

INTESA  SANPAOLO

Servizi Pubblici Locali Monitor

Servizio Studi e Ricerche
Luglio 2012

Servizi Pubblici Locali Monitor

La performance economico-finanziaria dei gestori di servizi pubblici locali

Luglio 2012

Intesa Sanpaolo
Servizio Studi e Ricerche

Industry and Banking

A cura di:
Laura Campanini
Andrea Olivetto

Database management
Angelo Palumbo

Executive summary

2

Introduzione

7

Descrizione del campione di analisi

7

Il servizio idrico integrato

8

Il servizio di raccolta, trattamento e smaltimento dei rifiuti solidi urbani

9

Il servizio di distribuzione del gas naturale

10

I risultati economico-finanziari

11

Il servizio idrico integrato

11

Il servizio di raccolta, trattamento e smaltimento dei rifiuti solidi urbani

27

Il servizio di distribuzione del gas naturale

42

Executive summary

Il settore dei servizi pubblici locali è stato investito nel corso degli anni '90 da un capillare processo di riforma. Gli interventi di industrializzazione, modernizzazione e liberalizzazione sono stati in primo luogo settoriali e successivamente trasversali al comparto. Il percorso è stato tutt'altro che lineare e ancora non si può dire compiuto per tutti i settori. L'incertezza del quadro regolamentare ha sensibilmente condizionato i risultati anche se in modo diverso. I settori energetici, avendo una disciplina settoriale "completa", sono stati toccati solo marginalmente dal processo senza fine di riforma del Testo unico degli Enti locali, mentre decisamente più condizionante è risultata l'incertezza per il servizio idrico e di igiene urbana. Anche i settori che formalmente hanno adempiuto a tutti i passaggi previsti per realizzare un mercato concorrenziale (i settori energetici) di fatto hanno conseguito risultati modesti. Decisamente più indietro i settori ambientali (acqua e rifiuti).

Nonostante l'incertezza e l'altalenante processo di riforma, il settore è stato comunque protagonista di un'importante trasformazione degli assetti gestionali.

L'analisi della performance economico-finanziaria delle aziende nell'ultimo triennio conferma le tendenze già in atto. Le *utilities* che operano nei settori del servizio idrico integrato, della raccolta e trattamento dei rifiuti solidi urbani e della distribuzione del gas evidenziano, infatti, ritmi di crescita sostenuti nel triennio 2008-10 nonostante la fase congiunturale negativa: la domanda dei servizi pubblici esaminati (acqua, rifiuti e gas) risulta, infatti, scarsamente correlata alla produzione e ai consumi e legata piuttosto alla variabile demografica e si conferma pertanto aciclica.

Nel triennio 2008-10 il fatturato degli operatori che operano nel settore della distribuzione di gas naturale registra una crescita del 16,4% in media annua, le imprese idriche del 9,5%, le imprese del ciclo dei rifiuti del 7,5%.

Anche i margini del comparto, pur con importanti differenze legate agli *economics* dei settori e quindi alla tipologia di servizi offerti, si confermano su livelli elevati e in sensibile crescita nel settore gas e acqua, mentre più stabili risultano quelli conseguiti dalle imprese che gestiscono il servizio di rifiuti solidi urbani (RSU).

Nel settore della distribuzione gas il margine operativo netto (MON) si attesta nel 2010 su livelli superiori rispetto a quanto realizzato nel 2008. Il MON mediano nel 2010 è pari al 13,1% della produzione rispetto al 7,8% registrato nel 2008.

Le imprese idriche registrano un miglioramento del rapporto MON/fatturato tra il 2008 e il 2009, mentre nel 2010 l'incremento a livello mediano è stato molto limitato. Nei tre anni considerati si passa dal 4,8% al 7,5%.

Per le imprese che gestiscono i rifiuti il MON/fatturato non subisce cambiamenti sostanziali nel corso degli anni presi in considerazione. A livello mediano il MON si colloca a circa il 3,6% del fatturato.

Le *local utilities* evidenziano indici di redditività elevati e in crescita ma con significative differenze fra settori: nel 2010 la redditività mediana del capitale proprio è pari a 2,6% per le imprese RSU, a 3,9% per le imprese acqua e a 6,7% per le imprese gas.

Sostenuta risulta anche la redditività media del capitale investito. Tra il 2008 e il 2010 si è

assistito a un rafforzamento della redditività complessiva con l'unica eccezione del settore dei rifiuti che, al contrario, indebolisce la propria posizione.

ROI - Valori mediani			
	2008	2009	2010
Acqua	2,4	3,2	3,3
RSU	4,0	3,6	3,6
Gas	3,3	4,4	5,7

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Sotto il profilo patrimoniale, l'analisi mostra e conferma il principale carattere distintivo dei gestori di servizi pubblici locali: l'elevata patrimonializzazione delle aziende. Notevoli appaiono le differenze fra i settori, che rispecchiano la natura più o meno *labour-intensive* dell'attività: le *utilities* specializzate nel business dell'acqua mostrano un livello di patrimonializzazione decisamente elevato.

L'utilizzo della leva finanziaria risulta abbastanza prudente nei dati mediani, ma con importanti differenze.

