352) a causa dell'utilizzo delle disponibilità finanziarie per sostenere gli investimenti in atto, appaiono ampiamente sufficienti a dare copertura alle passività a breve termine, in crescita dai 1.385.818 euro del 2005 agli attuali 1.486.184. Vale tuttavia la pena di notare che la prosecuzione degli investimenti in corso, da un lato, l'erosione di liquidità dettata dalla perdita di esercizio, dall'altro, hanno di fatto ridotto sensibilmente la riserva finanziaria composta dalle eccedenze liquide a disposizione, precedentemente investite in titoli obbligazionari e pronti contro termine. Tale "dotazione finanziaria" si è infatti ridotta da euro 899.018 nel 2005 ad euro 249.088 nel 2006 (era pari ad euro 1.500.000 a fine 2004).

Pertanto, pur se, forte di una struttura patrimoniale solidamente ancorata ad una buona dotazione immessa dai soci, l'equilibrio finanziario non appare ancora incrinato dai risultati economici negativi, è evidente che l'attenzione vada alla capacità della società di raggiungere, in tempi brevi, mediante lo sfruttamento della capacità produttiva del nuovo impianto di Volpiano ed una forte tensione verso il contenimento dei costi, le condizioni di un equilibrio reddituale solido e duraturo.

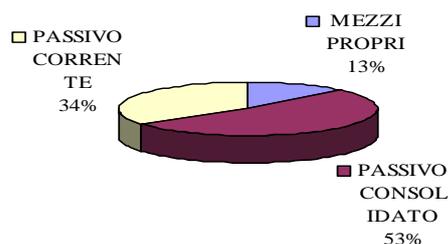
AMIAT SpA	2004		2005		2006	
ATTIVO RICLASSIFICATO						
ATTIVO IMMOBILIZZATO	107.360.234	49,2%	107.396.665	47,2%	115.361.169	49,5%
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	1.957.364	0,9%	1.790.688	0,8%	1.616.743	0,7%
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	82.879.018	38,0%	90.800.344	39,9%	99.938.069	42,9%
IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	22.523.852	10,3%	14.805.633	6,5%	13.806.357	5,9%
ATTIVO CIRCOLANTE	110.664.700	50,8%	120.153.091	52,8%	117.493.887	50,5%
LIQUIDITA' IMMEDIATE	8.437.415	3,9%	14.466.756	6,4%	7.140.231	3,1%
LIQUIDITA' DIFFERITE	86.484.835	39,7%	89.026.944	39,1%	95.791.982	41,1%
DISPONIBILITA' NON LIQUIDE	2.009.082	0,9%	2.713.683	1,2%	2.593.066	1,1%
ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	13.733.368	6,3%	13.945.708	6,1%	11.968.608	5,1%
TOTALE ATTIVO	218.024.934	100,0%	227.549.756	100,0%	232.855.056	100,0%
PASSIVO RICLASSIFICATO						
MEZZI PROPRI	30.698.286	14,1%	29.902.574	13,1%	30.045.428	12,9%
PASSIVO CONSOLIDATO	112.152.887	51,4%	121.505.843	53,4%	122.539.610	52,6%
PASSIVO CORRENTE	75.173.761	34,5%	76.141.339	33,5%	80.270.018	34,5%
TOTALE PASSIVO E MEZZI PROPRI	218.024.934	100,0%	227.549.756	100,0%	232.855.056	100,0%

AMIAT SpA	2004		2005		2006	
CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO						
VALORE DELLA PRODUZIONE	177.883.145	100,0%	192.416.156	100,0%	204.582.034	100,0%
COSTI ESTERNI	63.356.465	35,6%	70.643.345	36,7%	85.237.285	41,7%
VALORE AGGIUNTO	114.526.680	64,4%	121.772.811	63,3%	119.344.749	58,3%
COSTO DEL LAVORO	75.388.764	42,4%	82.079.942	42,7%	85.080.302	41,6%
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	39.137.916	22,0%	39.692.869	20,6%	34.264.447	16,7%
AMMORTAMENTI, SVALUTAZIONI E ACC.TI	27.554.157	15,5%	30.244.089	15,7%	24.550.883	12,0%
RISULTATO OPERATIVO	11.583.759	6,5%	9.448.780	4,9%	9.713.564	4,7%
GESTIONE FINANZIARIA	303.133	0,2%	594.820	0,3%	136.021	0,1%
RISULTATI ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	722.539	0,4%	648.833	0,3%	611.396	0,3%
GESTIONE STRAORDINARIA	- 1.062.391	-0,6%	- 542.701	-0,3%	- 1.174.765	-0,6%
GESTIONE TRIBUTARIA	9.497.320	5,3%	9.007.444	4,7%	8.072.365	3,9%
RISULTATO NETTO	2.049.720,00	1,2%	1.142.288,00	0,6%	1.213.851,00	0,6%

Riclassificazione finanziaria dell'Attivo



Riclassificazione finanziaria del Passivo

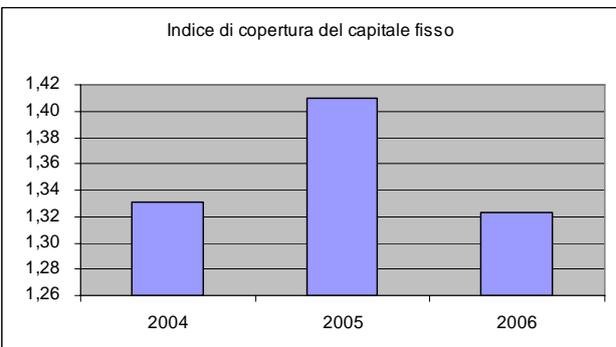
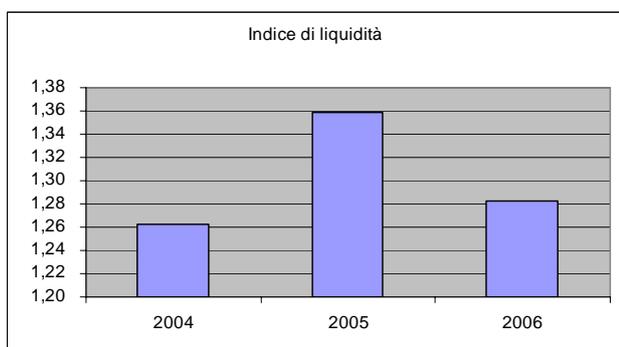
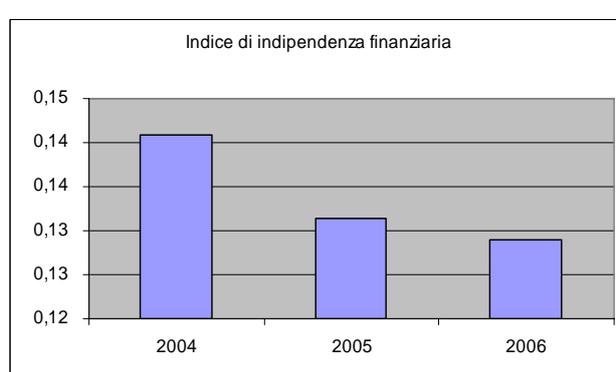
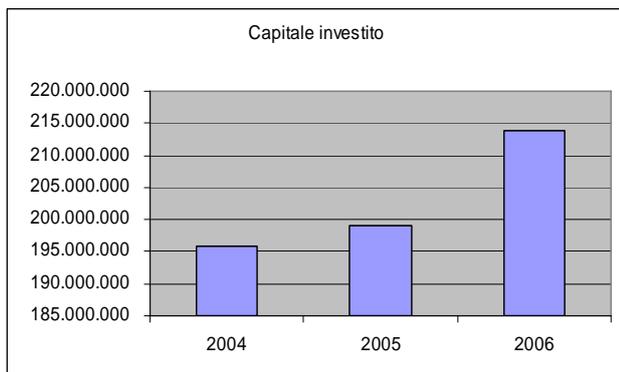
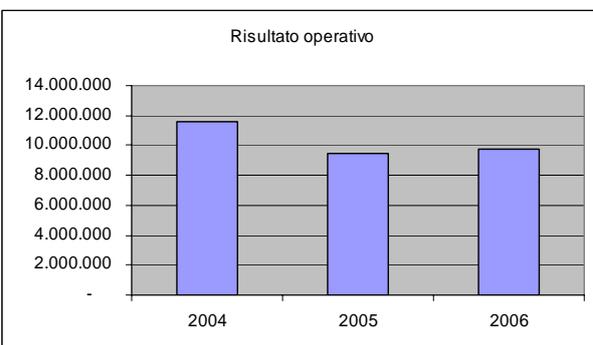
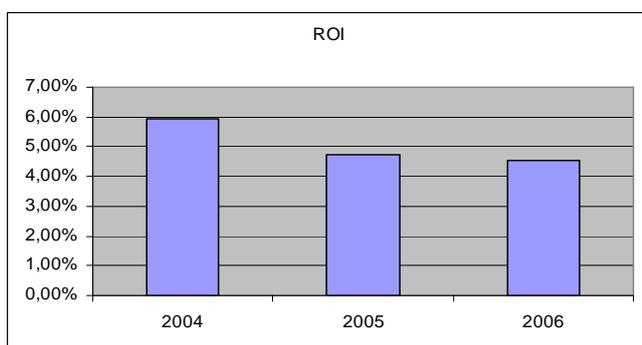
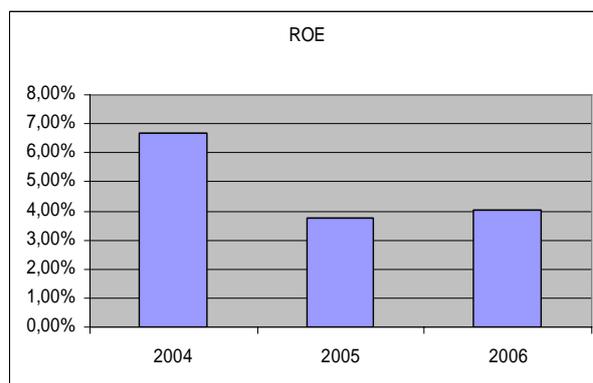
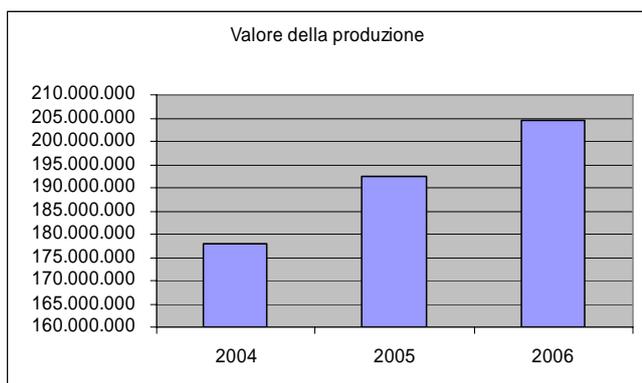


INDICATORI DI REDDITIVITA' (SITUAZIONE ECONOMICA)		2004	2005	2006
INDICI	FORMULE			
ROE	Utile d'esercizio/Patrimonio netto medio	7,42%	3,77%	4,05%
ROI	Risultato oper./Capitale investito	5,91%	4,74%	4,54%
ROA	Risul.operativo/Totale attivo	5,31%	4,15%	4,17%
ROS (Return on sales)	Risult.operativo/Ricavi di vendita	6,92%	5,24%	5,11%
Rotazione Capitale Investito	Ricavi di vendita/Capitale investito	0,86	0,91	0,89
Rotazione Circolante	Ricavi di vendita/Circolante	1,51	1,50	1,62
Rotazione Magazzino	Ricavi di vendita/Rimanenze	83,35	66,47	73,33
Risultato operativo		11.583.759	9.448.780	9.713.564
Capitale investito		195.854.151	199.137.292	213.746.217
INDICATORI DI STRUTTURA E SITUAZIONE FINANZIARIA		2004	2005	2006
INDICI	FORMULE			
Autocopertura delle immobilizzazioni	Capitale Netto/Immobilizzazioni	0,29	0,28	0,26
Indice di indipendenza finanziaria	Capitale Netto/Totale attività	0,14	0,13	0,13
Indice di liquidità	Liquidità immediate + liquidità differite/Passivo Corrente	1,26	1,36	1,28
Margine di tesoreria	(Liquidità immediate + liquidità differite) - Passivo Corrente	19.748.489	27.352.361	22.662.195
Capitale Circolante Netto	Attivo Corrente - Passivo Corrente	35.490.939	44.011.752	37.223.869
Indice di disponibilità	Attivo Corrente / Passivo Corrente	1,47	1,58	1,46
Margine di struttura	Capitale netto - Immobilizzazioni	-76.661.948	-77.494.091	-85.315.741
Indice di copertura del capitale fisso	(Passività consolidate + Capitale netto)/Immobilizzazioni	1,33	1,41	1,32

INDICATORI SPECIFICI		2004	2005	2006
INDICI	FORMULE			
Incidenza ricavi di vendita	Ricavi di vendita/ valore della produzione	0,94	0,94	0,93
Incidenza oneri finanziari	Oneri finanziari / Ricavi di vendita	0,00	0,00	0,00
Valore aggiunto	Valore della produzione - costi esterni	114.526.680	121.772.811	119.344.749
Incidenza valore aggiunto	Valore aggiunto/valore della produzione	0,64	0,63	0,58
MOL	Valore aggiunto - costo del personale	39.137.916	39.692.869	34.264.447
Incidenza MOL	MOL/valore della produzione	0,22	0,21	0,17

AMIAT SpA	2004		2005		2006	
	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti
Immobilizzazioni immateriali	-	89.418	-	166.676	-	173.945
Immobilizzazioni materiali	13.670.287	-	7.921.326	-	9.137.725	-
Immobilizzazioni finanziarie	17.368.238	-	-	7.718.219	-	999.276
Immobilizzazioni nette						
Liquidità immediate	4.625.927	-	6.029.341	-	-	7.326.525
crediti verso clienti a bt	-	8.418.530	1.430.482	-	4.542.139	-
Crediti verso società del gruppo a bt	13.501.805	-	8.526.647	-	2.586.528	-
Crediti diversi	-	389.737	-	7.415.020	-	363.629
Disponibilità non liquide	113.291	-	704.601	-	-	120.617
Altri elementi dell'attivo circolante	-	9.062.102	212.340	-	-	1.977.100
Attivo corrente						
Capitale sociale	-	10.019.324	-	-	-	-
riserve	3.708.308	-	-	111.720	-	71.291
Utile d'esercizio	181.669	-	907.432	-	-	71.563
Patrimonio netto						
Fondi rischi oneri	-	7.325.265	-	10.555.008	-	3.733.252
Fondo TFR	-	2.358.587	233.557	-	1.663.921	-
Passività consolidate	-	5.472.304	968.495	-	1.035.564	-
Passivo consolidato						
Debiti verso banche a bt	-	590.234	-	85.769	600.363	-
Debiti vs soci e verso altri finanziatori a bt	-	-	-	-	-	-
Prestiti obbligazionari a bt	-	-	-	-	-	-
Debiti verso fornitori	-	9.303.369	-	3.289.545	-	3.594.551
Debiti verso società del gruppo a bt	1.848.069	-	-	101.124	-	2.954.021
Altre passività correnti	-	1.988.724	2.508.860	-	1.819.530	-
Passivo corrente						
TOTALE A PAREGGIO	55.017.594	55.017.594	29.443.081	29.443.081	21.385.770	21.385.770

FLUSSI DI LIQUIDITA'	2004		2005		2006	
	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti
Risultato netto		2.049.720		1.142.288		1.213.851
+ ammortamenti, aceti e svalutazioni		19.459.240		19.141.967		17.057.137
+ accantonamenti e svalutazioni		12.313.797		15.563.539		12.100.421
+ altri costi non monetari		725.433		- 161.898		1.371.643
- ricavi non monetari		-				-
Cash Flow		34.548.190		35.685.896		31.743.052
Variazione crediti	4.693.538	-	2.542.109	-	6.765.038	-
Variazione disponibilità non liquide	113.291	-	704.601	-	-	120.617
Variazione altri elementi dell'attivo circolante	-	9.062.102	212.340	-	-	1.977.100
Altre variazioni del circolante		- 725.433		161.898		- 1.371.643
Variazione elementi del passivo corrente	-	9.444.024	-	881.809	-	4.729.042
Totale liquidità variazione circolante netto	-	12.973.864	2.415.343	-	1.309.922	-
Investimenti/Disinvestimenti	31.038.525	- 19.369.822	7.921.326	- 11.257.072	9.137.725	- 15.883.916
Totale liquidità gestione investimenti	50.408.347	-	19.178.398	-	25.021.641	-
Variazione patrimonio netto	3.889.977	7.969.604	907.432	- 1.030.568	-	- 1.070.997
Totale liquidità da apporti/diminuzione patrimonio netto	-	4.079.627	1.938.000	-	1.070.997	-
Variazione debiti medio lungo e fondi	-	2.842.359	1.202.052	- 5.008.531	2.699.485	- 8.367.169
Totale liquidità gestione investimenti	-	2.842.359	6.210.583	-	11.066.654	-
Saldo finanziario	-	4.035.693	-	5.943.572	6.726.162	-
Variazione banche	4.035.693	-	5.943.572	-	-	6.726.162



	AMIAT SpA		AMIU GENOVA		QUADRIFOGLIO FIRENZE	
ATTIVO RICLASSIFICATO						
ATTIVO IMMOBILIZZATO	115.361.169	49,5%	763.505	22,8%	65.743.017	47,5%
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	1.616.743	0,7%	17.140	0,5%	549.507	0,4%
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	99.938.069	42,9%	746.365	22,3%	60.570.874	43,7%
IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	13.806.357	5,9%	0	0,0%	4.622.636	3,3%
ATTIVO CIRCOLANTE	117.493.887	50,5%	2.590.299	77,2%	72.802.940	52,5%
LIQUIDITA' IMMEDIATE	7.140.231	3,1%	504.984	15,1%	1.842.106	1,3%
LIQUIDITA' DIFFERITE	95.791.982	41,1%	1.626.346	48,5%	68.482.093	49,4%
DISPONIBILITA' NON LIQUIDE	2.593.066	1,1%	458.969	13,7%	815.211	0,6%
ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	11.968.608	5,1%	0	0,0%	1.663.530	1,2%
TOTALE ATTIVO	232.855.056	100,0%	3.353.804	100,0%	138.545.957	100,0%
PASSIVO RICLASSIFICATO						
MEZZI PROPRI	30.045.428	12,9%	1.044.356	31,1%	52.164.607	37,7%
PASSIVO CONSOLIDATO	122.539.610	52,6%	251.501	7,5%	37.661.948	27,2%
PASSIVO CORRENTE	80.270.018	34,5%	2.057.947	61,4%	48.719.402	35,2%
TOTALE PASSIVO E MEZZI PROPRI	232.855.056	100,0%	3.353.804	100,0%	138.545.957	100,0%