Per quanto riguarda la struttura dell'attivo patrimoniale, si evidenzia un'elevata incidenza delle immobilizzazioni (oltre il 60% del capitale investito per le imprese idriche, quasi il 40% per le imprese rifiuti e circa il 70% per le imprese gas) rispetto alle attività correnti. Tra il 2008 e il 2010 non si registrano variazioni significative.

Leva finanziaria - Valori mediani			
	2008	2009	2010
Acqua	50,3	50,0	39,4
RSU	49,2	55,8	53,7
Gas	38,9	39,4	53,6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Leva finanziaria - 75° percentile			
	2008	2009	2010
Acqua	76,9	75,3	74,8
RSU	78,0	76,3	74,9
Gas	62,3	56,6	56,8

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Le *local utilities* mostrano un miglioramento nella loro capacità di generare utili.

I migliori risultati sono conseguiti dalle imprese che operano nel gas: il valore mediano passa da 2,9% a 6,4%.

Il risultato netto rettificato delle imprese acqua passa dallo 0,5% del 2008 all'1,6% nel 2010 (valori mediani). Il risultato dell'aggregato è però ancora una volta la risultante di diverse performance.

Infine, per le imprese rifiuti il risultato è più stabile: 0,3% e 0,4% rispettivamente nel 2008 e nel 2010. Solo le imprese migliori registrano un miglioramento da 1,4% a 2,3%.

Nei tre settori esaminati si evidenzia un'elevata eterogeneità dei risultati a livello di imprese. La trasversalità dei risultati è maggiore nei settori idrico e ambientale, più ampie le differenze nel comparto della distribuzione del gas.

La performance delle *utilities* che operano nel settore gas risulta alquanto differenziata: a imprese che sono riuscite a incrementare i propri fatturati in modo consistente se ne affiancano altre che hanno incontrato notevole difficoltà. Il 25% delle imprese, infatti, ha fatto segnare tassi di crescita del fatturato superiori al 20%, mentre sempre una quota pari al 25% ha registrato una contrazione.

Le imprese idriche mostrano una maggiore uniformità di performance: mentre al 25° percentile si assiste a una diminuzione nel periodo 2008-09 e a un incremento minimo del fatturato nel 2010, le imprese migliori (75° percentile) vedono un aumento del fatturato pari quasi al 10% annuo.

Per le imprese connesse al ciclo dei rifiuti al 25° percentile si assiste però a una diminuzione del fatturato sia nel 2009 che nel 2010. A livelli mediani le imprese invece crescono a un tasso che si attesta intorno al 4% annuo. Le imprese migliori (75° percentile) infine vedono un aumento del fatturato pari quasi al 9% annuo, anche in questo caso con performance di poco migliori nel 2009 rispetto al 2010.

Lo sviluppo dimensionale delle imprese è stato realizzato sia attraverso processi di crescita interna che attraverso aggregazioni e fusioni. Dai dati di bilancio non è possibile distinguere cosa ha determinato la crescita ma di certo il processo di consolidamento e aggregazione nel settore dei servizi pubblici locali è risultato particolarmente vivace.

Anche l'analisi dei margini e della redditività evidenzia una sensibile differenziazione fra imprese.

La lettura su più settori dei dati di bilancio del triennio 2008-10 consente di verificare se esiste un modello di impresa che tende a generare migliori risultati. La clusterizzazione dei campioni e l'analisi trasversale dei diversi settori evidenziano, infatti, interessanti risultati.

- Le imprese di **maggiori dimensioni** risultano in genere le meglio attrezzate a cogliere le opportunità che il mercato offre e mostrano migliori performance economico-finanziarie.

Il risultato è molto evidente nel caso delle imprese gas e rifiuti, meno netto nel caso delle imprese acqua, per le quali talvolta la dimensione piccola sembra premiante.

Il processo di riorganizzazione dell'offerta iniziato negli anni '90 aveva come obiettivo prioritario quello di ridurre il numero di operatori favorendo la crescita dimensionale. Alle soglie del nuovo millennio il mercato si presentava fortemente frammentato (più di 8.000 operatori gestivano il servizio idrico, 4.000 operano nel servizio di raccolta trattamento e smaltimento dei rifiuti solidi urbani, oltre 700 imprese distribuivano gas naturale), gli operatori erano di dimensioni troppo modeste per poter competere alla pari con gli operatori nazionali e internazionali, più abituati a confrontarsi in mercati liberalizzati. Il raggiungimento di una dimensione più adeguata a una gestione industriale dei servizi è stato perseguito non solo tramite crescita interna ma anche attraverso accordi e intese con partner sia interni che esterni al settore.

I migliori risultati delle imprese maggiori confermano, quindi, la rilevanza della dimensione per conseguire economie di scala negli acquisti e nelle vendite, negli investimenti e nella gestione dei rischi. Ma non solo. L'apertura dei mercati ha rappresentato e ancora rappresenterà un'importante opportunità per le imprese locali che possono sfruttare le esperienze cumulate sul mercato locale per espandere la propria attività su nuovi mercati sia nazionali che internazionali e le imprese più grandi sembrano essersi meglio attrezzate per far fronte e sfruttare le nuove opportunità di mercato.

- Nel corso degli ultimi 15 anni le strategie di crescita delle imprese risultano alquanto

differenziate. Per diverso tempo è stato considerato con significativa attenzione il **modello multiservizio**, che peraltro ha da sempre caratterizzato l'esperienza delle aziende municipalizzate e che è stato in parte riprodotto e "ampliato" dalle spa comunali. Infatti, le spa comunali non solo hanno diversificato la propria attività nei business tradizionali ma hanno esteso la propria copertura anche a nuovi servizi (telecomunicazioni, teleriscaldamento). La diversificazione in più servizi veniva considerata importante nel consentire all'impresa di ottenere rilevanti sinergie di natura tecnica, commerciale e finanziaria. Alla base di tale strategia si ponevano le seguenti considerazioni: il cliente finale e il territorio rappresentavano gli elementi aggreganti dato che parte delle sinergie dipendevano dal fatto di operare su un unico territorio e di fornire allo stesso utente una pluralità di servizi.

A distanza di anni, il modello multiservizio della grande impresa locale diversificata è stato in parte messo in discussione sia dai grandi gruppi internazionali che da un numero crescente di imprese locali. Molte delle *local utilities* hanno preferito ritornare a focalizzarsi su business specifici. I principali ostacoli alla diversificazione sono stati individuati nella difficoltà a produrre sinergie e nell'ingente quantità di investimenti richiesti (Gilardoni, 2010). Strategie di uscita da alcuni mercati o segmenti di business si riscontrano a livello internazionale.

Dall'analisi condotta sui dati di bilancio può essere almeno in parte spiegata questa tendenza recente. Le imprese mono-business mostrano, infatti, risultati migliori in termini di tassi di crescita del fatturato e redditività in tutti e tre i settori. Qualche vantaggio le imprese multi-utility sembrano averlo nel solo settore dei rifiuti. Se non emerge chiaramente che sempre e comunque sia preferibile concentrarsi in un unico settore, allo stesso tempo occorre però ripensare le scelte multisettoriali, perché risulta difficile trovarvi, alla luce dei campioni analizzati, una specifica giustificazione.

- Con riferimento agli **assetti proprietari** la presenza di capitale privato sembra rappresentare un punto di forza per conseguire migliori risultati. Il risultato è molto evidente nel settore dei rifiuti solidi urbani, per il quale le imprese a totale capitale privato mostrano migliori risultati sostanzialmente su tutti gli indicatori. Nel settore acqua le imprese miste pubblico/privato mostrano migliori risultati netti e migliore redditività. Le pubbliche al contrario sembrano crescere di più e mostrano margini più elevati. Il gas conferma come alla presenza di capitale privato si associno migliori risultati, che in alcuni casi sono migliori per le società miste rispetto a quelle con capitale interamente privato.
- Un ulteriore punto che emerge in tutta chiarezza è l'estrema debolezza del sistema di **offerta meridionale**. A parte qualche eccezione, le imprese localizzate nelle regioni del Sud, a prescindere dal settore, mostrano performance peggiori rispetto a quanto realizzato da imprese localizzate in altre aree del Paese. Le statistiche e i dati di bilancio mostrano il significativo divario territoriale che caratterizza le realtà industriali del Sud, più piccole e meno dinamiche, rispetto alle imprese che operano nelle altre aree del Paese. Di questi risultati è opportuno tener conto nella definizione di una corretta politica industriale.
- Il diverso **grado di attuazione dei processi di riforma e di liberalizzazione** dei settori sembra avere un chiaro e lineare collegamento con le performance economico-reddituali delle *local utilities*.

Le imprese operanti nei settori che hanno registrato il maggior grado di apertura alla concorrenza (gas) registrano, infatti, una maggior crescita a livello aggregato ma anche una rilevante disomogeneità nei risultati aziendali, ad indicare, da un lato, la capacità di alcune imprese di sfruttare le opportunità del nuovo mercato liberalizzato, dall'altro le difficoltà di altre imprese nel tenere il passo con le nuove sfide che la concorrenza ha posto.

L'apertura alla concorrenza ha comportato un aumento della disomogeneità nei risultati conseguiti: il mercato ineluttabilmente premia le imprese migliori e penalizza quelle meno efficienti. Le *utilities* idriche e ambientali mostrano una minore dinamicità e una maggiore omogeneità dei risultati attribuibile allo scarso grado di apertura dei mercati.

L'unico settore per il quale si è verificata la differenza nelle performance fra imprese che erogano il servizio in base ad affidamenti effettuati in un contesto liberalizzato è quello idrico. In questo caso il campione di aziende è stato suddiviso in due gruppi: al gruppo "affidamento" appartengono le imprese che gestiscono il servizio sulla base delle disposizioni della legge Galli; l'impresa appartiene al gruppo "non affidamento" in caso contrario. Tuttavia i risultati non sono univoci a livello di performance economico-finanziaria. Emerge, invece, chiaramente la differente capacità di realizzare investimenti, di cui si dirà poi.