	AMIAT SpA		AMIU GENOVA		QUADRIFOGLIO FIRENZE	
CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO						
VALORE DELLA PRODUZIONE	204.582.034	100,0%	5.822.136	100,0%	100.089.764	100,0%
COSTI ESTERNI	85.237.285	41,7%	2.937.110	50,4%	48.885.190	48,8%
VALORE AGGIUNTO	119.344.749	58,3%	2.885.026	49,6%	51.204.574	51,2%
COSTO DEL LAVORO	85.080.302	41,6%	1.914.406	32,9%	33.367.757	33,3%
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	34.264.447	16,7%	970.620	16,7%	17.836.817	17,8%
AMMORTAMENTI, SVALUTAZIONI E ACC.TI	24.550.883	12,0%	223.542	3,8%	14.527.773	14,5%
RISULTATO OPERATIVO	9.713.564	4,7%	747.078	12,8%	3.309.044	3,3%
GESTIONE FINANZIARIA	136.021	0,1%	3.167	0,1%	1.372.193	1,4%
RISULTATI ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	611.396	0,3%	-	0,0%	-	0,0%
GESTIONE STRAORDINARIA	- 1.174.765	-0,6%	- 2.300	0,0%	38.121	0,0%
GESTIONE TRIBUTARIA	8.072.365	3,9%	377.364	6,5%	3.370.315	3,4%
RISULTATO NETTO	1.213.851,00	0,6%	370.581,00	6,4%	1.349.043,00	1,3%

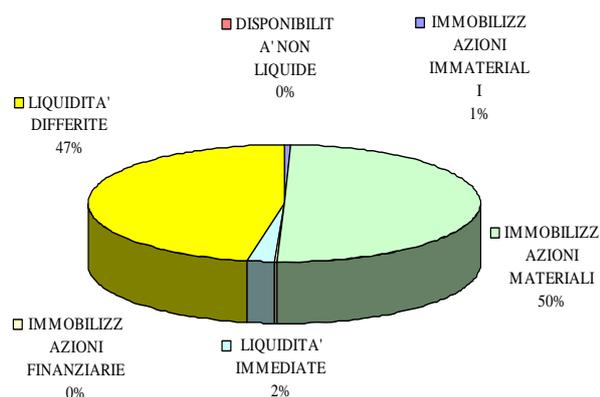
INDICATORI DI REDDITIVITA' (SITUAZIONE ECONOMICA)		AMIAT SpA	AMIU GENOVA	QUADRIFOGLIO FIRENZE
INDICI	FORMULE			
ROE	Utile d'esercizio/Patrimonio netto medio	4,05%	43,14%	2,62%
ROI	Risultato oper./Capitale investito	4,54%	26,22%	2,45%
ROA	Risul.operativo/Totale attivo	4,17%	22,28%	2,39%
ROS (Return on sales)	Risult.operativo/Ricavi di vendita	5,11%	13,49%	3,57%
Rotazione Capitale Investito	Ricavi di vendita/Capitale investito	0,89	1,94	0,69
Rotazione Circolante	Ricavi di vendita/Circolante	1,62	2,14	1,27
Rotazione Magazzino	Ricavi di vendita/Rimanenze	73,33	12,06	113,79
Risultato operativo		9.713.564	747.078	3.309.044
Capitale investito	Capitale investito totale - capitale investito atipico - liquidità	213.746.217	2.848.820	135.040.321
INDICATORI DI STRUTTURA E SITUAZIONE FINANZIARIA		AMIAT SpA	AMIU GENOVA	QUADRIFOGLIO FIRENZE
Autocopertura delle immobilizzazioni	Capitale Netto/Immobilizzazioni	0,26	1,37	0,79
Indice di indipendenza finanziaria	Capitale Netto/Totale attività	0,13	0,31	0,38
Indice di liquidità	Liquidità immediate + liquidità differite/Passivo Corrente	1,28	1,04	1,44
Margine di tesoreria	(Liquidità immediate + liquidità differite) - Passivo Corrente	22.662.195	73.383	21.604.797
Capitale Circolante Netto	Attivo Corrente - Passivo Corrente	37.223.869	532.352	24.083.538
Indice di disponibilità	Attivo Corrente / Passivo Corrente	1,46	1,26	1,49
Margine di struttura	Capitale netto - Immobilizzazioni	-85.315.741	280.851	-13.578.410
Indice di copertura del capitale fisso	(Passività consolidate + Capitale netto)/Immobilizzazioni	1,32	1,70	1,37

INDICATORI SPECIFICI		AMIAT SpA	AMIU GENOVA	QUADRIFOGLIO FIRENZE
Incidenza ricavi di vendita	Ricavi di vendita/ valore della produzione	0,93	0,95	0,93
Incidenza oneri finanziari	Oneri finanziari / Ricavi di vendita	0,00	-	0,01
Valore aggiunto	Valore della produzione - costi esterni	119.344.749	2.885.026	51.204.574
Incidenza valore aggiunto	Valore aggiunto/valore della produzione	0,58	0,50	0,51
MOL	Valore aggiunto - costo del personale	34.264.447	970.620	17.836.817
Incidenza MOL	MOL/valore della produzione	0,17	0,17	0,18

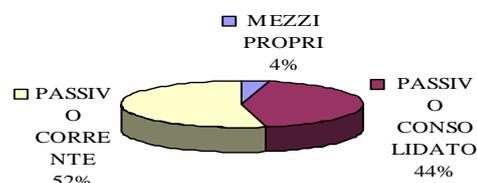
PUBLIREC srl	2004		2005		2006	
ATTIVO RICLASSIFICATO						
ATTIVO IMMOBILIZZATO	4.358.193	59,9%	4.349.674	51,2%	4.010.719	49,2%
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	42.324	0,6%	63.289	0,7%	43.745	0,5%
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	4.302.802	59,1%	4.273.318	50,3%	3.953.907	48,5%
IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	13.067	0,2%	13.067	0,2%	13.067	0,2%
ATTIVO CIRCOLANTE	2.922.620	40,1%	4.144.371	48,8%	4.144.076	50,8%
LIQUIDITA' IMMEDIATE	288.115	4,0%	247.158	2,9%	193.507	2,4%
LIQUIDITA' DIFFERITE	2.368.931	32,5%	3.663.501	43,1%	3.690.961	45,3%
DISPONIBILITA' NON LIQUIDE	14.182	0,2%	34.146	0,4%	10.520	0,1%
ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	251.392	3,5%	199.566	2,3%	249.088	3,1%
TOTALE ATTIVO	7.280.813	100,0%	8.494.045	100,0%	8.154.795	100,0%
PASSIVO RICLASSIFICATO						
MEZZI PROPRI	626.740	8,6%	443.439	5,2%	288.401	3,5%
PASSIVO CONSOLIDATO	4.552.107	62,5%	4.220.006	49,7%	3.548.372	43,5%
PASSIVO CORRENTE	2.101.966	28,9%	3.830.600	45,1%	4.318.022	53,0%
TOTALE PASSIVO E MEZZI PROPRI	7.280.813	100,0%	8.494.045	100,0%	8.154.795	100,0%

PUBLIREC srl	2004		2005		2006	
CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO						
VALORE DELLA PRODUZIONE	6.195.121	100,0%	6.570.765	100,0%	6.998.155	100,0%
COSTI ESTERNI	5.034.260	81,3%	5.580.382	84,9%	5.754.640	82,2%
VALORE AGGIUNTO	1.160.861	18,7%	990.383	15,1%	1.243.515	17,8%
COSTO DEL LAVORO	731.286	11,8%	778.052	11,8%	775.614	11,1%
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	429.575	6,9%	212.331	3,2%	467.901	6,7%
AMMORTAMENTI, SVALUTAZIONI E ACC.TI	1.553.256	25,1%	973.289	14,8%	1.031.534	14,7%
RISULTATO OPERATIVO	- 1.123.681	-18,1%	- 760.958	-11,6%	- 563.633	-8,1%
GESTIONE FINANZIARIA	- 44.702	-0,7%	- 94.002	-1,4%	- 177.718	-2,5%
RISULTATI ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
GESTIONE STRAORDINARIA	119.790	1,9%	189.933	2,9%	-	0,0%
GESTIONE TRIBUTARIA	- 127.282	-2,1%	- 281.726	-4,3%	- 203.012	-2,9%
RISULTATO NETTO	- 921.311,00	-14,9%	- 383.301,00	-5,8%	- 538.339,00	-7,7%

Riclassificazione finanziaria dell'Attivo



Riclassificazione finanziaria del Passivo

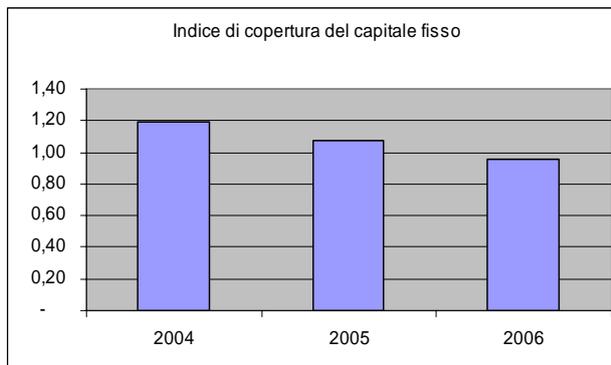
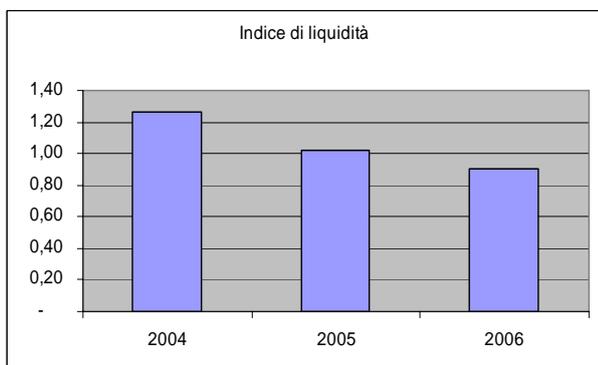
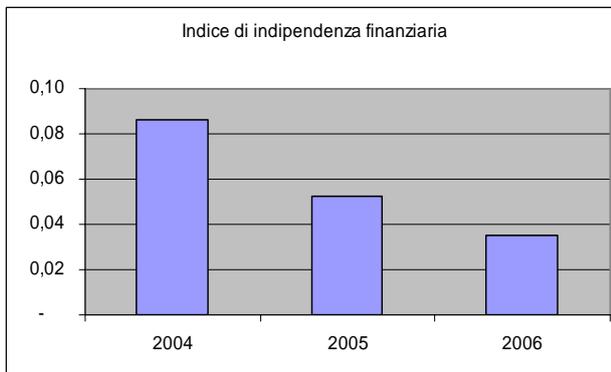
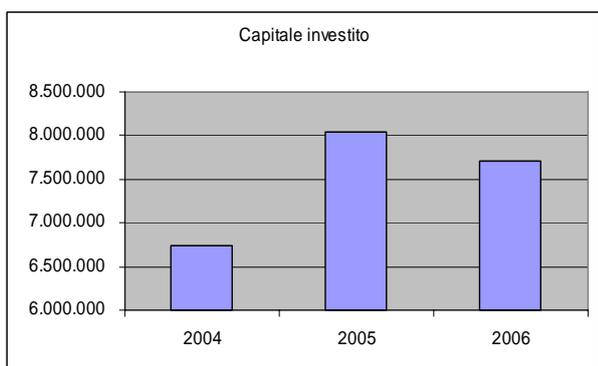
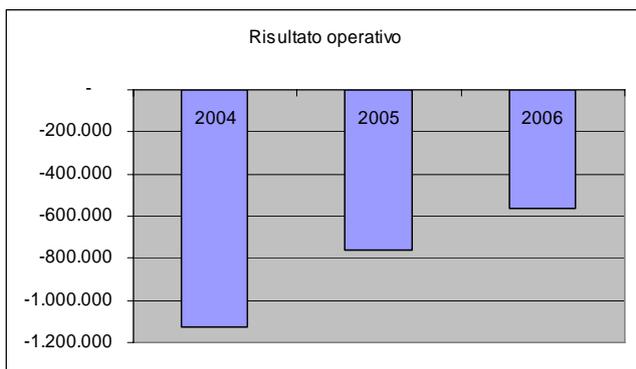
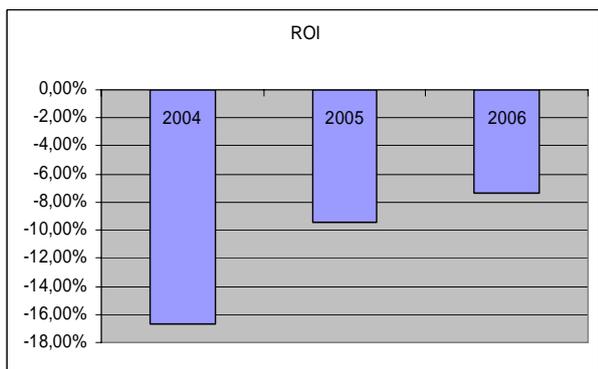
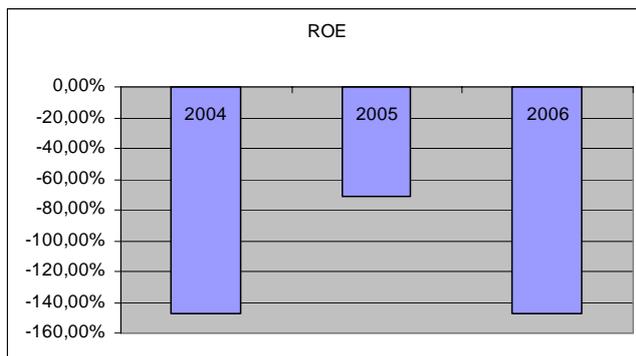
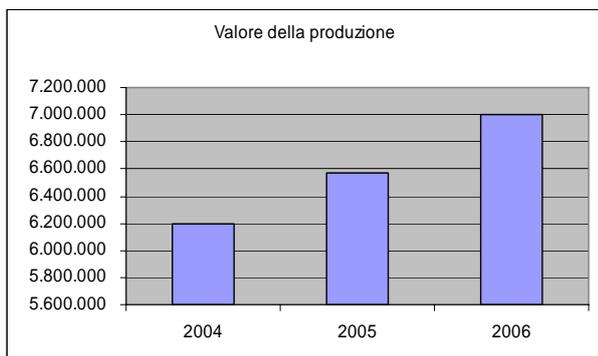


INDICATORI DI REDDITIVITA' (SITUAZIONE ECONOMICA)		2004	2005	2006
INDICI	FORMULE			
ROE	Utile d'esercizio/Patrimonio netto medio	-156,36%	-71,63%	-147,12%
ROI	Risultato oper./Capitale investito	-16,67%	-9,46%	-7,31%
ROA	Risul.operativo/Totale attivo	-15,43%	-8,96%	-6,91%
ROS (Return on sales)	Risult.operativo/Ricavi di vendita	-20,11%	-12,62%	-8,74%
Rotazione Capitale Investito	Ricavi di vendita/Capitale investito	0,83	0,75	0,84
Rotazione Circolante	Ricavi di vendita/Circolante	1,91	1,46	1,56
Rotazione Magazzino	Ricavi di vendita/Rimanenze	394,01	176,64	612,70
Risultato operativo		- 1.123.681	- 760.958	- 563.633
Capitale investito		6.741.306	8.047.321	7.712.200
INDICATORI DI STRUTTURA E SITUAZIONE FINANZIARIA		2004	2005	2006
INDICI	FORMULE			
Autocopertura delle immobilizzazioni	Capitale Netto/Immobilizzazioni	0,14	0,10	0,07
Indice di indipendenza finanziaria	Capitale Netto/Totale attività	0,09	0,05	0,04
Indice di liquidità	Liquidità immediate + liquidità differite/Passivo Corrente	1,26	1,02	0,90
Margine di tesoreria	(Liquidità immediate + liquidità differite) - Passivo Corrente	555.080	80.059	-433.554
Capitale Circolante Netto	Attivo Corrente - Passivo Corrente	820.654	313.771	-173.946
Indice di disponibilità	Attivo Corrente / Passivo Corrente	1,39	1,08	0,96
Margine di struttura	Capitale netto - Immobilizzazioni	-3.731.453	-3.906.235	-3.722.318
Indice di copertura del capitale fisso	(Passività consolidate + Capitale netto)/Immobilizzazioni	1,19	1,07	0,96

INDICATORI SPECIFICI		2004	2005	2006
INDICI	FORMULE			
Incidenza ricavi di vendita	Ricavi di vendita/ valore della produzione	0,90	0,92	0,92
Incidenza oneri finanziari	Oneri finanziari / Ricavi di vendita	0,94%	1,79%	2,89%
Valore aggiunto	Valore della produzione - costi esterni	1.160.861	990.383	1.243.515
Incidenza valore aggiunto	Valore aggiunto/valore della produzione	0,19	0,15	0,18
MOL	Valore aggiunto - costo del personale	429.575	212.331	467.901
Incidenza MOL	MOL/valore della produzione	0,07	0,03	0,07

PUBLIREC srl	2004		2005		2006	
	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti
Immobilizzazioni immateriali	42.324	-	20.965	-	-	19.544
Immobilizzazioni materiali	4.302.802	-	-	29.484	-	319.411
Immobilizzazioni finanziarie	13.067	-	-	-	-	-
Immobilizzazioni nette						
Liquidità immediate	288.115	-	-	40.957	-	53.651
crediti verso clienti a bt	1.309.974	-	889.980	-	-	347.135
Crediti verso società del gruppo a bt	901.004	-	375.014	-	421.867	-
Crediti diversi	157.953	-	29.576	-	-	47.272
Disponibilità non liquide	14.182	-	19.964	-	-	23.626
Altri elementi dell'attivo circolante	251.392	-	-	51.826	49.522	-
Attivo corrente						
Capitale sociale	950.000	-	-	-	-	-
riserve	-	748.051	721.311	-	-	-
Utile d'esercizio	-	276.987	-	538.010	155.038	-
Patrimonio netto						
Fondi rischi oneri	-	524.301	205.922	-	36.891	-
Fondo TFR	-	137.302	7.513	-	-	37.597
Passività consolidate	-	3.890.504	118.666	-	672.340	-
Passivo consolidato						
Debiti verso banche a bt	-	247.922	-	5.099	-	26.018
Debiti vs soci e verso altri finanziatori a bt	-	-	-	-	-	-
Prestiti obbligazionari a bt	-	-	-	-	-	-
Debiti verso fornitori	-	1.687.569	-	284.937	200.836	-
Debiti verso società del gruppo a bt	-	-	-	1.509.131	-	629.446
Altre passività correnti	-	166.475	70.533	-	-	32.794
Passivo corrente						
TOTALE A PAREGGIO	8.230.813	7.679.111	2.459.444	2.459.444	1.536.494	1.536.494