Un ultimo punto che emerge è la diversa capacità delle imprese di **realizzare investimenti**. Il tema è cruciale posto che l'efficienza del soggetto che gestisce il servizio pubblico locale può concorrere al miglioramento della qualità ma solo l'agire sinergico di efficienza gestionale e infrastrutture adeguate è tale da garantire un reale miglioramento dell'offerta. Se il mercato liberalizzato può conseguire una migliore e più efficiente gestione del servizio e quindi, in parte, migliorarne la qualità, in alcuni casi la realizzazione di infrastrutture e di interventi di manutenzione ordinaria e straordinaria sono imprescindibili per ottenere significativi miglioramenti nell'offerta del servizio. Come noto la dotazione infrastrutturale è inadeguata e il settore si caratterizza per l'ingente fabbisogno di investimenti. E quindi il punto diventa come e dove reperire le risorse.

Il ruolo dei gestori è stato e sarà importante: negli ultimi anni gran parte degli investimenti è stata realizzata proprio dai soggetti industriali che hanno utilizzato l'elevata liquidità di cui disponevano e si sono indebitati (cfr. Finanza locale monitor 2009, analisi su un campione di imprese), nell'ultimo triennio si registra una maggiore stabilità nell'utilizzo della leva, e per il futuro gli spazi di manovra delle *local utilities* appaiono più limitati. Non emergono delle chiare evidenze fra indebitamento e dimensione di impresa, si evidenziano tuttavia alcune situazioni più critiche. In particolare, le imprese più piccole hanno un comportamento finanziario molto diversificato. Le imprese meno indebitate potrebbero ricorrere maggiormente all'indebitamento senza creare nessuna tensione. Al contrario le imprese più indebitate sono a un livello molto elevato di utilizzo della leva.

L'analisi di bilancio evidenzia un differente utilizzo della leva in base alla tipologia di gestore: nei servizi idrici risulta evidente il maggior utilizzo del *leverage* da parte delle imprese che gestiscono il servizio in base alla legge Galli.

La gestione industriale dei servizi porta fra l'altro anche a risparmi significativi per le finanze locali, per le quali la gestione dei servizi idrici e dei rifiuti ancora rappresenta un onere, che viene finanziato attraverso la fiscalità generale. Nell'attuale fase di stress sulle finanze locali risulta quindi ancora più urgente e necessario che le *utilities* locali vengano gestite in modo efficiente. Ma difficilmente le risorse necessarie per adeguare le reti e gli impianti potranno essere reperite in fondi pubblici. Anche per la realizzazione delle infrastrutture la crisi ha, infatti, ulteriormente ridotto il flusso di spesa per investimenti delle Amministrazioni locali, che registrano una significativa flessione negli ultimi anni.

In prospettiva risulta urgente pensare a un assetto regolatorio più definito (in particolare nell'acqua e nei rifiuti) al fine di liberare le risorse private. Per realizzare tali investimenti e per dotare il Paese di un moderno ed efficiente servizio pubblico è preliminarmente necessario chiarire in modo univoco, certo e duraturo il quadro normativo. La principale criticità è, infatti, attribuibile alla profonda incertezza normativa che ha contraddistinto l'ultimo decennio e continua a caratterizzare il settore.

Introduzione

Le rapide e profonde trasformazioni dello scenario in cui operano i gestori dei servizi pubblici locali (distribuzione di gas naturale, servizio idrico integrato, raccolta trattamento e smaltimento di rifiuti solidi urbani) stanno implicando radicali mutamenti nelle loro strategie e nella performance economico-finanziaria. In questo lavoro si intende presentare un'analisi sui dati di bilancio delle imprese che gestiscono i servizi pubblici locali elaborando i dati sia in modo aggregato che attraverso l'analisi dei singoli risultati aziendali. L'obiettivo è quello di verificare l'impatto del processo di consolidamento in atto sui bilanci delle *utilities* e il grado di trasversalità dei risultati, argomento quanto mai attuale anche alla luce delle recenti operazioni di cui tratta la cronaca economica, spesso non immuni da polemiche, a causa dell'importanza che i settori analizzati ricoprono nella vita dei cittadini. Come si stanno muovendo le imprese meglio performanti e quelle più in difficoltà? Quali sono le caratteristiche che garantiscono il successo delle aziende migliori?

Descrizione del campione di analisi

L'indagine si fonda su una rilevazione dei bilanci degli anni 2010, 2009 e 2008 relativi a un panel di 118 gestori del sistema idrico integrato, di 210 gestori della raccolta e smaltimento dei rifiuti solidi urbani, di 192 imprese che operano nella distribuzione gas. È stato utilizzato un campione chiuso, formato cioè da imprese incluse nella banca dati di bilanci aziendali del Servizio Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo in tutto il triennio. Non sono pertanto considerate le imprese nel frattempo cessate o "nate". Per dimensioni, importanza e tipologia di attività, le società sono tra le più rilevanti del comparto e rappresentano una quota considerevole degli operatori del settore.

L'analisi è stata realizzata sui bilanci di esercizio (non consolidati). I bilanci offrono una visione completa dello stato di salute delle imprese e consentono di focalizzare l'attenzione sia sugli aspetti economici sia su quelli finanziari e patrimoniali.

I campioni sono stati classificati in base a una pluralità di variabili. Quelle comuni ai tre settori sono le seguenti:

- **Dimensione d'impresa:** si sono costruite 5 classi di fatturato realizzato nel 2010:
 - micro imprese, imprese che hanno realizzato meno di 2 milioni di euro;
 - piccole imprese, il fatturato è compreso fra 2 e 10 milioni di euro;
 - medie imprese: fatturato tra 10 e 50 milioni;
 - medio-grandi imprese: fra 50 e 100 milioni il giro d'affari nel 2010;
 - grandi imprese con un fatturato superiore a 100 milioni di euro.
- **Proprietà:** sono state classificate come pubbliche le imprese il cui capitale è 100% pubblico, miste qualora nelle quote proprietarie rientri direttamente o indirettamente un soggetto privato o misto accanto alla proprietà pubblica; private se il capitale risulta totalmente in mano ai privati.

I dati medi celano realtà differenti, pertanto si è analizzata la performance delle imprese del campione utilizzando i dati delle singole aziende. Sulle principali variabili si sono calcolati i risultati conseguiti al 25°, al 50° e al 75° percentile al fine di evidenziare il grado di trasversalità dei risultati.

Il servizio idrico integrato

Nell'aggregato le società esaminate hanno realizzato nel 2010 un volume di fatturato che supera i 6,7 miliardi di euro.

Le imprese del campione sono state classificate, oltre che per dimensioni e proprietà, anche in base a:

- **Tipologia dell'affidamento:** se affidamento del servizio idrico è avvenuto sulla base delle disposizioni della legge Galli l'impresa appartiene al gruppo "affidamento", in caso contrario l'impresa viene classificata come "non affidamento". Le informazioni utilizzate sono di fonte Comitato di Vigilanza sulle Risorse Idriche (COVIRI);
- **Localizzazione:** le imprese vengono ripartite in base alla ripartizione territoriale in cui la società ha la sede legale;
- **Settore:** si sono creati due gruppi: imprese che operano unicamente nella gestione del ciclo idrico (Acqua); imprese che operano anche in altri settori (multi-utility).

Le imprese che hanno avuto l'affidamento ex legge Galli sono la maggioranza, ma un numero comunque considerevole (33) eroga il servizio in virtù di rapporti che esulano dall'attuale quadro normativo.

Le imprese che operano nelle regioni del Sud Italia sono solo 16, mentre un gran numero di soggetti è localizzato nelle regioni del Nord.

Con riferimento alla proprietà 79 imprese su 118 sono interamente pubbliche e realizzano un fatturato complessivo di 3.222 milioni di euro. Le imprese miste sono meno numerose (35) ma di maggiori dimensioni medie e infatti il loro fatturato supera quello delle imprese pubbliche. Nel campione sono state individuate solo 4 società a proprietà al 100% privata e vista l'esiguità del raggruppamento si è deciso di non considerare tale *cluster* nelle analisi successive.

Le imprese specializzate nel solo business idrico sono ben 83, mentre 35 affiancano al servizio idrico altre tipologie di servizi.

Quasi il 40% delle imprese è di dimensioni medie con un fatturato tra i 10 e i 50 milioni, quelle di maggiori dimensioni sono invece solo 15.

Suddivisioni del campione		
Tipologia di suddivisione	N. imprese	Fatturato 2010 (milioni di €)
Affidamento legge Galli		
Affidamento	85	5.609
Non affidamento	33	1.147
Ambito territoriale		
Nord-Ovest	50	1.596
Nord-Est	31	2.554
Centro	21	1.419
Sud	16	1.187
Proprietà		
Pubblica	79	3.222
Mista	35	3.430
Privata (non considerate)	4	104
Settore		
Acqua	83	3.984
Multi-utility	35	2.771
Totale campione	118	6.755

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Il campione per dimensione		
Classe di fatturato	N. imprese	Fatturato 2010 (milioni di €)
Meno di 2 mln – micro imprese	8	8
Fra 2 e 10 mln – piccole imprese	31	182
Fra 10 e 50 mln – medie imprese	47	1.283
Fra 50 e 100 mln – medio-grandi	17	1.125
Più di 100 mln – grandi imprese	15	4.158
Totale campione	118	6.755

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Il servizio di raccolta, trattamento e smaltimento dei rifiuti solidi urbani

Le imprese che in Italia si occupano di rifiuti sono migliaia, in quanto il settore è estremamente variegato e spazia dalle società che operano lungo l'intero ciclo di raccolta e smaltimento, a quelle che gestiscono solamente impianti di compostaggio, o discariche, o termovalorizzatori, o impianti di riciclaggio. Molte società si occupano poi di gestione dei servizi di smaltimento di particolari categorie di rifiuti, come ad esempio industriali o speciali. La nostra ricerca considera le imprese che operano nella gestione del servizio di raccolta, trattamento e smaltimento dei rifiuti solidi urbani. Il campione analizzato ha realizzato nel 2010 un fatturato di 6,4 miliardi di euro.