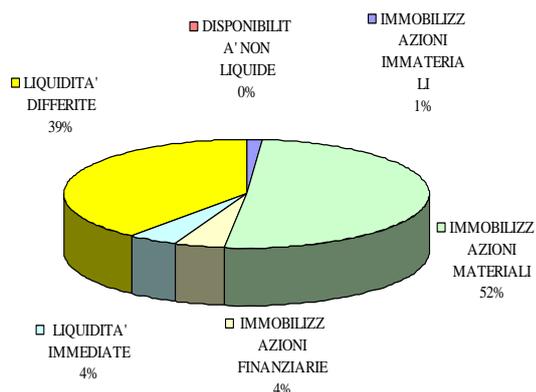
FLUSSI DI LIQUIDITA'	2004		2005		2006	
	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti
Risultato netto		- 921.311		- 383.301		- 538.339
+ ammortamenti, aceti e svalutazioni		908.698		954.315		1.005.508
+ accantonamenti e svalutazioni		676.137		60.589		66.631
+ altri costi non monetari		22.860		- 19.964		23.626
- ricavi non monetari		-		-		-
Cash Flow		686.384		611.639		557.426
Variazione crediti	2.368.931	-	1.294.570	-	27.460	-
Variazione disponibilità non liquide	14.182	-	19.964	-	-	23.626
Variazione altri elementi dell'attivo circolante	251.392	-	-	51.826	49.522	-
Altre variazioni del circolante		- 22.860		19.964		- 23.626
Variazione elementi del passivo corrente	-	1.854.044	-	1.723.535	-	461.404
Totale liquidità variazione circolante netto	803.321	-	-	480.791	-	384.422
Investimenti/Disinvestimenti	4.358.193	- 908.698	20.965	- 924.831	-	- 666.553
Totale liquidità gestione investimenti	5.266.891	-	945.796	-	666.553	-
Variazione patrimonio netto	950.000	1.946.349	721.311	921.311	155.038	538.339
Totale liquidità da apporti/diminuzione patrimonio netto	-	996.349	-	200.000	-	383.301
Variazione debiti medio lungo e fondi	-	3.875.970	332.101	- 60.589	709.231	- 29.034
Totale liquidità gestione investimenti	-	3.875.970	392.690	-	738.265	-
Saldo finanziario	511.509	-	46.056	-	79.669	-
Variazione banche	40.193	-	-	46.056	-	79.669



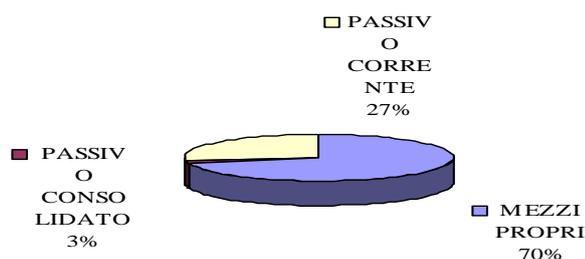
AMIAT TBD Srl	2004		2005		2006	
ATTIVO RICLASSIFICATO						
ATTIVO IMMOBILIZZATO	2.677.324	46,2%	3.099.121	53,9%	2.991.759	53,9%
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	27.737	0,5%	34.926	0,6%	72.398	1,3%
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	2.561.825	44,2%	2.940.723	51,1%	2.688.503	48,4%
IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	87.762	1,5%	123.472	2,1%	230.858	4,2%
ATTIVO CIRCOLANTE	3.116.036	53,8%	2.654.253	46,1%	2.560.352	46,1%
LIQUIDITA' IMMEDIATE	608.866	10,5%	370.409	6,4%	235.771	4,2%
LIQUIDITA' DIFFERITE	1.007.170	17,4%	1.364.150	23,7%	2.075.493	37,4%
DISPONIBILITA' NON LIQUIDE	0	0,0%	20.676	0,4%	0	0,0%
ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	1.500.000	25,9%	899.018	15,6%	249.088	4,5%
TOTALE ATTIVO	5.793.360	100,0%	5.753.374	100,0%	5.552.111	100,0%
PASSIVO RICLASSIFICATO						
MEZZI PROPRI	4.368.078	75,4%	4.237.457	73,7%	3.921.086	70,6%
PASSIVO CONSOLIDATO	154.573	2,7%	130.099	2,3%	144.851	2,6%
PASSIVO CORRENTE	1.270.709	21,9%	1.385.818	24,1%	1.486.174	26,8%
TOTALE PASSIVO E MEZZI PROPRI	5.793.360	100,0%	5.753.374	100,0%	5.552.111	100,0%

AMIAT TBD Srl	2004		2005		2006	
CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO						
VALORE DELLA PRODUZIONE	1.475.641	100,0%	2.157.661	100,0%	2.538.639	100,0%
COSTI ESTERNI	1.129.747	76,6%	1.272.253	59,0%	1.720.720	67,8%
VALORE AGGIUNTO	345.894	23,4%	885.408	41,0%	817.919	32,2%
COSTO DEL LAVORO	662.214	44,9%	801.622	37,2%	838.005	33,0%
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	- 316.320	-21,4%	83.786	3,9%	- 20.086	-0,8%
AMMORTAMENTI, SVALUTAZIONI E ACC.TI	77.109	5,2%	228.435	10,6%	437.830	17,2%
RISULTATO OPERATIVO	- 393.429	-26,7%	- 144.649	-6,7%	- 457.916	-18,0%
GESTIONE FINANZIARIA	25.052	1,7%	5.304	0,2%	6.149	0,2%
RISULTATI ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	44.397	3,0%	4.803	0,2%	29.484	1,2%
GESTIONE STRAORDINARIA	- 297	0,0%	4	0,0%	15.270	0,6%
GESTIONE TRIBUTARIA	- 71.187	-4,8%	6.308	0,3%	- 80.416	-3,2%
RISULTATO NETTO	- 253.090,00	-17,2%	- 140.846,00	-6,5%	- 326.597,00	-12,9%

Riclassificazione finanziaria dell'Attivo



Riclassificazione finanziaria del Passivo

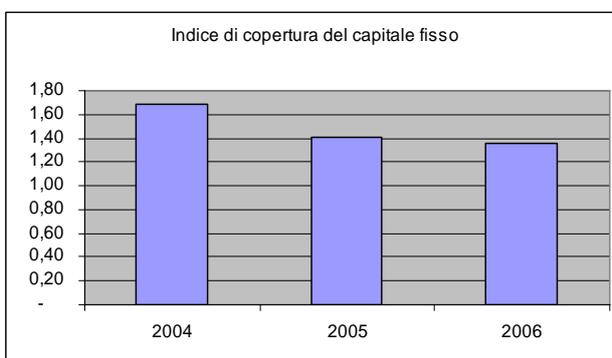
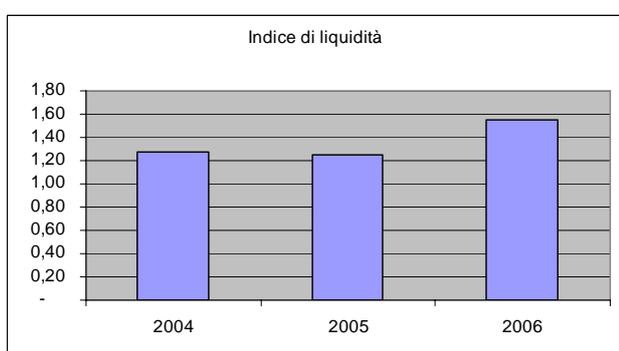
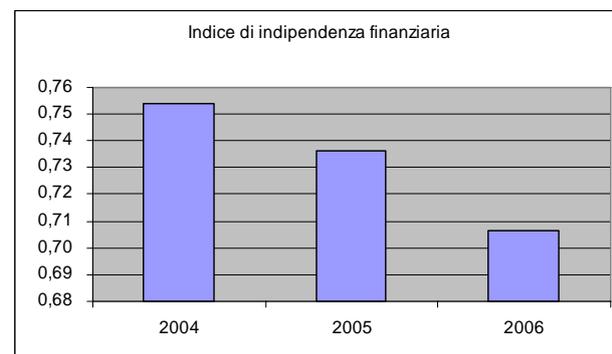
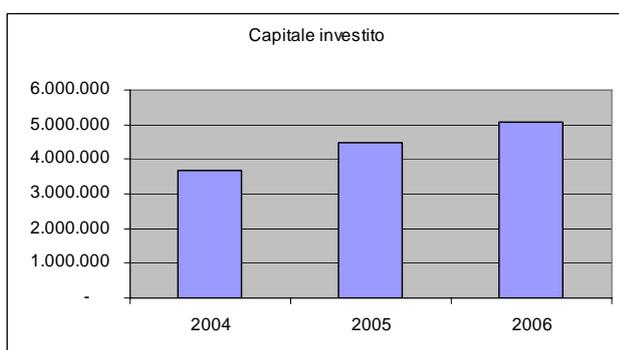
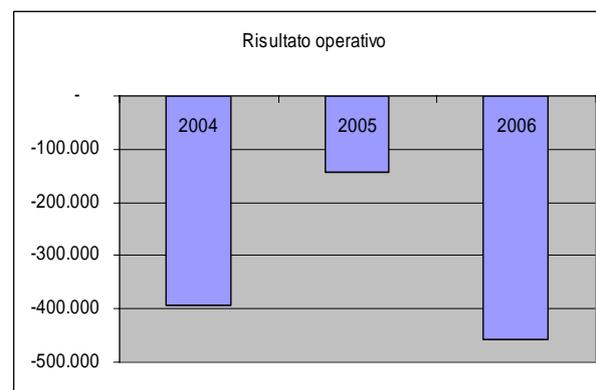
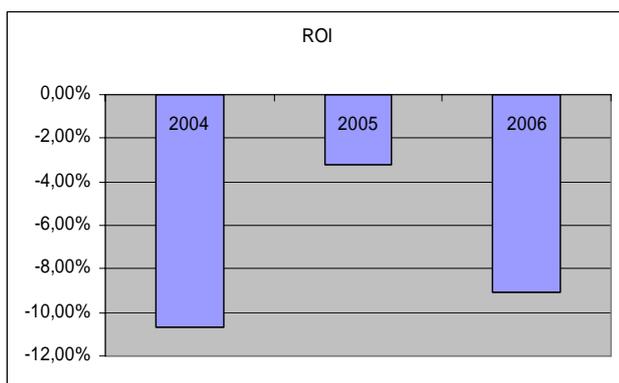
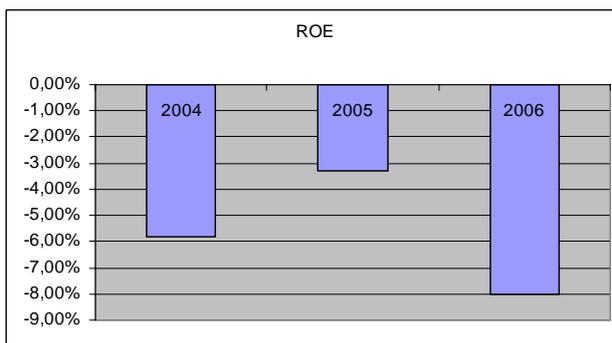
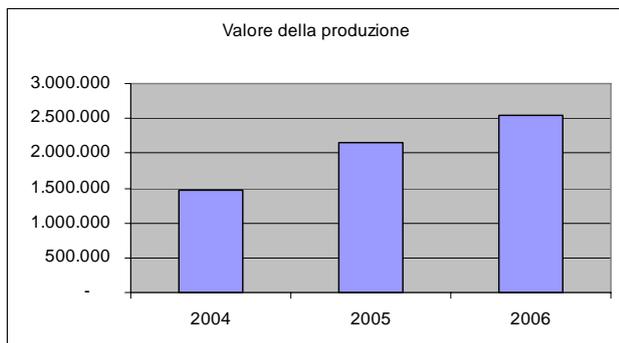


INDICATORI DI REDDITIVITA' (SITUAZIONE ECONOMICA)		2004	2005	2006
INDICI	FORMULE			
ROE	Utile d'esercizio/Patrimonio netto medio	-9,00%	-3,27%	-8,01%
ROI	Risultato oper./Capitale investito	-10,68%	-3,23%	-9,04%
ROA	Risul.operativo/Totale attivo	-6,79%	-2,51%	-8,25%
ROS (Return on sales)	Risult.operativo/Ricavi di vendita	-26,75%	-6,99%	-18,93%
Rotazione Capitale Investito	Ricavi di vendita/Capitale investito	0,40	0,46	0,48
Rotazione Circolante	Ricavi di vendita/Circolante	0,47	0,78	0,94
Rotazione Magazzino	Ricavi di vendita/Rimanenze		100,06	
Risultato operativo		- 393.429	- 144.649	- 457.916
Capitale investito		3.684.494	4.483.947	5.067.252
INDICATORI DI STRUTTURA E SITUAZIONE FINANZIARIA		2004	2005	2006
INDICI	FORMULE			
Autocopertura delle immobilizzazioni	Capitale Netto/Immobilizzazioni	1,63	1,37	1,31
Indice di indipendenza finanziaria	Capitale Netto/Totale attività	0,75	0,74	0,71
Indice di liquidità	Liquidità immediate + liquidità differite/Passivo Corrente	1,27	1,25	1,56
Margine di tesoreria	(Liquidità immediate + liquidità differite) - Passivo Corrente	345.327	348.741	825.090
Capitale Circolante Netto	Attivo Corrente - Passivo Corrente	1.845.327	1.268.435	1.074.178
Indice di disponibilità	Attivo Corrente / Passivo Corrente	2,45	1,92	1,72
Margine di struttura	Capitale netto - Immobilizzazioni	1.690.754	1.138.336	929.327
Indice di copertura del capitale fisso	(Passività consolidate + Capitale netto)/Immobilizzazioni	1,69	1,41	1,36

INDICATORI SPECIFICI		2004	2005	2006
INDICI	FORMULE			
Incidenza ricavi di vendita	Ricavi di vendita/ valore della produzione	1,00	0,96	0,95
Incidenza oneri finanziari	Oneri finanziari / Ricavi di vendita	0,00	0,00	0,00
Valore aggiunto	Valore della produzione - costi esterni	345.894	885.408	817.919
Incidenza valore aggiunto	Valore aggiunto/valore della produzione	0,23	0,41	0,32
MOL	Valore aggiunto - costo del personale	-316.320	83.786	-20.086
Incidenza MOL	MOL/valore della produzione	- 0,21	0,04	- 0,01

AMIAT TBD Srl	2004		2005		2006	
	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti
Immobilizzazioni immateriali	27.737	-	7.189	-	37.472	-
Immobilizzazioni materiali	2.561.825	-	378.898	-	-	252.220
Immobilizzazioni finanziarie	87.762	-	35.710	-	107.386	-
Immobilizzazioni nette						
Liquidità immediate	608.866	-	-	238.457	-	134.638
crediti verso clienti a bt	371.864	-	157.905	-	128.490	-
Crediti verso società del gruppo a bt	142.758	-	201.367	-	610.777	-
Crediti diversi	492.548	-	-	2.292	-	27.924
Disponibilità non liquide	-	-	20.676	-	-	20.676
Altri elementi dell'attivo circolante	1.500.000	-	-	600.982	-	649.930
Attivo corrente						
Capitale sociale	-	3.352.500	-	-	-	-
riserve	-	111.080	242.865	-	130.620	-
Utile d'esercizio	352.140	-	-	112.244	185.751	-
Patrimonio netto						
Fondi rischi oneri	-	58.544	47.001	-	11.543	-
Fondo TFR	-	96.029	-	22.527	-	26.295
Passività consolidate	-	-	-	-	-	-
Passivo consolidato						
Debiti verso banche a bt	-	-	-	-	-	-
Debiti vs soci e verso altri finanziatori a bt	-	-	-	-	-	-
Prestiti obbligazionari a bt	-	-	-	-	-	-
Debiti verso fornitori	-	704.382	219.945	-	-	74.323
Debiti verso società del gruppo a bt	-	222.056	185.828	-	-	7.541
Altre passività correnti	-	344.271	-	520.882	-	18.492
Passivo corrente						
TOTALE A PAREGGIO	6.145.500	4.888.862	1.497.384	1.497.384	1.212.039	1.212.039

FLUSSI DI LIQUIDITA'	2004		2005		2006	
	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti
Risultato netto		- 253.090		- 140.846		- 326.597
+ ammortamenti, aceti e svalutazioni		60.127		227.935		397.830
+ accantonamenti e svalutazioni		50.186		39.861		83.903
+ altri costi non monetari		-		- 20.676		20.676
- ricavi non monetari		-		-		-
Cash Flow		- 142.777		106.274		175.812
Variazione crediti	1.007.170	-	356.980	-	711.343	-
Variazione disponibilità non liquide	-	-	20.676	-	-	20.676
Variazione altri elementi dell'attivo circolante	1.500.000	-	-	600.982	-	649.930
Altre variazioni del circolante		-		20.676		- 20.676
Variazione elementi del passivo corrente	-	1.270.709	-	115.109	-	100.356
Totale liquidità variazione circolante netto	1.236.461	-	-	359.111	-	38.943
Investimenti/Disinvestimenti	2.677.324	- 60.127	421.797	- 227.935	144.858	- 145.610
Totale liquidità gestione investimenti	2.737.451	-	649.732	-	290.468	-
Variazione patrimonio netto	352.140	3.716.670	242.865	253.090	316.371	326.597
Totale liquidità da apporti/diminuzione patrimonio netto	-	3.364.530	-	10.225	-	10.226
Variazione debiti medio lungo e fondi	-	104.387	47.001	- 17.334	11.543	- 57.608
Totale liquidità gestione investimenti	-	104.387	64.335	-	69.151	-
Saldo finanziario	647.772	-	238.457	-	134.638	-
Variazione banche	608.866	-	-	238.457	-	134.638



2.9.3 GTT S.p.A

La struttura dell'attivo registra una significativa crescita del valore delle attività immobilizzate, ascrivibile in parte alle immobilizzazioni immateriali, passate da 49 milioni di euro del 2005 a 54 milioni nel 2006, ma soprattutto alle immobilizzazioni finanziarie, pari a 375 milioni nel 2005 ed a 421 nel 2006. Tale incremento è da imputare in primo luogo agli investimenti effettuati in relazione ai lavori in corso per la costruzione della Metropolitana Automatica di Torino, a fronte dei quali la società ha iscritto nell'attivo immobilizzato gli importi riferiti alla voce crediti verso il Comune di Torino, per le operazioni garantite da fondi deliberati dall'azionista. Risultano al contrario in lieve diminuzione le immobilizzazioni materiali, ridottesi da euro 443 milioni nel 2005 agli attuali euro 426 milioni, a fronte di ammortamenti pari ad euro 41 milioni di euro.