Anche in questo caso dimensioni e proprietà sono variabili comuni, a cui vengono aggiunte:

- **Localizzazione:** in base anche in questo caso a dove la società ha la sede legale;
- **Settore:** indicando come "RSU" le imprese che operano esclusivamente nel servizio di igiene urbana, ovvero se sono specializzate nella gestione della raccolta e smaltimento dei rifiuti; le imprese che affiancano anche altri business a quello ambientale sono state denominate *multi-utility*.

La suddivisione delle imprese per area geografica vede prevalere le imprese del Nord-Ovest, ma la distribuzione del campione a livello nazionale è abbastanza omogenea, in particolar modo per quanto riguarda il fatturato dei diversi *cluster*.

La tipologia di operatori considerata vede una prevalenza di società pubbliche (che rappresentano il 70% del totale del campione), o a capitale misto pubblico-privato. Nell'analisi si individuano 9 società private che si occupano di raccolta, trattamento e/o smaltimento dei rifiuti, un numero che ci permette comunque di prendere in considerazione nelle nostre analisi le imprese il cui capitale è totalmente privato.

Anche in questo settore la maggior parte delle imprese (oltre il 40%) è di medie dimensioni, mentre quelle che possono essere considerate grandi sono soltanto 12.

Suddivisioni del campione		
Tipologia di suddivisione	N. imprese	Fatturato 2010 (milioni di €)
Ambito territoriale		
Nord-Ovest	70	1.983
Nord-Est	37	1.635
Centro	45	1.976
Sud	58	813
Proprietà		
Pubblica	148	3.777
Mista	53	2.144
Privata	9	486
Settore		
RSU	150	4.396
Multi-utility	60	2.011
Totale campione	210	6.407

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Il campione per dimensione		
Classe di fatturato	N. imprese	Fatturato 2010 (milioni di €)
Meno di 2 mln – micro imprese	26	26
Fra 2 e 10 mln – piccole imprese	66	350
Fra 10 e 50 mln – medie imprese	88	1.948
Fra 50 e 100 mln – medio-grandi	18	1.129
Più di 100 mln – grandi imprese	12	2.955
Totale campione	210	6.407

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Il servizio di distribuzione del gas naturale

Le società che si occupano di distribuzione del gas che rientrano nel campione vantavano nel 2010 un volume di fatturato totale pari a quasi 6,5 miliardi di euro, per complessivi 16 mila addetti.

Le imprese sono state classificate in base al settore in 4 categorie:

- distributori: operano esclusivamente nel servizio di distribuzione. Nel complesso rientrano in questa categoria 139 imprese che nel 2010 hanno realizzato un fatturato di 3 miliardi di euro;
- Imprese multi-utility: operano anche in altri servizi (acqua, rifiuti...). Nel complesso si tratta di 31 imprese, che hanno realizzato 2,4 miliardi di euro di fatturato;
- Imprese energetiche: operano nel comparto elettrico e/o del gas naturale. Si tratta di 19 imprese con un fatturato complessivo di 761 milioni di euro;
- 3 imprese che offrono il servizio di distribuzione e vendita di gas, con un fatturato pari a 277 milioni.

Inoltre il campione è stato disaggregato in base alla classe di Rab posseduta dal gruppo di riferimento. I valori sulla Rab sono stati stimati da REF-E¹. Si sono creati 4 *cluster* (valori da 1 a 4). I *cut-off* scelti sono i seguenti:

- 1 miliardo di euro
- 100 milioni di euro
- 10 milioni di euro

Anche per quanto riguarda il gas vengono individuate variabili quali proprietà e dimensioni. Le dimensioni vengono però ritenute meno incisive rispetto al Rab e verrà quindi utilizzato quest'ultimo nelle analisi che seguiranno.

Le 192 imprese fanno capo a 174 gruppi diversi. Hera, Eni e F2i sono i gruppi di maggiori dimensioni in termini di fatturato e sono presenti nel campione con rispettivamente 2, 2 e 4 imprese.

La maggior parte delle imprese, quasi il 70%, è di dimensioni micro-piccole con un fatturato inferiore ai 10 milioni. Le imprese grandi sono 9. Quelle con Rab inferiore a 10 milioni sono pari a oltre la metà del campione.

Il settore della distribuzione del gas risulta, all'interno della nostra analisi, quello con maggiore presenza di operatori privati. Sono, infatti, ben 69 le aziende private, rispetto a 77 imprese

¹ Cfr WP "Il nuovo assetto della distribuzione gas: aspetti istituzionali e di mercato" presentato nel corso del Workshop Distribuzione gas: la rivoluzione che verrà, promosso da Intesa Sanpaolo e REF-E il 7 febbraio 2012.

invece totalmente pubbliche. Le restanti sono a capitale misto e sono quelle che in media possono vantare le maggiori dimensioni.