L'attivo immobilizzato (pari al 68% del totale dell'attivo) risulta sostanzialmente coperto dai capitali permanenti: il peso sul totale del passivo delle risorse stabilmente disponibili si attesta infatti sul valore di 67% nel 2006, in lieve aumento rispetto al dato del precedente esercizio (65%).

Il patrimonio netto rappresenta il 21% del totale del passivo, sostanzialmente invariato rispetto all'anno precedente.

Sotto il profilo finanziario le attività correnti appaiono sostanzialmente adeguate per una corretta copertura delle passività correnti. Pur senza variazioni significative a livello di condizioni di equilibrio finanziario, tuttavia, nel 2006, è possibile notare alcuni segnali di riequilibrio della struttura finanziaria nel suo complesso rispetto al 2005, testimoniato dal lieve miglioramento registrato sui principali indicatori. Il miglior grado di consolidamento del debito sul medio lungo termine, rispetto all'anno precedente, si riflette nei seguenti indicatori: l'indice di liquidità sale da 0,90 a 0,92; il margine di tesoreria migliora di circa 11 milioni di euro; l'indice di disponibilità evidenzia un miglioramento dal valore di 0,95 del 2005 allo 0,98 del 2006. Sostanzialmente invariato l'indice di autocopertura delle immobilizzazioni, in grado di misurare il livello di copertura che i mezzi propri garantiscono agli investimenti fissi (0,31 nel 2005, 0,30 nel 2006).

Il cash flow generato dalla gestione, seppur positivo, appare in contrazione rispetto all'esercizio precedente, consolidando così il trend negativo già evidenziato lo scorso anno. La capacità della gestione di generare flussi di cassa si è infatti progressivamente ridotta nel corso del triennio oggetto di osservazione, passando dai 28 milioni del 2004, attraverso i 26 milioni del 2005, sino ad arrivare ai 20 milioni del 2006.

Il significativo aumento dell'indebitamento bancario contratto a fronte degli ingenti investimenti realizzati nell'ultimo biennio, passato da 385 milioni di euro nel 2005 a 435 milioni nel 2006, appare tuttavia controbilanciato da crediti verso l'azionista, trattandosi di finanziamenti di operazioni garantite da fondi deliberati dal Comune di Torino ed iscritti nell'attivo di bilancio. La giacenza liquida emergente dal bilancio, e pari a 65 milioni di euro, pur se in contrazione rispetto all'anno precedente, suscita peraltro qualche domanda riguardo ai criteri di efficiente gestione del circolante, nell'ottica della minimizzazione degli oneri finanziari.

Il riflesso a conto economico appare evidente nell'andamento della voce oneri finanziari, in forte crescita nel corso del triennio considerato ai fini della presente analisi: 12.251.359 Euro nel 2004, 15.396.980 nel 2005 e 18.574.977 nel 2006. Il forte e crescente peso assunto dalla gestione finanziaria si risolve in una stagnazione delle condizioni di redditività, con l'utile netto che, pari a Euro 355.442, si mantiene sostanzialmente sui livelli dell'anno precedente, pur in presenza di margini e risultati operativi in crescita.

I ricavi delle vendite, pari a Euro 139.469.366, sono cresciuti del 14,75% rispetto al 2005. Il valore della produzione, che oltre ai ricavi comprende anche contributi e altri proventi non costituenti ricavi, risulta in crescita da 423.113.687 Euro a 468.251.809 Euro (+10,7%).

Per effetto della crescita dei ricavi, condizionati positivamente dagli eventi olimpici del febbraio 2006, il valore aggiunto, il margine operativo lordo ed il risultato operativo hanno registrato un miglioramento significativo in valore assoluto. Il risultato operativo, che – ricordiamo – nel 2002 registrava un segno negativo, ha confermato il trend di crescita che lo ha visto passare dal valore di circa 17 milioni di Euro del 2004, attraverso i 20 milioni del 2005, sino ad attestarsi ai 23 milioni di Euro nel 2006. Il margine operativo lordo è cresciuto da 69 milioni di Euro nel 2005 a 70 milioni nel 2006. La percentuale di incidenza dei ricavi di vendita sul valore della produzione, che oltre ai ricavi comprende i contributi e gli altri proventi non costituenti ricavi, si è mantenuta vicina al valore del 30%, evidenziando un lieve recupero rispetto al 2005. Il 2006 ripropone infatti il valore del 2004 pari al 29,77%, rispetto al 28,73% del 2005. La lettura di tale dato non può che essere positiva, in quanto evidenzia una maggior capacità aziendale di far fronte alle spese di gestione tramite i ricavi diretti di vendita, con un ricorso minore quindi ai trasferimenti basati su contributi pubblici.

I costi del personale, ancora elevati, hanno mantenuto una tendenza alla crescita in valore assoluto, da 213 milioni nel 2005 a 227 milioni nel 2006. Tuttavia, l'incremento del valore della produzione ha consentito di ridurre l'incidenza percentuale dal 50% al 49%. Peraltro, la riduzione percentuale del

costo del personale non si è tradotta in una miglior redditività, poiché la stessa appare ampiamente insufficiente a coprire la diminuzione percentuale del valore aggiunto sul valore della produzione, sceso dal 16,3% del 2005 al 14,9% del 2006. Emerge da questi dati l'impatto delle agevolazioni tariffarie concesse nel periodo febbraio-marzo 2006 in concomitanza con gli eventi olimpici, nonché l'effetto del maggior ricorso a servizi di aziende ed operatori esterni, in risposta alla straordinaria domanda di trasporti pubblici nel periodo olimpico.

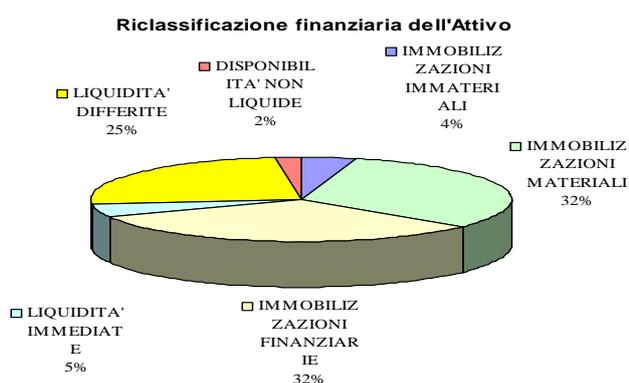
Nel periodo oggetto di osservazione l'Azienda ha ottenuto una redditività delle vendite, ROS, in linea con l'anno precedente e pari al 16,60%. Occorre sottolineare che tale indicatore assume una significatività via via inferiore quanto maggiore è il peso dei contributi e degli altri proventi non costituenti ricavi di vendita sul totale valore della produzione.

Peraltro, la buona tenuta delle condizioni generali di redditività operativa è confermata sia dal ROI (1,69% nel 2005, 1,84% nel 2006) sia dal ROA (1,57% nel 2005, 1,75% nel 2006) che, seppur posizionati su valori ridotti, possono essere giudicati positivamente nel loro trend dinamico.

Appare sostanzialmente invariata rispetto all'anno precedente, anche per effetto dei maggiori oneri finanziari che hanno neutralizzato i migliori risultati operativi, la redditività netta della gestione per gli azionisti, misurata dal ROE, passato da 0,10% nel 2005 a 0,13% nel 2006.

GTT S.p.A.	2004		2005		2006	
ATTIVO RICLASSIFICATO						
ATTIVO IMMOBILIZZATO	777.423.649	63,1%	866.999.587	66,9%	900.665.522	68,0%
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	46.020.217	3,7%	49.230.755	3,8%	53.687.178	4,1%
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	400.756.021	32,5%	443.186.110	34,2%	425.553.786	32,1%
IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	330.647.411	26,8%	374.582.722	28,9%	421.424.558	31,8%
ATTIVO CIRCOLANTE	454.860.323	36,9%	429.917.950	33,1%	423.718.853	32,0%
LIQUIDITA' IMMEDIATE	45.600.445	3,7%	91.321.169	7,0%	65.178.855	4,9%
LIQUIDITA' DIFFERITE	388.755.558	31,5%	317.132.832	24,5%	332.491.808	25,1%
DISPONIBILITA' NON LIQUIDE	20.434.320	1,7%	21.393.949	1,6%	25.978.190	2,0%
ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	70.000	0,0%	70.000	0,0%	70.000	0,0%
TOTALE ATTIVO	1.232.283.972	100,0%	1.296.917.537	100,0%	1.324.384.375	100,0%
PASSIVO RICLASSIFICATO						
MEZZI PROPRI	272.529.788	22,1%	272.792.508	21,0%	273.147.948	20,6%
PASSIVO CONSOLIDATO	520.286.855	42,2%	571.226.700	44,0%	620.497.654	46,9%
PASSIVO CORRENTE	439.467.329	35,7%	452.898.329	34,9%	430.738.773	32,5%
TOTALE PASSIVO E MEZZI PROPRI	1.232.283.972	100,0%	1.296.917.537	100,0%	1.324.384.375	100,0%

GTT S.p.A.	2004		2005		2006	
CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO						
VALORE DELLA PRODUZIONE	395.758.723	100,0%	423.113.687	100,0%	468.251.809	100,0%
COSTI ESTERNI	135.965.793	34,4%	141.529.813	33,4%	170.967.599	36,5%
VALORE AGGIUNTO	259.792.930	65,6%	281.583.874	66,6%	297.284.210	63,5%
COSTO DEL LAVORO	202.434.026	51,2%	212.803.103	50,3%	227.292.658	48,5%
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	57.358.904	14,5%	68.780.771	16,3%	69.991.552	14,9%
AMMORTAMENTI, SVALUTAZIONI E ACC.TI	40.462.370	10,2%	48.456.801	11,5%	46.832.828	10,0%
RISULTATO OPERATIVO	16.896.534	4,3%	20.323.970	4,8%	23.158.724	4,9%
GESTIONE FINANZIARIA	- 10.594.349	-2,7%	- 13.133.227	-3,1%	- 16.734.455	-3,6%
RISULTATI ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
GESTIONE STRAORDINARIA	2.017.235	0,5%	755.060	0,2%	2.073.322	0,4%
GESTIONE TRIBUTARIA	8.069.159	2,0%	7.683.084	1,8%	8.142.149	1,7%
RISULTATO NETTO	250.261,00	0,1%	262.719,00	0,1%	355.442,00	0,1%

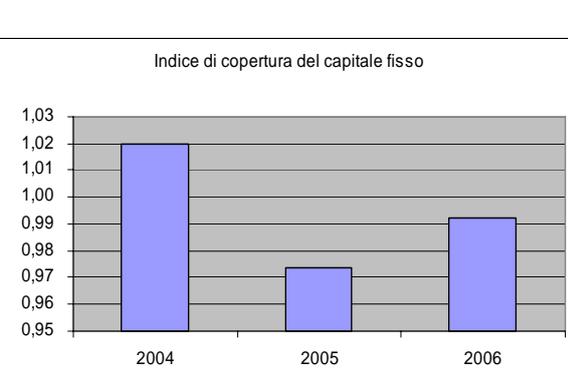
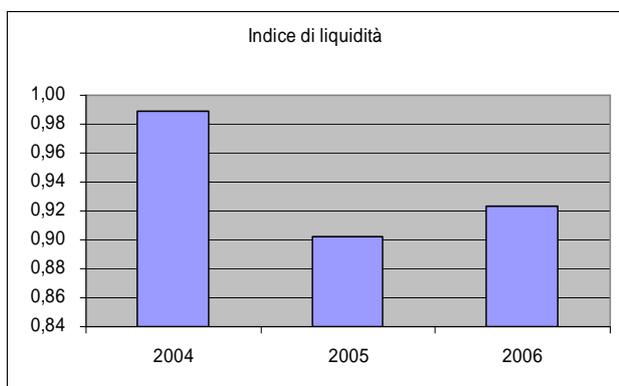
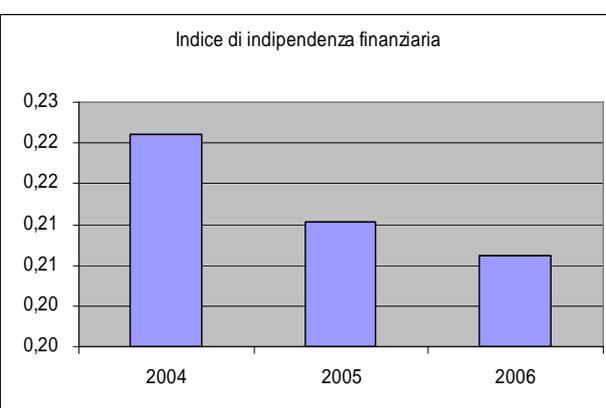
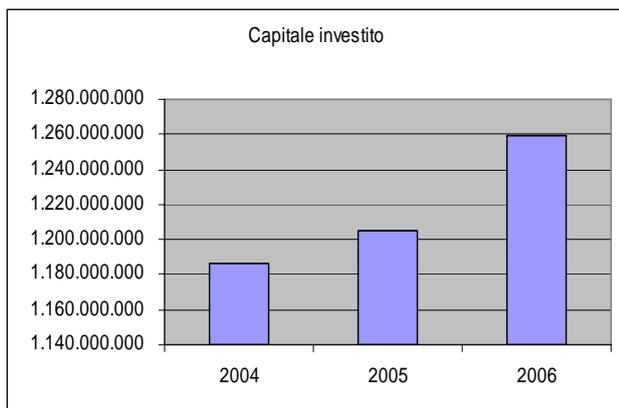
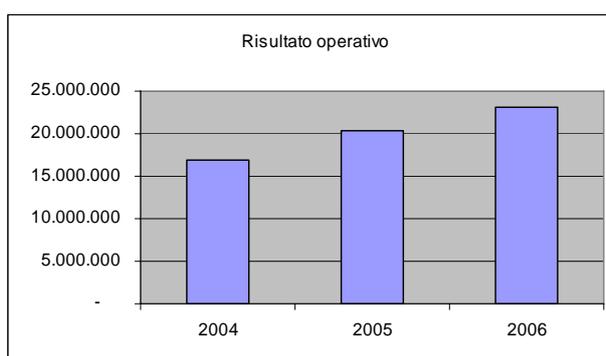
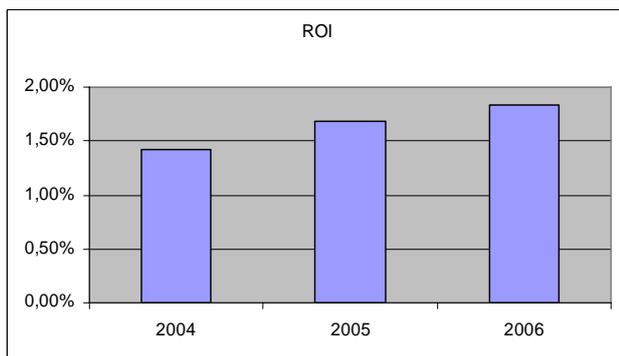
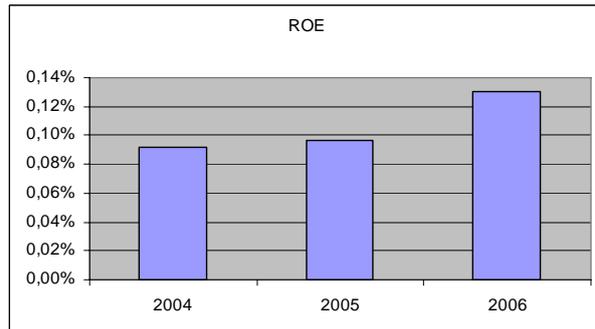
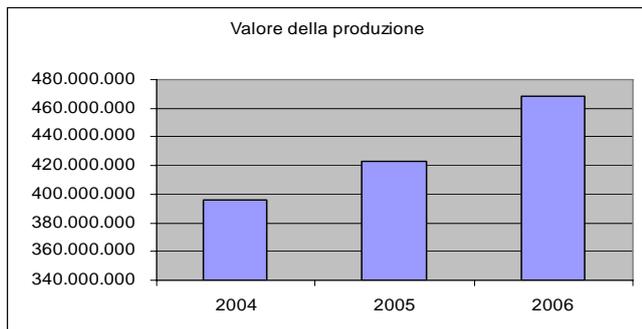


INDICATORI DI REDDITIVITA' (SITUAZIONE ECONOMICA)		2004	2005	2006
INDICI	FORMULE			
ROE	Utile d'esercizio/Patrimonio netto medio	0,09%	0,10%	0,13%
ROI	Risultato oper./Capitale investito	1,42%	1,69%	1,84%
ROA	Risul.operativo/Totale attivo	1,37%	1,57%	1,75%
ROS (Return on sales)	Risult.operativo/Ricavi di vendita	14,34%	16,72%	16,60%
Rotazione Capitale Investito	Ricavi di vendita/Capitale investito	0,10	0,10	0,11
Rotazione Circolante	Ricavi di vendita/Circolante	0,26	0,28	0,33
Rotazione Magazzino	Ricavi di vendita/Rimanenze	5,76	5,68	5,37
Risultato operativo		16.896.534	20.323.970	23.158.724
Capitale investito		1.186.613.527	1.205.526.368	1.259.135.520
INDICATORI DI STRUTTURA E SITUAZIONE FINANZIARIA		2004	2005	2006
INDICI	FORMULE			
Autocopertura delle immobilizzazioni	Capitale Netto/Immobilizzazioni	0,35	0,31	0,30
Indice di indipendenza finanziaria	Capitale Netto/Totale attività	0,22	0,21	0,21
Indice di liquidità	Liquidità immediate + liquidità differite/Passivo Corrente	0,99	0,90	0,92
Margine di tesoreria	(Liquidità immediate + liquidità differite) - Passivo Corrente	-5.111.326	-44.444.328	-33.068.110
Capitale Circolante Netto	Attivo Corrente - Passivo Corrente	15.392.994	-22.980.379	-7.019.920
Indice di disponibilità	Attivo Corrente / Passivo Corrente	1,04	0,95	0,98
Margine di struttura	Capitale netto - Immobilizzazioni	-504.893.861	-594.207.079	-627.517.574
Indice di copertura del capitale fisso	(Passività consolidate + Capitale netto)/Immobilizzazioni	1,02	0,97	0,99