Il campione per settore		
Settore	N. imprese	Fatturato 2010 (milioni di €)
Distribuzione gas	139	3.018
Multi-utility	31	2.410
Energia	19	761
Distribuzione e vendita gas	3	277
Totale campione	192	6.466

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Il campione per dimensione		
Classe di fatturato	N. imprese	Fatturato 2010 (milioni di €)
Meno di 2 mln – micro imprese	70	74
Fra 2 e 10 mln – piccole imprese	62	509
Fra 10 e 50 mln – medie imprese	43	1.080
Fra 50 e 100 mln – medio-grandi	8	740
Più di 100 mln – grandi imprese	9	4.063
Totale campione	192	6.466

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Il campione per classe di Rab posseduta del gruppo di riferimento		
Classe di Rab	N. imprese	Fatturato 2010 (milioni di €)
Molto grandi (Rab > 1 mld di €)	6	1.857
Grandi (Rab fra 100 mln e 1 mld di €)	23	2.482
Medie (Rab fra 10 e 100 mln di €)	60	1.339
Piccole (rab < 10 mln di €)	103	787
Totale campione	192	6.466

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

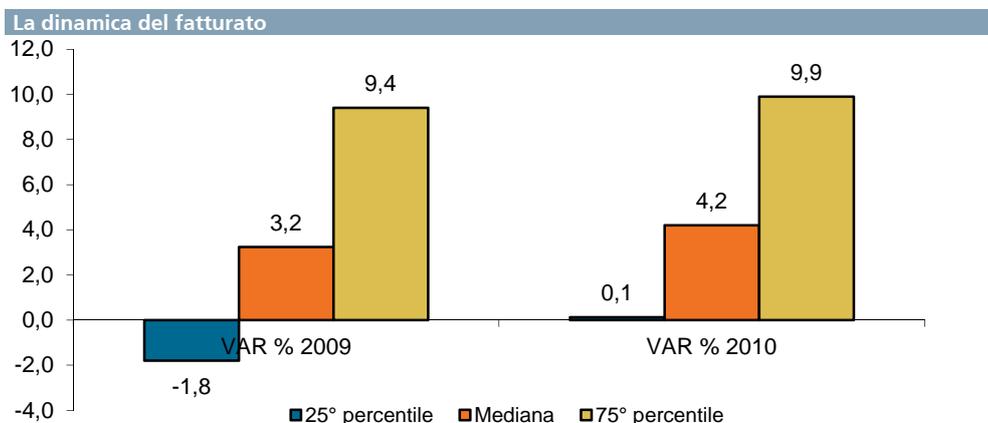
Il campione per tipologia di proprietà		
Settore	N. imprese	Fatturato 2010 (milioni di €)
Pubblica	77	1.128
Mista	46	4.368
Privata	69	970
Totale campione	192	6.466

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

I risultati economico-finanziari

Il servizio idrico integrato

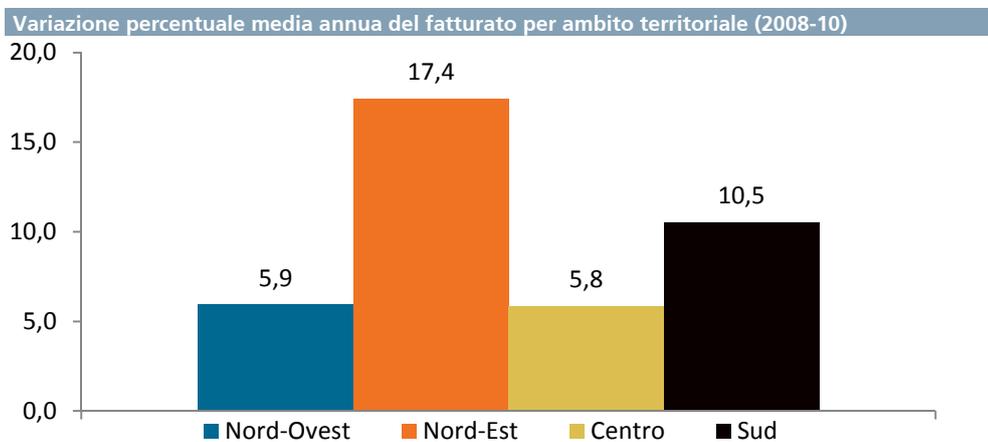
Il fatturato delle imprese che operano nel settore idrico presenta dinamiche in crescita sia nel 2009 che nel 2010. Il tasso di crescita in valori mediani si attesta al 3,2% nel 2009 e al 4,2% nel 2010. Il fatturato del campione in aggregato ha in realtà subito un ridimensionamento tra il 2008 e il 2009, ma ciò si è concentrato nelle imprese peggiori. Mentre al 25° percentile si assiste, infatti, a una diminuzione nel periodo 2008-09 e a un incremento minimo nel 2010, le imprese migliori (75° percentile) vedono un aumento del fatturato pari quasi al 10% annuo.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

A livello aggregato l'aumento medio annuo del fatturato tra il 2008 e il 2010 è stato pari al **9,5% annuo**. Con riferimento ai *cluster* costruiti, si evidenziano le seguenti tendenze nelle variazioni medie annue.