INDICATORI SPECIFICI		2004	2005	2006
INDICI	FORMULE			
Incidenza ricavi di vendita	Ricavi di vendita/ valore della produzione	0,30	0,29	0,30
Incidenza oneri finanziari	Oneri finanziari / Ricavi di vendita	0,10	0,13	0,13
Valore aggiunto	Valore della produzione - costi esterni	259.792.930	281.583.874	297.284.210
Incidenza valore aggiunto	Valore aggiunto/valore della produzione	0,66	0,67	0,63
MOL	Valore aggiunto - costo del personale	57.358.904	68.780.771	69.991.552
Incidenza MOL	MOL/valore della produzione	0,14	0,16	0,15

GTT S.p.A.	2004		2005		2006	
	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti
Immobilizzazioni immateriali	39.647.658	-	3.210.538	-	4.456.423	-
Immobilizzazioni materiali	-	85.327.597	42.430.089	-	-	17.632.324
Immobilizzazioni finanziarie	201.107.016	-	43.935.311	-	46.841.836	-
Immobilizzazioni nette						
Liquidità immediate	14.720.269	-	45.720.724	-	-	26.142.314
crediti verso clienti a bt	-	69.312.563	2.069.500	-	8.130.340	-
Crediti verso società del gruppo a bt	99.824.430	-	-	31.789.364	5.313.051	-
Crediti diversi	-	22.336.456	-	41.902.862	1.915.585	-
Disponibilità non liquide	-	1.736.605	959.629	-	4.584.241	-
Altri elementi dell'attivo circolante	-	-	-	-	-	-
Attivo corrente						
Capitale sociale	-	-	-	-	-	-
riserve	-	1.448.506	-	250.262	-	262.717
Utile d'esercizio	567.229	-	-	12.458	-	92.723
Patrimonio netto						
Fondi rischi oneri	-	41.566.536	-	855.362	-	4.391.213
Fondo TFR	-	6.281.049	-	5.209.705	648.375	-
Passività consolidate	-	198.984.499	-	44.874.778	-	45.528.116
Passivo consolidato						
Debiti verso banche a bt	-	-	-	19.886.989	-	4.782.334
Debiti vs soci e verso altri finanziatori a bt	-	161.593	-	56.634	2.867.651	-
Prestiti obbligazionari a bt	-	-	-	-	-	-
Debiti verso fornitori	3.517.253	-	-	22.145.259	39.298.374	-
Debiti verso società del gruppo a bt	3.992.127	-	-	13.295.394	-	25.484.735
Altre passività correnti	63.779.422	-	41.953.276	-	10.260.600	-
Passivo corrente						
TOTALE A PAREGGIO	427.155.404	427.155.404	180.279.067	180.279.067	124.316.476	124.316.476

FLUSSI DI LIQUIDITA'	2004		2005		2006	
	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti
Risultato netto		250.261		262.719		355.442
+ ammortamenti, aceti e svalutazioni		39.230.543		45.551.167		45.447.330
+ accantonamenti e svalutazioni		13.509.672		16.120.403		14.256.112
+ altri costi non monetari		- 159.108		- 1.365.120		- 4.617.059
- ricavi non monetari		- 24.621.474		- 34.906.389		- 35.200.193
Cash Flow		28.209.894		25.662.780		20.241.632
Variazione crediti	8.175.411	-	-	71.622.726	15.358.976	-
Variazione disponibilità non liquide	-	1.736.605	959.629	-	4.584.241	-
Variazione altri elementi dell'attivo circolante	-	-	-	-	-	-
Altre variazioni del circolante		24.780.582		36.271.509		39.817.252
Variazione elementi del passivo corrente	71.127.209	-	6.455.989	-	26.941.890	-
Totale liquidità variazione circolante netto	52.785.433	-	-	100.478.617	7.067.855	-
Investimenti/Disinvestimenti	240.754.674	46.097.054	89.575.938	- 45.551.167	51.298.259	-27.815.006
Totale liquidità gestione investimenti	194.657.620	-	135.127.105	-	79.113.265	-
Variazione patrimonio netto	567.229	1.198.245	-	1	-	- 2
Totale liquidità da apporti/diminuzione patrimonio netto	-	631.016	-	1	2	-
Variazione debiti medio lungo e fondi	-	233.322.412	-	34.819.442	648.375	35.663.217
Totale liquidità gestione investimenti	-	233.322.412	-	34.819.442	-	35.014.842
Saldo finanziario	-	14.720.269	-	25.833.735	30.924.648	-
Variazione banche	14.720.269	-	25.833.735	-	-	30.924.648



	GTT S.p.A.		ATAF S.p.A.		ATC BOLOGNA S.p.A.		ATM MILANO S.p.A.	
ATTIVO RICLASSIFICATO								
ATTIVO IMMOBILIZZATO	900.665.522	68,0%	104.953.113	61,0%	81.082.577	37,3%	1.310.140.069	66,8%
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	53.687.178	4,1%	475.669	0,3%	516.264	0,2%	5.746.368	0,3%
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	425.553.786	32,1%	73.365.725	42,6%	72.079.444	33,1%	1.167.417.920	59,5%
IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	421.424.558	31,8%	31.111.719	18,1%	8.486.869	3,9%	136.975.781	7,0%
ATTIVO CIRCOLANTE	423.718.853	32,0%	67.132.765	39,0%	136.495.852	62,7%	652.179.412	33,2%
LIQUIDITA' IMMEDIATE	65.178.855	4,9%	1.782.530	1,0%	69.730.972	32,0%	7.289.911	0,4%
LIQUIDITA' DIFFERITE	332.491.808	25,1%	20.654.369	12,0%	61.088.023	28,1%	181.201.472	9,2%
DISPONIBILITA' NON LIQUIDE	25.978.190	2,0%	44.595.866	25,9%	5.676.857	2,6%	70.841.083	3,6%
ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	70.000	0,0%	100.000	0,1%	0	0,0%	392.846.946	20,0%
TOTALE ATTIVO	1.324.384.375	100,0%	172.085.878	100,0%	217.578.429	100,0%	1.962.319.481	100,0%
PASSIVO RICLASSIFICATO								
MEZZI PROPRI	273.147.948	20,6%	31.902.387	18,5%	50.890.325	23,4%	1.010.613.628	51,5%
PASSIVO CONSOLIDATO	620.497.654	46,9%	109.919.935	63,9%	55.480.638	25,5%	525.025.787	26,8%
PASSIVO CORRENTE	430.738.773	32,5%	30.263.556	17,6%	111.207.466	51,1%	426.680.066	21,7%
TOTALE PASSIVO E MEZZI PROPRI	1.324.384.375	100,0%	172.085.878	100,0%	217.578.429	100,0%	1.962.319.481	100,0%

	GTT S.p.A.		ATAF S.p.A.		ATC BOLOGNA S.p.A.		ATM MILANO S.p.A.	
CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO								
VALORE DELLA PRODUZIONE	468.251.809	100,0%	114.187.645	100,0%	165.440.008	100,0%	726.815.559	100,0%
COSTI ESTERNI	170.967.599	36,5%	49.335.318	43,2%	72.012.643	43,5%	270.077.018	37,2%
VALORE AGGIUNTO	297.284.210	63,5%	64.852.327	56,8%	93.427.365	56,5%	456.738.541	62,8%
COSTO DEL LAVORO	227.292.658	48,5%	59.000.710	51,7%	72.421.884	43,8%	384.356.516	52,9%
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	69.991.552	14,9%	5.851.617	5,1%	21.005.481	12,7%	72.382.025	10,0%
AMMORTAMENTI, SVALUTAZIONI E ACC.TI	46.832.828	10,0%	10.252.639	9,0%	22.131.801	13,4%	79.594.938	11,0%
RISULTATO OPERATIVO	23.158.724	4,9%	- 4.401.022	-3,9%	- 1.126.320	-0,7%	- 7.212.913	-1,0%
GESTIONE FINANZIARIA	- 16.734.455	-3,6%	169.067	0,1%	1.664.876	1,0%	1.699.660	0,2%
RISULTATI ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	-	0,0%	-	0,0%	17.921	0,0%	11.517.589	1,6%
GESTIONE STRAORDINARIA	2.073.322	0,4%	494.391	0,4%	4.111.622	2,5%	4.746.615	0,7%
GESTIONE TRIBUTARIA	8.142.149	1,7%	2.058.943	1,8%	4.300.000	2,6%	7.500.000	1,0%
RISULTATO NETTO	355.442,00	0,1%	- 5.796.507,00	-5,1%	368.099,00	0,2%	3.250.951,00	0,4%

INDICATORI DI REDDITIVITA' (SITUAZIONE ECONOMICA)		GTT S.p.A.	ATAF S.p.A.	ATC BOLOGNA S.P.A.	ATM MILANO S.p.A.
INDICI	FORMULE				
ROE	Utile d'esercizio/Patrimonio netto medio	0,13%	-25,14%	0,73%	0,32%
ROI	Risultato oper./Capitale investito	1,84%	-2,59%	-0,76%	-0,46%
ROA	Risul.operativo/Totale attivo	1,75%	-2,56%	-0,52%	-0,37%
ROS (Return on sales)	Risult.operativo/Ricavi di vendita	16,60%	-6,05%	-1,96%	-2,43%
Rotazione Capitale Investito	Ricavi di vendita/Capitale investito	0,11	0,43	0,39	0,19
Rotazione Circolante	Ricavi di vendita/Circolante	0,33	1,08	0,42	0,46
Rotazione Magazzino	Ricavi di vendita/Rimanenze	5,37	1,63	10,13	4,19
Risultato operativo		23.158.724	- 4.401.022	- 1.126.320	- 7.212.913
Capitale investito	Capitale investito totale - capitale investito atipico - liquidità	1.259.135.520	170.203.348	147.847.457	1.562.182.624

INDICATORI DI STRUTTURA E SITUAZIONE FINANZIARIA		GTT S.p.A.	ATAF S.p.A.	ATC BOLOGNA S.P.A.	ATM MILANO S.p.A.
Autocopertura delle immobilizzazioni	Capitale Netto/Immobilizzazioni	0,30	0,30	0,63	0,77
Indice di indipendenza finanziaria	Capitale Netto/Totale attività	0,21	0,19	0,23	0,52
Indice di liquidità	Liquidità immediate + liquidità differite/Passivo Corrente	0,92	0,74	1,18	0,44
Margine di tesoreria	(Liquidità immediate + liquidità differite) - Passivo Corrente	-33.068.110	-7.826.657	19.611.529	-238.188.683
Capitale Circolante Netto	Attivo Corrente - Passivo Corrente	-7.019.920	36.869.209	25.288.386	225.499.346
Indice di disponibilità	Attivo Corrente / Passivo Corrente	0,98	2,22	1,23	1,53
Margine di struttura	Capitale netto - Immobilizzazioni	-627.517.574	-73.050.726	-30.192.252	-299.526.441
Indice di copertura del capitale fisso	(Passività consolidate + Capitale netto)/Immobilizzazioni	0,99	1,35	1,31	1,17
INDICATORI SPECIFICI		GTT S.p.A.	ATAF S.p.A.	ATC BOLOGNA S.P.A.	ATM MILANO S.p.A.
Incidenza ricavi di vendita	Ricavi di vendita/ valore della produzione	0,30	0,64	0,35	0,41
Incidenza oneri finanziari	Oneri finanziari / Ricavi di vendita	0,13	0,00	0,00	0,01
Valore aggiunto	Valore della produzione - costi esterni	297.284.210	64.852.327	93.427.365	456.738.541
Incidenza valore aggiunto	Valore aggiunto/valore della produzione	0,63	0,57	0,56	0,63
MOL	Valore aggiunto - costo del personale	69.991.552	5.851.617	21.005.481	72.382.025
Incidenza MOL	MOL/valore della produzione	0,15	0,05	0,13	0,10

2.9.4 SMAT S.p.A.

La struttura dell'attivo registra una significativa crescita in valore assoluto delle attività immobilizzate, che dal valore di euro 432.558.945 nel 2005 hanno raggiunto i 463.768.736, ma la percentuale sul totale attivo, pari al 70%, si mantiene in linea con la situazione precedente, a causa di un corrispondente incremento registrato dalle diverse componenti del circolante: crediti e disponibilità liquide.

L'incremento del valore delle immobilizzazioni è dovuto non tanto ad operazioni di investimento tecnico in impianti o attrezzature, quanto piuttosto al notevole incremento registrato nelle immobilizzazioni immateriali. In particolare, nelle immobilizzazioni immateriali trovano rappresentazione maggiori investimenti netti per oltre 33 milioni di euro costituenti migliorie su beni di terzi, che includono i costi sostenuti per il potenziamento dei beni ricevuti dalla Città di Torino, nonché migliorie agli impianti dei sistemi idrici foranei affidati in gestione diretta alla società. La voce immobilizzazione immateriali conferma pertanto il trend di crescita già evidenziato nel precedente esercizio (111 milioni nel 2004, 144 milioni nel 2005, 181 milioni nel 2006).

Sostanzialmente stabili le immobilizzazioni materiali, ridottesi da 247 milioni a 240 milioni per effetto degli ammortamenti stanziati (21 milioni) a fronte di nuovi investimenti per 15 milioni. Non hanno registrato variazioni di rilievo le immobilizzazioni finanziarie, dopo l'importante operazione condotta nel 2005 per l'acquisizione, in controllo paritetico con la ex AMGA, del 43,99% del capitale della società Acque Potabili Spa, con un investimento complessivo di oltre 36 milioni di euro.

L'attivo immobilizzato risulta adeguatamente coperto dai capitali permanenti. Coerentemente con la struttura dell'attivo, il peso sul totale del passivo delle risorse stabilmente disponibili arriva al 71,5%, e questo grazie al buon grado di patrimonializzazione della società.

Il patrimonio netto si mantiene stabile rispetto all'anno precedente in valore assoluto, 355 milioni di euro, e rappresenta infatti il 53,7% del totale del passivo, pur se con un trend percentualmente in diminuzione rispetto all'anno precedente, quando pesava per il 57,2%.

Questo significa, in altri termini, che gli sforzi di investimento effettuati nel corso del 2006 sono stati sostenuti attivando prevalentemente fonti di finanziamento esterne. Infatti, il passivo consolidato, che accoglie in particolare i debiti a medio lungo termine verso le banche, cresce in misura corrispondente agli investimenti iscritti nelle migliorie su beni di terzi sopra evidenziati, passando da 90 milioni di euro, 15% del totale passivo, nel 2005 a 117 milioni nel 2006, che rappresentano il 18% del totale del passivo. Il ricorso a fonti di finanziamento a lungo termine per sostenere gli investimenti in corso di

realizzazione consente di mantenere correttamente equilibrata la struttura del passivo, che riesce ad assorbire senza traumi o sbilanciamenti eccessivi l'ingente sforzo in atto.

Sotto il profilo finanziario le attività correnti appaiono assolutamente adeguate per la copertura delle passività correnti. Pur senza variazioni significative a livello di condizioni di equilibrio finanziario, tuttavia nell'esercizio 2005 emergono alcuni segnali di lieve indebolimento della struttura finanziaria. Infatti, gli investimenti operativi effettuati nel corso del triennio, unitamente al significativo ingresso nel capitale della società Acque Potabili spa realizzato nel 2005, finanziati mediante il ricorso a fonti esterne, pur se correttamente attivate per quanto riguarda il profilo temporale, hanno lasciato chiari segni nella struttura di equilibrio finanziario: l'indice di indipendenza finanziaria scende dallo 0,57 del 2005 allo 0,54 del 2006. Nello stesso periodo anche l'indice di autocopertura delle immobilizzazioni, che misura la quota degli investimenti immobilizzati finanziata da capitale proprio, si è ridotta da 0,82 a 0,76. E' il margine di struttura ad evidenziare, in termini questa volta assoluti, la maggior esposizione debitoria conseguente agli investimenti effettuati: tale margine, che esprime la quota delle immobilizzazioni non coperta da capitali propri ma mediante il ricorso a fonti esterne, è cresciuta nel corso del triennio dal valore di 21 milioni di euro nel 2004, a 79 milioni nel 2005, per giungere a 109 nel 2006.

Sostanzialmente stabili appaiono invece gli indicatori finanziari di breve periodo (indice di liquidità, indice di disponibilità) a conferma di un corretto bilanciamento tra fonti di finanziamento a breve ed a medio lungo.

Gli oneri finanziari, per effetto del maggior indebitamento oneroso e della dinamica negativa dei tassi di interesse, aumentano dal valore di 2.038.228 Euro sino all'attuale 2.708.206 Euro, pur mantenendo su valori ancora assolutamente accettabili il peso della gestione finanziaria: l'incidenza degli oneri finanziari sui ricavi di vendita si mantiene costante intorno all'1% (1,07% nel 2005, 1,32% nel 2006). I ricavi delle vendite crescono significativamente del 7,66%, portando il valore della vendite dai 190 milioni del 2005 ai 204 milioni del 2006. Questo rilevante aumento di operatività non si è tuttavia tradotto in un miglioramento generale dei risultati reddituali.

La crescita dei volumi di attività è stata affrontata dalla società con il ricorso a maggiori servizi esterni che, insieme ad un aumento del peso degli ammortamenti, hanno lievemente indebolito la capacità reddituale dell'azienda. Il valore aggiunto, in termini percentuali sul valore della produzione, scende infatti dal 40% nel 2005 al 37% nel 2006, testimone del maggior peso assunto dai costi per servizi esterni. Il costo del personale, pur se in aumento in termini assoluti (39 milioni nel 2005, 42

nel 2006) manifesta una dinamica inferiore rispetto alla crescita dei ricavi e consente pertanto di limitare la perdita di redditività a livello di Margine Operativo Lordo, mantenutosi sul livello dell'anno precedente, pari a 43 milioni di euro.

E' nel passaggio dal Margine Operativo Lordo al Risultato Operativo che emerge l'impatto dei maggiori ammortamenti, conseguenti ai notevoli investimenti effettuati. I maggiori ammortamenti del 2006, 36 milioni di euro, rispetto al valore dell'anno precedente – 34 milioni – contribuiscono pertanto al minor Risultato Operativo generato nel corso dell'esercizio 2006, attestatosi a 7,3 milioni di euro, in contrazione rispetto agli 8,8 milioni dell'anno precedente. L'erosione delle condizioni di redditività appare ancora più evidente se osservata sotto il profilo percentuale: l'incidenza del Risultato Operativo sul Valore della produzione si inserisce infatti in un trend negativo, nel corso del triennio di osservazione: si parte infatti dal 4,6% del 2004, ridotto al 4,3% del 2005, per giungere al 3,2% del 2006.

Il maggior peso, infine, assunto dagli oneri finanziari, contribuisce da parte sua al risultato netto dell'esercizio, in significativa flessione rispetto al valore dell'anno precedente: 957.636 Euro contro i 1.956.407 Euro del 2005.

Nel periodo di osservazione tutti i principali indicatori di redditività manifestano una tendenza coerente con quanto appena posto in evidenza: la redditività delle vendite (ROS) parte da un 5,17% nel 2004, flette al 4,66% nel 2005 e si riduce ulteriormente al 3,59% nel 2006.

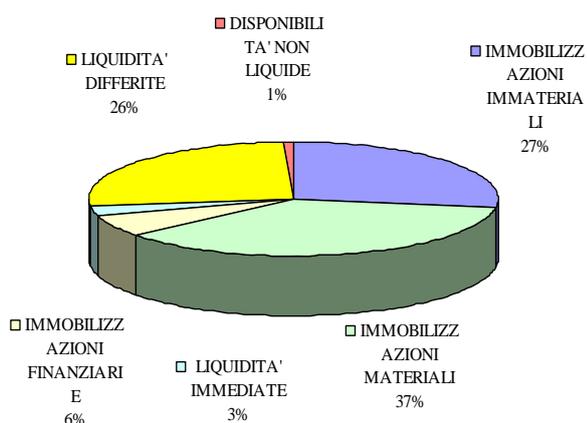
La medesima dinamica hanno manifestato gli altri indici di redditività operativa, ROI e ROA, attestatisi rispettivamente sui valori di 1,14% (era 1,46%) e di 1,11% (contro il precedente 1,43%). Tali indicatori sono testimoni di una ancor insoddisfacente capacità reddituale.

La scarsa redditività operativa, unita alla rilevante presenza di mezzi propri chiamati a finanziare l'attività aziendale, conduce ad una ridotta remunerazione del capitale investito dagli azionisti col vincolo del pieno rischio, espressa dal ROE e pari allo 0,27%.

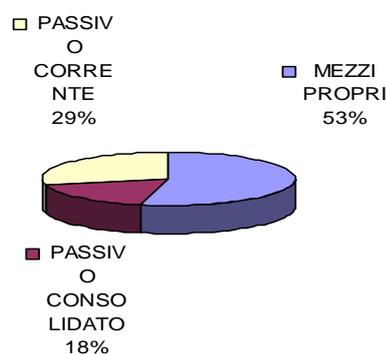
SMAT S.p.A.	2004		2005		2006	
ATTIVO RICLASSIFICATO						
ATTIVO IMMOBILIZZATO	372.941.957	68,1%	432.558.945	70,0%	463.768.736	70,2%
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	111.289.032	20,3%	144.189.970	23,3%	180.986.841	27,4%
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	257.045.502	47,0%	247.096.275	40,0%	240.846.185	36,5%
IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	4.607.423	0,8%	41.272.700	6,7%	41.935.710	6,3%
ATTIVO CIRCOLANTE	174.468.906	31,9%	185.509.652	30,0%	196.636.524	29,8%
LIQUIDITA' IMMEDIATE	9.708.301	1,8%	9.212.046	1,5%	17.134.302	2,6%
LIQUIDITA' DIFFERITE	158.022.388	28,9%	169.977.549	27,5%	173.008.232	26,2%
DISPONIBILITA' NON LIQUIDE	6.226.981	1,1%	5.813.718	0,9%	5.988.434	0,9%
ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	511.236	0,1%	506.339	0,1%	505.556	0,1%
TOTALE ATTIVO	547.410.863	100,0%	618.068.597	100,0%	660.405.260	100,0%
PASSIVO RICLASSIFICATO						
MEZZI PROPRI	351.748.297	64,3%	353.704.703	57,2%	354.662.338	53,7%
PASSIVO CONSOLIDATO	60.368.966	11,0%	90.466.447	14,6%	117.289.886	17,8%
PASSIVO CORRENTE	135.293.600	24,7%	173.897.447	28,1%	188.453.036	28,5%
TOTALE PASSIVO E MEZZI PROPRI	547.410.863	100,0%	618.068.597	100,0%	660.405.260	100,0%

SMAT S.p.A.	2004		2005		2006	
CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO						
VALORE DELLA PRODUZIONE	203.518.760	100,0%	205.599.877	100,0%	228.872.912	100,0%
COSTI ESTERNI	115.566.908	56,8%	123.303.917	60,0%	143.814.848	62,8%
VALORE AGGIUNTO	87.951.852	43,2%	82.295.960	40,0%	85.058.064	37,2%
COSTO DEL LAVORO	37.919.025	18,6%	38.940.824	18,9%	41.670.512	18,2%
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	50.032.827	24,6%	43.355.136	21,1%	43.387.552	19,0%
AMMORTAMENTI, SVALUTAZIONI E ACC.TI	40.666.354	20,0%	34.499.272	16,8%	36.045.671	15,7%
RISULTATO OPERATIVO	9.366.473	4,6%	8.855.864	4,3%	7.341.881	3,2%
GESTIONE FINANZIARIA	- 838.344	-0,4%	- 1.742.004	-0,8%	- 2.066.133	-0,9%
RISULTATI ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
GESTIONE STRAORDINARIA	- 611.719	-0,3%	59.222	0,0%	- 37.083	0,0%
GESTIONE TRIBUTARIA	5.748.154	2,8%	5.216.675	2,5%	4.281.029	1,9%
RISULTATO NETTO	2.168.256,00	1,1%	1.956.407,00	1,0%	957.636,00	0,4%

Riclassificazione finanziaria dell'Attivo



Riclassificazione finanziaria del Passivo

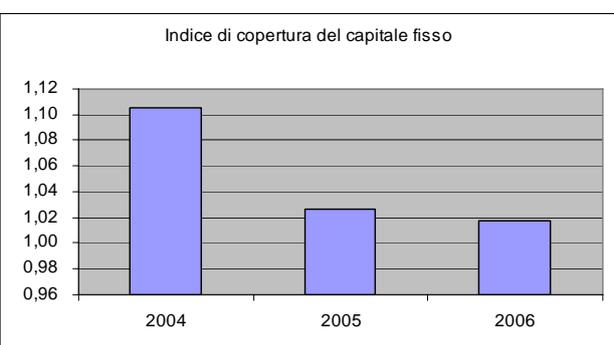
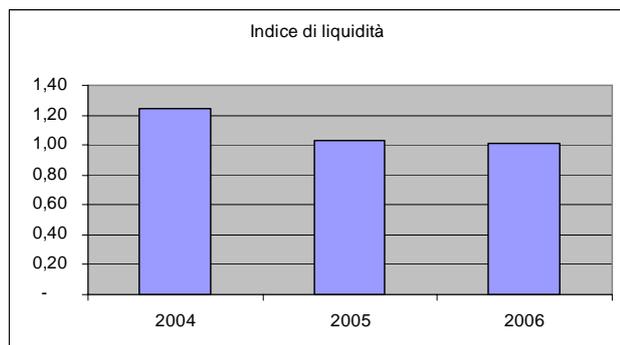
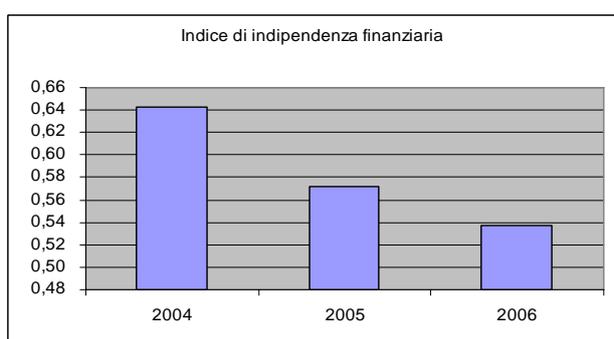
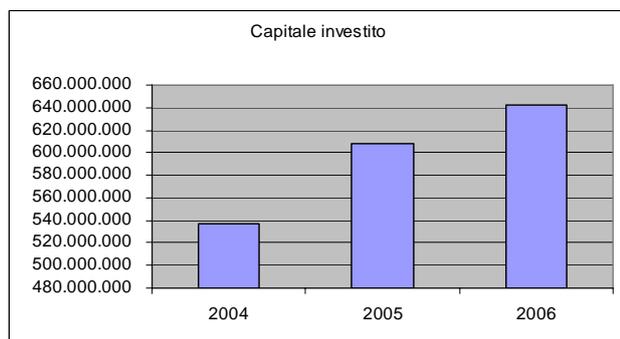
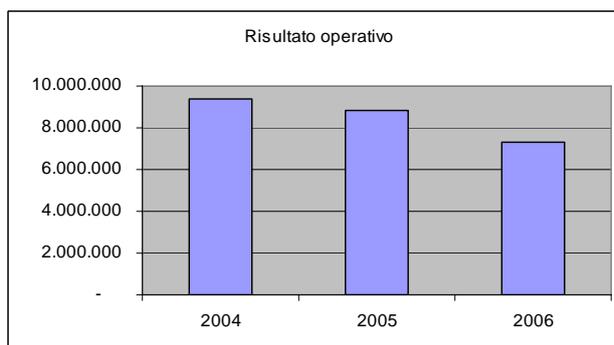
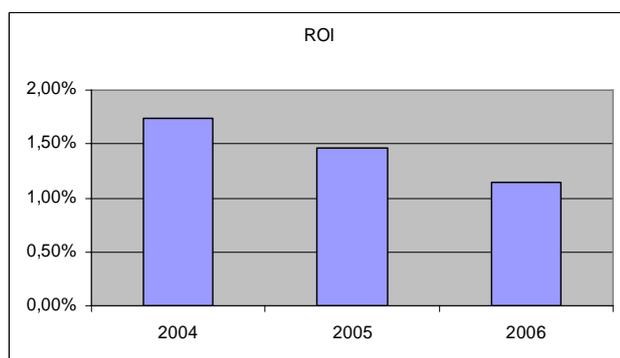
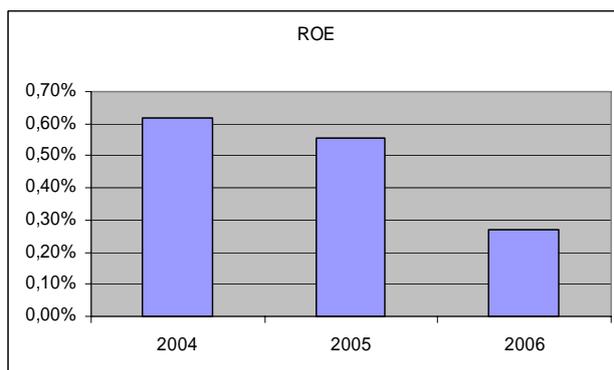
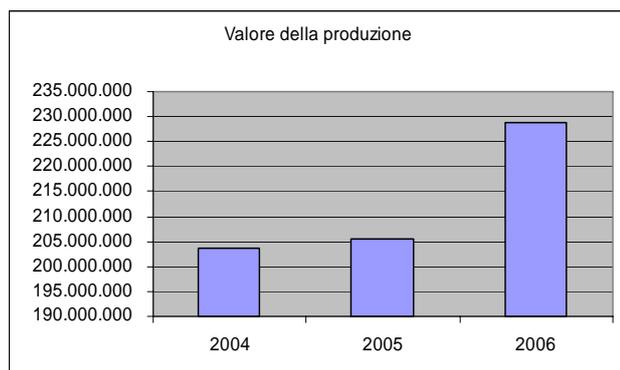


INDICATORI DI REDDITIVITA' (SITUAZIONE ECONOMICA)		2004	2005	2006
INDICI	FORMULE			
ROE	Utile d'esercizio/Patrimonio netto medio	0,62%	0,55%	0,27%
ROI	Risultato oper./Capitale investito	1,74%	1,46%	1,14%
ROA	Risul.operativo/Totale attivo	1,71%	1,43%	1,11%
ROS (Return on sales)	Risult.operativo/Ricavi di vendita	5,17%	4,66%	3,59%
Rotazione Capitale Investito	Ricavi di vendita/Capitale investito	0,34	0,31	0,32
Rotazione Circolante	Ricavi di vendita/Circolante	1,04	1,02	1,04
Rotazione Magazzino	Ricavi di vendita/Rimanenze	29,08	32,66	34,14
Risultato operativo		9.366.473	8.855.864	7.341.881
Capitale investito		537.191.326	608.350.212	642.765.402
INDICATORI DI STRUTTURA E SITUAZIONE FINANZIARIA		2004	2005	2006
INDICI	FORMULE			
Autocopertura delle immobilizzazioni	Capitale Netto/Immobilizzazioni	0,94	0,82	0,76
Indice di indipendenza finanziaria	Capitale Netto/Totale attività	0,64	0,57	0,54
Indice di liquidità	Liquidità immediate + liquidità differite/Passivo Corrente	1,24	1,03	1,01
Margine di tesoreria	(Liquidità immediate + liquidità differite) - Passivo Corrente	32.437.089	5.292.148	1.689.498
Capitale Circolante Netto	Attivo Corrente - Passivo Corrente	39.175.306	11.612.205	8.183.488
Indice di disponibilità	Attivo Corrente / Passivo Corrente	1,29	1,07	1,04
Margine di struttura	Capitale netto - Immobilizzazioni	-21.193.660	-78.854.242	-109.106.398
Indice di copertura del capitale fisso	(Passività consolidate + Capitale netto)/Immobilizzazioni	1,11	1,03	1,02

INDICATORI SPECIFICI		2004	2005	2006
INDICI	FORMULE			
Incidenza ricavi di vendita	Ricavi di vendita/ valore della produzione	0,89	0,92	0,89
Incidenza oneri finanziari	Oneri finanziari / Ricavi di vendita	0,01	0,01	0,01
Valore aggiunto	Valore della produzione - costi esterni	87.951.852	82.295.960	85.058.064
Incidenza valore aggiunto	Valore aggiunto/valore della produzione	0,43	0,40	0,37
MOL	Valore aggiunto - costo del personale	50.032.827	43.355.136	43.387.552
Incidenza MOL	MOL/valore della produzione	0,25	0,21	0,19

SMAT S.p.A.	2004		2005		2006	
	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti
Immobilizzazioni immateriali	37.742.544	-	32.900.938	-	36.796.871	-
Immobilizzazioni materiali	-	25.797.198	-	9.949.227	-	6.250.090
Immobilizzazioni finanziarie	-	6.426.467	36.665.277	-	663.010	-
Immobilizzazioni nette						
Liquidità immediate	-	1.102.236	-	496.255	7.922.256	-
crediti verso clienti a bt	39.948.450	-	15.193.364	-	-	15.300.362
Crediti verso società del gruppo a bt	-	11.851.846	8.364.337	-	11.374.575	-
Crediti diversi	21.481.434	-	-	11.602.540	6.956.470	-
Disponibilità non liquide	842.508	-	-	413.263	174.716	-
Altri elementi dell'attivo circolante	511.236	-	-	4.897	-	783
Attivo corrente						
Capitale sociale	-	8.509.369	-	-	-	-
riserve	4.691.404	-	-	2.168.255	-	1.956.406
Utile d'esercizio	-	19.846	211.849	-	998.771	-
Patrimonio netto						
Fondi rischi oneri	-	13.987.092	2.834.711	-	6.209.929	-
Fondo TFR	-	1.524.217	-	275.388	-	712.226
Passività consolidate	-	846.663	-	32.656.804	-	32.321.142
Passivo consolidato						
Debiti verso banche a bt	-	1.026.296	596.459	-	-	1.906.619
Debiti vs soci e verso altri finanziatori a bt	-	53.809	53.809	-	-	-
Prestiti obbligazionari a bt	-	-	-	-	-	-
Debiti verso fornitori	105.531	-	-	22.832.583	8.171.374	-
Debiti verso società del gruppo a bt	9.943.799	-	-	4.965.390	-	16.161.342
Altre passività correnti	-	44.121.867	-	11.456.142	-	4.659.002
Passivo corrente						
TOTALE A PAREGGIO	115.266.906	115.266.906	96.820.744	96.820.744	79.267.972	79.267.972

FLUSSI DI LIQUIDITA'	2004		2005		2006	
	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti
Risultato netto		2.168.256		1.956.407		957.636
+ ammortamenti, aceti e svalutazioni		26.049.087		27.879.529		30.078.979
+ accantonamenti e svalutazioni		16.371.365		8.448.619		7.834.125
+ altri costi non monetari		420.142		413.263	-	174.716
- ricavi non monetari		- 1.485.023		- 1.100.832	-	1.983.140
Cash Flow		43.523.827		37.596.986		36.712.884
Variazione crediti	49.578.038	-	11.955.161	-	3.030.683	-
Variazione disponibilità non liquide	842.508	-	-	413.263	174.716	-
Variazione altri elementi dell'attivo circolante	511.236	-	-	4.897	-	783
Altre variazioni del circolante		1.064.881		687.569		2.157.856
Variazione elementi del passivo corrente	-	34.126.346	-	39.200.306	-	12.648.970
Totale liquidità variazione circolante netto	15.740.555	-	-	28.350.874	-	11.602.210
Investimenti/Disinvestimenti	37.742.544	6.174.578	69.566.215	- 17.930.302	37.459.881	- 23.828.889
Totale liquidità gestione investimenti	31.567.966	-	87.496.517	-	61.288.770	-
Variazione patrimonio netto	4.691.404	6.360.959	211.849	211.848	998.771	998.770
Totale liquidità da apporti/diminuzione patrimonio netto	-	1.669.555	1	-	1	-
Variazione debiti medio lungo e fondi	-	- 13.393	2.834.711	24.483.573	6.209.929	25.199.243
Totale liquidità gestione investimenti	13.393	-	-	21.648.862	-	18.989.314
Saldo finanziario	2.128.532	-	-	100.204	-	6.015.637
Variazione banche	-	2.128.532	100.204	-	6.015.637	-



	SMAT S.p.A.		ARIN NAPOLI S.p.A.		MM MILANO S.p.A.	
ATTIVO RICLASSIFICATO						
ATTIVO IMMOBILIZZATO	463.768.736	70,2%	461.615.587	56,6%	139.563.258	8,0%
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	180.986.841	27,4%	130.577.823	16,0%	34.580.561	2,0%
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	240.846.185	36,5%	326.802.883	40,0%	63.033.183	3,6%
IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	41.935.710	6,3%	4.234.881	0,5%	41.949.514	2,4%
ATTIVO CIRCOLANTE	196.636.524	29,8%	354.634.062	43,4%	1.601.362.698	92,0%
LIQUIDITA' IMMEDIATE	17.134.302	2,6%	64.411.310	7,9%	11.512.626	0,7%
LIQUIDITA' DIFFERITE	173.008.232	26,2%	251.929.721	30,9%	1.587.780.976	91,2%
DISPONIBILITA' NON LIQUIDE	5.988.434	0,9%	850.226	0,1%	2.069.096	0,1%
ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	505.556	0,1%	37.442.805	4,6%	0	0,0%
TOTALE ATTIVO	660.405.260	100,0%	816.249.649	100,0%	1.740.925.956	100,0%
PASSIVO RICLASSIFICATO						
MEZZI PROPRI	354.662.338	53,7%	213.738.456	26,2%	35.669.923	2,0%
PASSIVO CONSOLIDATO	117.289.886	17,8%	268.755.947	32,9%	74.017.465	4,3%
PASSIVO CORRENTE	188.453.036	28,5%	333.755.246	40,9%	1.631.238.568	93,7%
TOTALE PASSIVO E MEZZI PROPRI	660.405.260	100,0%	816.249.649	100,0%	1.740.925.956	100,0%

	SMAT S.p.A.		ARIN NAPOLI S.p.A.		MM MILANO S.p.A.	
CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO						
..						
VALORE DELLA PRODUZIONE	228.872.912	100,0%	107.984.071	100,0%	230.452.628	100,0%
COSTI ESTERNI	143.814.848	62,8%	36.319.043	33,6%	180.070.180	78,1%
VALORE AGGIUNTO	85.058.064	37,2%	71.665.028	66,4%	50.382.448	21,9%
COSTO DEL LAVORO	41.670.512	18,2%	36.630.189	33,9%	36.818.551	16,0%
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	43.387.552	19,0%	35.034.839	32,4%	13.563.897	5,9%
AMMORTAMENTI, SVALUTAZIONI E ACC.TI	36.045.671	15,7%	26.063.305	24,1%	7.941.858	3,4%
RISULTATO OPERATIVO	7.341.881	3,2%	8.971.534	8,3%	5.622.039	2,4%
GESTIONE FINANZIARIA	- 2.066.133	-0,9%	3.493.151	3,2%	- 1.697.129	-0,7%
RISULTATI ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	-	0,0%	1.048.254	1,0%	-	0,0%
GESTIONE STRAORDINARIA	- 37.083	0,0%	- 4.940.734	-4,6%	- 14.943	0,0%
GESTIONE TRIBUTARIA	4.281.029	1,9%	5.970.191	5,5%	3.192.344	1,4%
RISULTATO NETTO	957.636,00	0,4%	2.602.014,00	2,4%	717.623,00	0,3%

INDICATORI DI REDDITIVITA' (SITUAZIONE ECONOMICA)		SMAT S.p.A.	ARIN NAPOLI S.p.A.	MM MILANO S.p.A.
INDICI	FORMULE			
ROE	Utile d'esercizio/Patrimonio netto medio	0,27%	1,22%	2,03%
ROI	Risultato oper./Capitale investito	1,14%	1,26%	0,33%
ROA	Risul.operativo/Totale attivo	1,11%	1,10%	0,32%
ROS (Return on sales)	Risult.operativo/Ricavi di vendita	3,59%	9,38%	2,61%
Rotazione Capitale Investito	Ricavi di vendita/Capitale investito	0,32	0,13	0,12
Rotazione Circolante	Ricavi di vendita/Circolante	1,04	0,27	0,13
Rotazione Magazzino	Ricavi di vendita/Rimanenze	34,14	112,52	104,18
Risultato operativo		7.341.881	8.971.534	5.622.039
Capitale investito	Capitale investito totale - capitale investito atipico - liquidità	642.765.402	714.395.534	1.729.413.330
INDICATORI DI STRUTTURA E SITUAZIONE FINANZIARIA		SMAT S.p.A.	ARIN NAPOLI S.p.A.	MM MILANO S.p.A.
Autocopertura delle immobilizzazioni	Capitale Netto/Immobilizzazioni	0,76	0,46	0,26
Indice di indipendenza finanziaria	Capitale Netto/Totale attività	0,54	0,26	0,02
Indice di liquidità	Liquidità immediate + liquidità differite/Passivo Corrente	1,01	0,95	0,98
Margine di tesoreria	(Liquidità immediate + liquidità differite) - Passivo Corrente	1.689.498	-17.414.215	-31.944.966
Capitale Circolante Netto	Attivo Corrente - Passivo Corrente	8.183.488	20.878.816	-29.875.870
Indice di disponibilità	Attivo Corrente / Passivo Corrente	1,04	1,06	0,98
Margine di struttura	Capitale netto - Immobilizzazioni	-109.106.398	-247.877.131	-103.893.335
Indice di copertura del capitale fisso	(Passività consolidate + Capitale netto)/Immobilizzazioni	1,02	1,05	0,79

INDICATORI SPECIFICI		SMAT S.p.A.	ARIN NAPOLI S.p.A.	MM MILANO S.p.A.
Incidenza ricavi di vendita	Ricavi di vendita/ valore della produzione	0,89	0,89	0,94
Incidenza oneri finanziari	Oneri finanziari / Ricavi di vendita	0,01	0,00	0,01
Valore aggiunto	Valore della produzione - costi esterni	85.058.064	71.665.028	50.382.448
Incidenza valore aggiunto	Valore aggiunto/valore della produzione	0,37	0,66	0,22
MOL	Valore aggiunto - costo del personale	43.387.552	35.034.839	13.563.897
Incidenza MOL	MOL/valore della produzione	0,19	0,32	0,06

2.9.5 SAGAT S.p.A.

La struttura dell'attivo, dopo la forte crescita delle attività immobilizzate registrate nel corso del 2005, a fronte degli ingenti investimenti realizzati in concomitanza degli eventi olimpici, si mantiene sostanzialmente in linea con la situazione precedente. Il totale delle attività immobilizzate, pur manifestando un incremento in termini assoluti (da 110 milioni di euro a 124 milioni di euro), riduce tuttavia la propria incidenza sul totale dell'attivo (dal 71,9% al 68,5%).

L'incremento del valore delle immobilizzazioni è solo parzialmente riconducibile al completamento delle opere connesse all'evento olimpico. Il valore delle immobilizzazioni materiali passa infatti da 80,4 milioni del 2005 agli 85,6 del 2006, con un'incidenza sul totale dell'attivo pari al 47,1%. E' sul fronte delle immobilizzazioni finanziarie che il 2006 registra i movimenti più significativi. La voce accoglie infatti un finanziamento infruttifero, superiore a 9 milioni di Euro, concesso alla controllata Aeroporti Holding, per sostenere l'acquisizione da parte di questa di partecipazioni in Aeroporti Firenze SpA ed in Aeroporto Marconi di Bologna SpA.

Lo sforzo sostenuto per gli investimenti connessi all'evento olimpico, concentrato nel 2005, unitamente alle acquisizioni finanziarie appena descritte, ha lasciato rilevanti tracce nella struttura patrimoniale, che manifesta una evidente difficoltà a garantire all'attivo immobilizzato una adeguata copertura da parte dei capitali permanenti. Pur in presenza di una buona patrimonializzazione, l'incidenza sul totale del passivo delle risorse stabilmente disponibili tende a scendere dal 51% del 2005 al 44% del 2006. Era pari al 56% nel 2004. L'indice di copertura del capitale fisso, misurato dal rapporto tra le risorse permanenti ed il totale delle immobilizzazioni, ormai lontano dal valore di 1,04 nel 2004, si fa ancora più instabile scendendo ulteriormente dal 0,69 nel 2005 per assestarsi sul valore di 0,64.

Questo significa, in altri termini, che gli sforzi di investimento effettuati nel corso dell'ultimo biennio sono stati sostenuti attivando fonti di finanziamento esterne sbilanciate sul breve termine. Infatti, mentre la situazione al 31 dicembre 2005 evidenziava il forte incremento del saldo a debito verso i fornitori, che, ricordiamo, in un solo anno erano cresciuti di oltre 26,5 milioni di euro, passando dai 13,7 milioni del 2004 ai 40,2 milioni del 2005, il 2006 si chiude con una situazione ritornata "fisiologica" a livello di rapporti con i fornitori (16 milioni di Euro) a scapito delle condizioni di equilibrio finanziario di breve termine. Il fabbisogno finanziario, in attesa delle attese erogazioni dei finanziamenti pubblici e dei contributi Enac connessi alle opere realizzate, è stato infatti scaricato

sull'indebitamento bancario a breve, impennatosi dai 5,6 milioni di euro del 2005 agli attuali 41,7 milioni.

Il ricorso a fonti di finanziamento non consolidate per sostenere le opere realizzate non ha permesso di mantenere correttamente equilibrata la struttura del passivo, che, in assenza di interventi, non appare adeguata ad assorbire senza traumi o sbilanciamenti i rilevanti investimenti effettuati.

Sotto il profilo finanziario le attività correnti non appaiono pertanto sufficienti per la copertura delle passività correnti. Il Capitale Circolante Netto, definito dalla differenza tra le attività correnti e le passività correnti, peggiora ulteriormente sino a - 45 milioni di euro, rispetto al già pesante valore dell'anno precedente (-34 milioni di euro), ed anticipa un fabbisogno di fonti finanziarie a carattere duraturo che, alla data del 31/12/2006, non appare adeguatamente coperto.

Il peggioramento delle condizioni di equilibrio finanziario è testimoniato dall'andamento dei principali indici di situazione finanziaria: l'indice di liquidità passa infatti dallo 0,71 del 2004 allo 0,46 del 2005, per assestarsi sullo 0,49% nel 2006 con un trend che trova puntuale conferma nell'andamento dell'indice di disponibilità, ridottosi dal 1,05 del 2004 allo 0,56 del 2005 e del 2006.

Gli oneri finanziari che nel corso dell'anno precedente, grazie al fatto che una parte significativa del maggior indebitamento non aveva natura onerosa, trattandosi di debiti verso fornitori, non evidenziava ancora gli effetti degli investimenti realizzati, iniziano, al contrario, a manifestare una tendenza alla crescita. Dal valore di 0,5 milioni di Euro del 2005 hanno infatti superato il valore di 1 milione di Euro nel 2006, raggiungendo l'elevata incidenza del 2,4% sul valore dei ricavi.

I ricavi delle vendite, trainati dal maggior traffico connesso agli eventi olimpici, manifestano una rilevante crescita, passando dai 43 milioni del 2005 ai 50 del 2006. consentendo di registrare risultati reddituali in miglioramento rispetto all'anno precedente. Il valore aggiunto sale infatti da 27,9 milioni nel 2005 a 33,4 milioni nel 2006, nonostante una maggior incidenza dei costi per servizi esterni. L'incremento in valore assoluto del costo per il personale (+ 1,1 milioni di Euro) non incide negativamente a livello di Margine Operativo Lordo, pari a 41,4% nel 2005, salito a 41,9% nel 2006. Anche il Risultato Operativo, 12 milioni (21,8%) nel 2006, segna un positivo incremento rispetto all'anno precedente, 10 milioni (22,3%).

L'utile netto, tuttavia, dovendo scontare il costo del maggior indebitamento finanziario, si mantiene sostanzialmente in linea con il risultato dell'anno precedente, pari a 6.967.282 Euro.

Nel periodo di osservazione la società ha registrato una redditività delle vendite (ROS) altalenante, ma comunque soddisfacente, a partire da un 26,89% nel 2004, peggiorata al 23,30% nel 2005, per poi risalire lievemente al valore di 24,22% nel 2006.

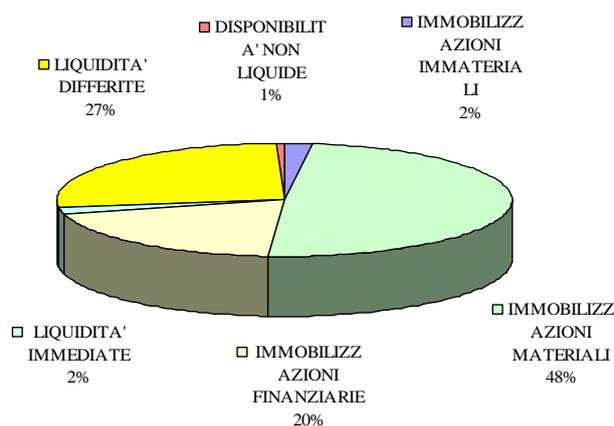
Buona, seppur in lieve flessione, la dinamica manifestata dagli altri indici di redditività operativa, ROI e ROA, attestatisi rispettivamente sui valori di 6,97% (era 7,21%) e di 6,61% (contro il precedente 6,55%).

I buoni risultati operativi, unitamente alla diminuita incidenza dei mezzi propri chiamati a finanziare l'attività aziendale, conduce ad una soddisfacente remunerazione del capitale investito dagli azionisti col vincolo del pieno rischio, espressa dal ROE e pari al 11,61%.

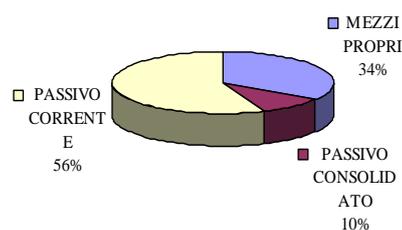
SAGAT SpA	2004		2005		2006	
ATTIVO RICLASSIFICATO						
ATTIVO IMMOBILIZZATO	69.041.549	53,5%	110.429.844	71,9%	124.430.064	68,5%
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	4.717.103	3,7%	4.156.633	2,7%	3.632.152	2,0%
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	33.611.663	26,0%	80.361.112	52,3%	85.557.518	47,1%
IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	30.712.783	23,8%	25.912.099	16,9%	35.240.394	19,4%
ATTIVO CIRCOLANTE	60.046.783	46,5%	43.211.572	28,1%	57.157.214	31,5%
LIQUIDITA' IMMEDIATE	4.369.125	3,4%	7.191.263	4,7%	2.854.376	1,6%
LIQUIDITA' DIFFERITE	36.507.973	28,3%	28.340.721	18,4%	46.725.523	25,7%
DISPONIBILITA' NON LIQUIDE	261.485	0,2%	797.915	0,5%	956.243	0,5%
ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	18.908.200	14,6%	6.881.673	4,5%	6.621.072	3,6%
TOTALE ATTIVO	129.088.332	100,0%	153.641.416	100,0%	181.587.278	100,0%
PASSIVO RICLASSIFICATO						
MEZZI PROPRI	53.068.578	41,1%	57.587.476	37,5%	62.387.758	34,4%
PASSIVO CONSOLIDATO	18.724.593	14,5%	18.614.079	12,1%	17.308.148	9,5%
PASSIVO CORRENTE	57.295.161	44,4%	77.439.861	50,4%	101.891.372	56,1%
TOTALE PASSIVO E MEZZI PROPRI	129.088.332	100,0%	153.641.416	100,0%	181.587.278	100,0%

SAGAT SpA	2004		2005		2006	
CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO						
VALORE DELLA PRODUZIONE	44.785.221	100,0%	45.105.475	100,0%	55.004.450	100,0%
COSTI ESTERNI	15.967.755	35,7%	17.188.069	38,1%	21.611.755	39,3%
VALORE AGGIUNTO	28.817.466	64,3%	27.917.406	61,9%	33.392.695	60,7%
COSTO DEL LAVORO	8.263.558	18,5%	9.236.218	20,5%	10.332.178	18,8%
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	20.553.908	45,9%	18.681.188	41,4%	23.060.517	41,9%
AMMORTAMENTI, SVALUTAZIONI E ACC.TI	8.975.407	20,0%	8.625.194	19,1%	11.061.524	20,1%
RISULTATO OPERATIVO	11.578.501	25,9%	10.055.994	22,3%	11.998.993	21,8%
GESTIONE FINANZIARIA	- 709.735	-1,6%	- 360.246	-0,8%	- 955.258	-1,7%
RISULTATI ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	744.910	1,7%	716.773	1,6%	307.663	0,6%
GESTIONE STRAORDINARIA	293.514	0,7%	1.027.687	2,3%	651.553	1,2%
GESTIONE TRIBUTARIA	5.628.572	12,6%	4.596.592	10,2%	5.035.669	9,2%
RISULTATO NETTO	6.278.618,00	14,0%	6.843.616,00	15,2%	6.967.282,00	12,7%

Riclassificazione finanziaria dell'Attivo



Riclassificazione finanziaria del Passivo



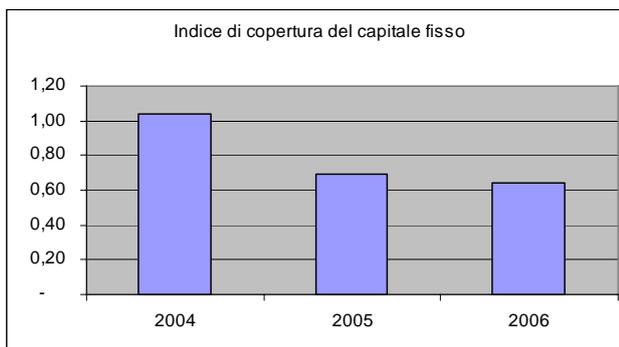
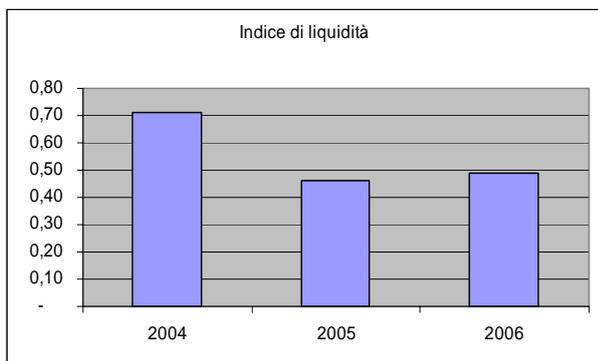
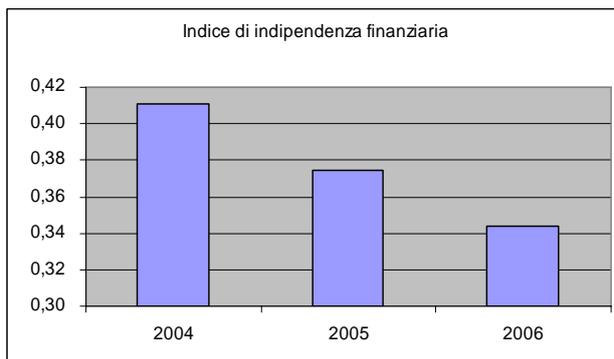
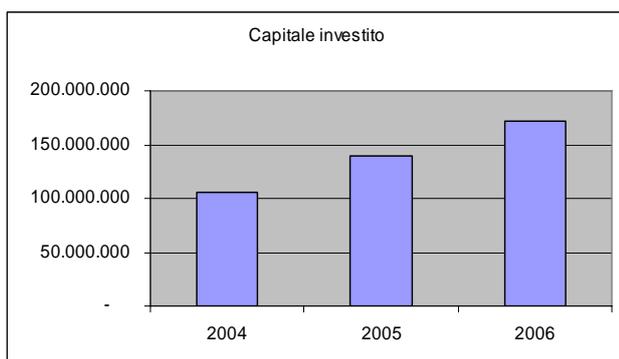
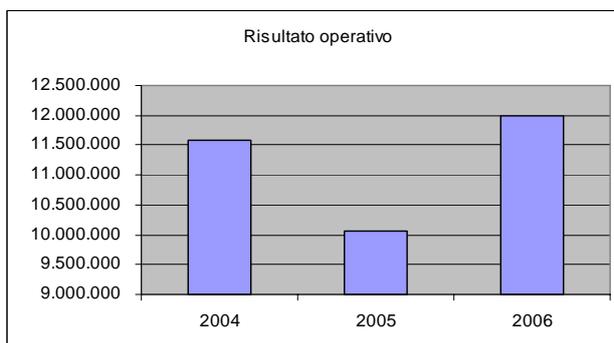
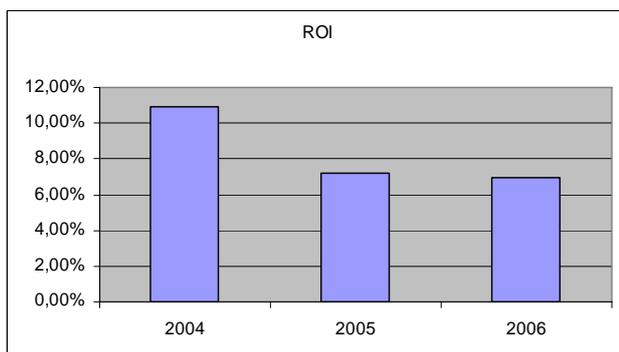
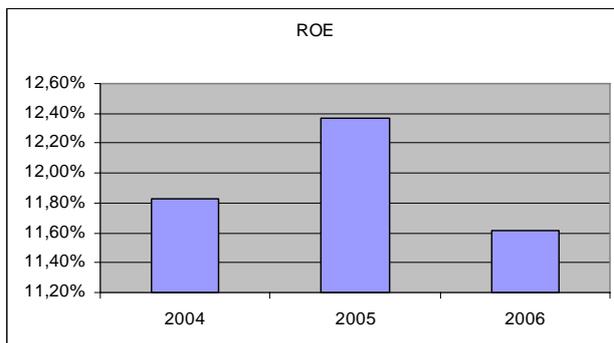
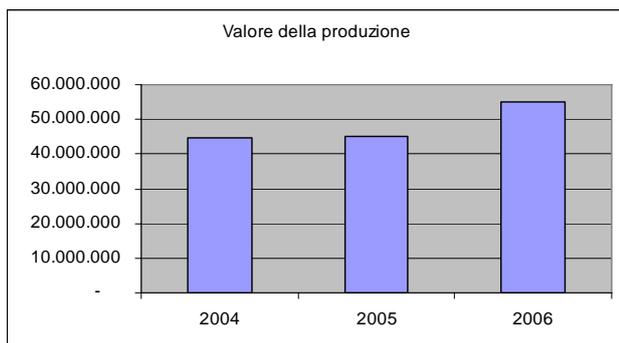
INDICATORI DI REDDITIVITA' (SITUAZIONE ECONOMICA)		2004	2005	2006
INDICI	FORMULE			
ROE	Utile d'esercizio/Patrimonio netto medio	12,86%	12,37%	11,61%
ROI	Risultato oper./Capitale investito	10,94%	7,21%	6,97%
ROA	Risul.operativo/Totale attivo	8,97%	6,55%	6,61%
ROS (Return on sales)	Risult.operativo/Ricavi di vendita	26,89%	23,30%	24,22%
Rotazione Capitale Investito	Ricavi di vendita/Capitale investito	0,41	0,31	0,29
Rotazione Circolante	Ricavi di vendita/Circolante	0,72	1,00	0,87
Rotazione Magazzino	Ricavi di vendita/Rimanenze	164,70	54,09	51,82
Risultato operativo		11.578.501	10.055.994	11.998.993
Capitale investito		105.811.007	139.568.480	172.111.830

INDICATORI DI STRUTTURA E SITUAZIONE FINANZIARIA		2004	2005	2006
INDICI	FORMULE			
Autocopertura delle immobilizzazioni	Capitale Netto/Immobilizzazioni	0,77	0,52	0,50
Indice di indipendenza finanziaria	Capitale Netto/Totale attività	0,41	0,37	0,34
Indice di liquidità	Liquidità immediate + liquidità differite/Passivo Corrente	0,71	0,46	0,49
Margine di tesoreria	(Liquidità immediate + liquidità differite) - Passivo Corrente	-16.418.063	-41.907.877	-52.311.473
Capitale Circolante Netto	Attivo Corrente - Passivo Corrente	2.751.622	-34.228.289	-44.734.158
Indice di disponibilità	Attivo Corrente / Passivo Corrente	1,05	0,56	0,56
Margine di struttura	Capitale netto - Immobilizzazioni	-15.972.971	-52.842.368	-62.042.306
Indice di copertura del capitale fisso	(Passività consolidate + Capitale netto)/Immobilizzazioni	1,04	0,69	0,64

INDICATORI SPECIFICI		2004	2005	2006
INDICI	FORMULE			
Incidenza ricavi di vendita	Ricavi di vendita/ valore della produzione	0,96	0,96	0,90
Incidenza oneri finanziari	Oneri finanziari / Ricavi di vendita	1,9%	1,2%	2,4%
Valore aggiunto	Valore della produzione - costi esterni	28.817.466	27.917.406	33.392.695
Incidenza valore aggiunto	Valore aggiunto/valore della produzione	0,64	0,62	0,61
MOL	Valore aggiunto - costo del personale	20.553.908	18.681.188	23.060.517
Incidenza MOL	MOL/valore della produzione	0,46	0,41	0,42

SAGAT SpA	2004		2005		2006	
	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti
Immobilizzazioni immateriali	4.717.103	-	-	560.470	-	524.481
Immobilizzazioni materiali	33.611.663	-	46.749.449	-	5.196.406	-
Immobilizzazioni finanziarie	30.712.783	-	-	4.800.684	9.328.295	-
Immobilizzazioni nette						
Liquidità immediate	4.369.125	-	2.822.138	-	-	4.336.887
crediti verso clienti a bt	11.905.465	-	-	1.992.288	6.918.126	-
Crediti verso società del gruppo a bt	2.008.214	-	-	135.524	-	391.330
Crediti diversi	22.594.294	-	-	6.039.440	11.858.006	-
Disponibilità non liquide	261.485	-	536.430	-	158.328	-
Altri elementi dell'attivo circolante	18.908.200	-	-	12.026.527	-	260.601
Attivo corrente						
Capitale sociale	-	-	-	-	-	-
riserve	-	4.475.128	-	3.953.900	-	4.676.616
Utile d'esercizio	-	4.043.728	-	564.998	-	123.666
Patrimonio netto						
Fondi rischi oneri	-	11.617.402	-	1.162.374	285.121	-
Fondo TFR	-	2.676.909	-	482.327	-	182.217
Passività consolidate	-	4.430.282	1.755.215	-	1.203.027	-
Passivo consolidato						
Debiti verso banche a bt	-	1.526.853	-	4.079.948	-	36.141.813
Debiti vs soci e verso altri finanziatori a bt	-	-	-	-	-	-
Prestiti obbligazionari a bt	-	-	-	-	-	-
Debiti verso fornitori	-	13.720.393	-	26.505.359	23.915.961	-
Debiti verso società del gruppo a bt	-	10.556.503	8.040.961	-	-	1.426.116
Altre passività correnti	-	31.491.412	2.399.646	-	-	10.799.543
Passivo corrente						
TOTALE A PAREGGIO	129.088.332	84.538.610	62.303.839	62.303.839	58.863.270	58.863.270

FLUSSI DI LIQUIDITA'	2004		2005		2006	
	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti	Impieghi	Fonti
Risultato netto		6.278.618		6.843.616		6.967.282
+ ammortamenti, aceti e svalutazioni		5.232.427		5.536.920		9.811.524
+ accantonamenti e svalutazioni		4.190.320		3.588.752		1.789.984
+ altri costi non monetari		- 156.969		- 564.837		- 264.105
- ricavi non monetari		- 91.220		- 16.572		-
Cash Flow		15.453.176		15.387.879		18.304.685
Variazione crediti	36.507.973	-	-	8.167.252	18.384.802	-
Variazione disponibilità non liquide	261.485	-	536.430	-	158.328	-
Variazione altri elementi dell'attivo circolante	18.908.200	-	-	12.026.527	-	260.601
Altre variazioni del circolante		248.189		581.409		264.105
Variazione elementi del passivo corrente	-	55.768.308	-	16.064.752	11.690.302	-
Totale liquidità variazione circolante netto	-	338.839	-	36.303.510	29.708.726	-
Investimenti/Disinvestimenti	69.041.549	- 5.232.427	46.749.449	- 175.766	14.524.701	- 9.287.043
Totale liquidità gestione investimenti	74.273.976	-	46.925.215	-	23.811.744	-
Variazione patrimonio netto	-	2.240.238	-	- 2.324.718	-	- 2.167.000
Totale liquidità da apporti/diminuzione patrimonio netto	-	2.240.238	2.324.718	-	2.167.000	-
Variazione debiti medio lungo e fondi	-	14.534.273	1.755.215	- 1.944.051	1.488.148	- 1.607.767
Totale liquidità gestione investimenti	-	14.534.273	3.699.266	-	3.095.915	-
Saldo finanziario	41.707.450	-	1.257.810	-	40.478.700	-
Variazione banche	2.842.272	-	-	1.257.810	-	40.478.700



	SAGAT SpA		SEA S.p.A.		AdF FIRENZE S.p.A.		SAVE VENEZIA S.p.A.	
ATTIVO RICLASSIFICATO								
ATTIVO IMMOBILIZZATO	124.430.064	68,5%	1.303.394.023	83,5%	39.546.964	73,0%	326.757.847	83,3%
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	3.632.152	2,0%	3.284.043	0,2%	1.135.911	2,1%	1.261.756	0,3%
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	85.557.518	47,1%	1.205.752.157	77,3%	32.629.870	60,2%	117.477.918	29,9%
IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	35.240.394	19,4%	94.357.823	6,0%	5.781.183	10,7%	208.018.173	53,0%
ATTIVO CIRCOLANTE	57.157.214	31,5%	256.774.428	16,5%	14.651.997	27,0%	65.588.819	16,7%
LIQUIDITA' IMMEDIATE	2.854.376	1,6%	12.887.317	0,8%	3.907.417	7,2%	16.857.932	4,3%
LIQUIDITA' DIFFERITE	46.725.523	25,7%	235.175.413	15,1%	10.407.130	19,2%	47.870.191	12,2%
DISPONIBILITA' NON LIQUIDE	956.243	0,5%	8.678.698	0,6%	0	0,0%	663.666	0,2%
ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	6.621.072	3,6%	33.000	0,0%	337.450	0,6%	197.030	0,1%
TOTALE ATTIVO	181.587.278	100,0%	1.560.168.451	100,0%	54.198.961	100,0%	392.346.666	100,0%
PASSIVO RICLASSIFICATO								
MEZZI PROPRI	62.387.758	34,4%	217.847.119	14,0%	28.661.420	52,9%	263.943.437	67,3%
PASSIVO CONSOLIDATO	17.308.148	9,5%	945.832.464	60,6%	3.860.556	7,1%	72.721.518	18,5%
PASSIVO CORRENTE	101.891.372	56,1%	396.488.868	25,4%	21.676.985	40,0%	55.681.711	14,2%
TOTALE PASSIVO E MEZZI PROPRI	181.587.278	100,0%	1.560.168.451	100,0%	54.198.961	100,0%	392.346.666	100,0%

	SAGAT SpA		SEA S.p.A.		AdF FIRENZE S.p.A.		SAVE VENEZIA S.p.A.	
CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO								
VALORE DELLA PRODUZIONE	55.004.450	100,0%	479.707.483	100,0%	26.994.751	100,0%	84.489.939	100,0%
COSTI ESTERNI	21.611.755	39,3%	137.622.104	28,7%	8.770.443	32,5%	34.620.154	41,0%
VALORE AGGIUNTO	33.392.695	60,7%	342.085.379	71,3%	18.224.308	67,5%	49.869.785	59,0%
COSTO DEL LAVORO	10.332.178	18,8%	111.173.279	23,2%	10.776.621	39,9%	16.610.223	19,7%
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	23.060.517	41,9%	230.912.100	48,1%	7.447.687	27,6%	33.259.562	39,4%
AMMORTAMENTI, SVALUTAZIONI E ACC.TI	11.061.524	20,1%	102.577.498	21,4%	4.895.979	18,1%	13.570.500	16,1%
RISULTATO OPERATIVO	11.998.993	21,8%	128.334.602	26,8%	2.551.708	9,5%	19.689.062	23,3%
GESTIONE FINANZIARIA	- 955.258	-1,7%	- 9.167.647	-1,9%	105.660	0,4%	1.900.952	2,2%
RISULTATI ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	307.663	0,6%	1.137	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
GESTIONE STRAORDINARIA	651.553	1,2%	- 46.901.311	-9,8%	-	0,0%	-	0,0%
GESTIONE TRIBUTARIA	5.035.669	9,2%	36.822.741	7,7%	1.492.371	5,5%	8.945.738	10,6%
RISULTATO NETTO	6.967.282,00	12,7%	35.444.040,00	7,4%	1.164.997,00	4,3%	12.644.276,00	15,0%

INDICATORI DI REDDITIVITA' (SITUAZIONE ECONOMICA)		SAGAT SpA	SEA S.p.A.	AdF FIRENZE S.p.A.	SAVE VENEZIA S.p.A.
INDICI	FORMULE				
ROE	Utile d'esercizio/Patrimonio netto medio	11,61%	11,06%	4,06%	5,27%
ROI	Risultato oper./Capitale investito	6,97%	8,29%	5,11%	5,25%
ROA	Risul.operativo/Totale attivo	6,61%	8,23%	4,71%	5,02%
ROS (Return on sales)	Risult.operativo/Ricavi di vendita	24,22%	28,08%	9,78%	25,13%
Rotazione Capitale Investito	Ricavi di vendita/Capitale investito	0,29	0,30	0,52	0,21
Rotazione Circolante	Ricavi di vendita/Circolante	0,87	1,78	1,78	1,19
Rotazione Magazzino	Ricavi di vendita/Rimanenze	51,82	52,66	#DIV/0!	118,04
Risultato operativo		11.998.993	128.334.602	2.551.708	19.689.062
Capitale investito	Capitale investito totale - capitale investito atipico - liquidità	172.111.830	1.547.248.134	49.954.094	375.291.704

INDICATORI DI STRUTTURA E SITUAZIONE FINANZIARIA		SAGAT SpA	SEA S.p.A.	AdF FIRENZE S.p.A.	SAVE VENEZIA S.p.A.
Autocopertura delle immobilizzazioni	Capitale Netto/Immobilizzazioni	0,50	0,17	0,72	0,81
Indice di indipendenza finanziaria	Capitale Netto/Totale attività	0,34	0,14	0,53	0,67
Indice di liquidità	Liquidità immediate + liquidità differite/Passivo Corrente	0,49	0,63	0,66	1,16
Margine di tesoreria	(Liquidità immediate + liquidità differite) - Passivo Corrente	-52.311.473	-148.426.138	-7.362.438	9.046.412
Capitale Circolante Netto	Attivo Corrente - Passivo Corrente	-44.734.158	-139.714.440	-7.024.988	9.907.108
Indice di disponibilità	Attivo Corrente / Passivo Corrente	0,56	0,65	0,68	1,18
Margine di struttura	Capitale netto - Immobilizzazioni	-62.042.306	-1.085.546.904	-10.885.544	-62.814.410
Indice di copertura del capitale fisso	(Passività consolidate + Capitale netto)/Immobilizzazioni	0,64	0,89	0,82	1,03

INDICATORI SPECIFICI		SAGAT SpA	SEA S.p.A.	AdF FIRENZE S.p.A.	SAVE VENEZIA S.p.A.
Incidenza ricavi di vendita	Ricavi di vendita/ valore della produzione	0,90	0,95	0,97	0,93
Incidenza oneri finanziari	Oneri finanziari / Ricavi di vendita	0,02	0,04	0,01	0,06
Valore aggiunto	Valore della produzione - costi esterni	33.392.695	342.085.379	18.224.308	49.869.785
Incidenza valore aggiunto	Valore aggiunto/valore della produzione	0,61	0,71	0,68	0,59
MOL	Valore aggiunto - costo del personale	23.060.517	230.912.100	7.447.687	33.259.562
Incidenza MOL	MOL/valore della produzione	0,42	0,48	0,28	0,39