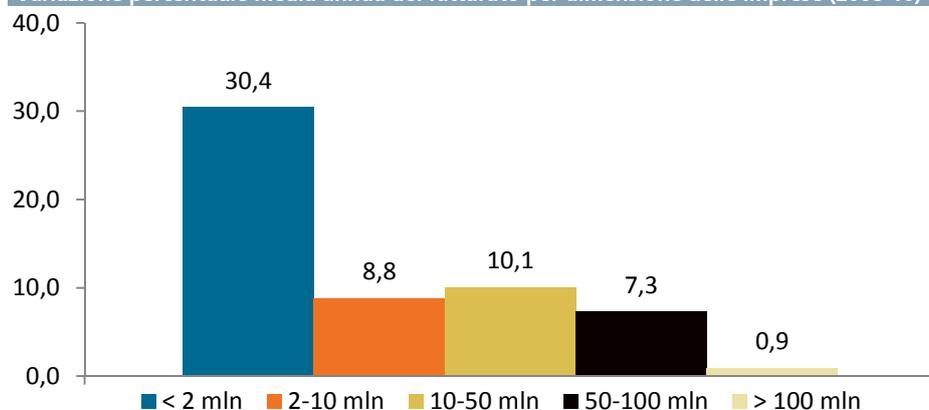
- Non si notano significative differenziazioni tra affidatarie o meno della gestione del ciclo idrico integrato.
- Con riferimento all'ambito territoriale le performance medie annue sono positive in tutte le ripartizioni. La crescita media annua più rilevante si ha nella regione del Nord-Est (17,4%) e a seguire del Sud, mentre quelle del Nord-Ovest e Centro sono praticamente uguali.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

- L'analisi per classe dimensionale mostra un'ottima performance delle micro imprese (meno di 2 milioni di euro di fatturato), che realizzano oltre il 30% di crescita media annua. All'aumentare delle dimensioni, diminuisce la dinamicità del fatturato. Le aziende maggiori praticamente non crescono negli anni considerati. Il risultato viene peggiorato dalla flessione del fatturato di alcune grandi imprese, *in primis* HERA, la più grande multi-utility del campione.

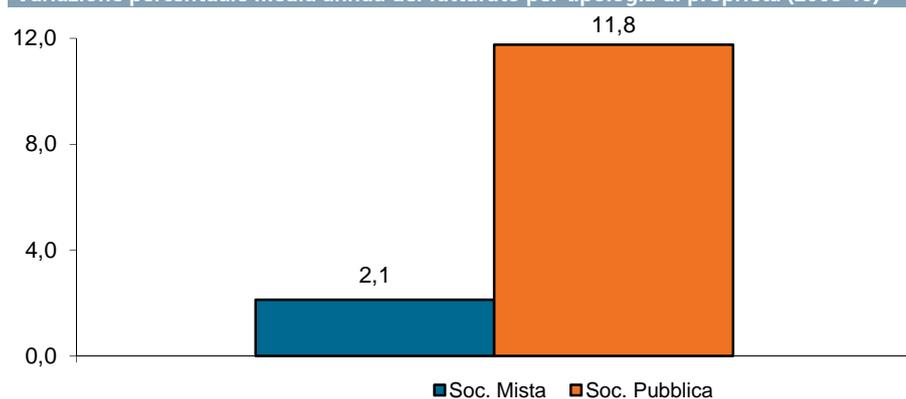
Variatione percentuale media annua del fatturato per dimensione delle imprese (2008-10)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

- Sotto l'aspetto proprietario, prevalgono nettamente le imprese a capitale totalmente pubblico (11,8% rispetto al 2,1%). L'aumento del fatturato annuo medio è pari a oltre cinque volte quello delle società a capitale misto.

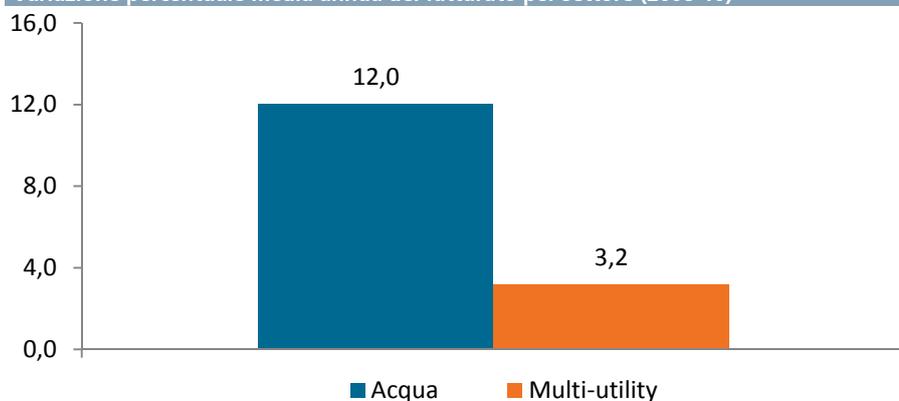
Variatione percentuale media annua del fatturato per tipologia di proprietà (2008-10)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

- Infine, si hanno risultati sostanzialmente migliori per quanto riguarda le aziende mono-utility, che realizzano un tasso di crescita media del fatturato tra 2008 e 2010 di quasi quattro volte quello delle multi-utility (12% rispetto al 3,2%). La presenza di *business* maggiormente ciclici rispetto a quello dell'acqua (come quello dell'energia) può aver avuto un influsso negativo per quanto riguarda la crescita del fatturato delle società multi-utility.

Variazione percentuale media annua del fatturato per settore (2008-10)



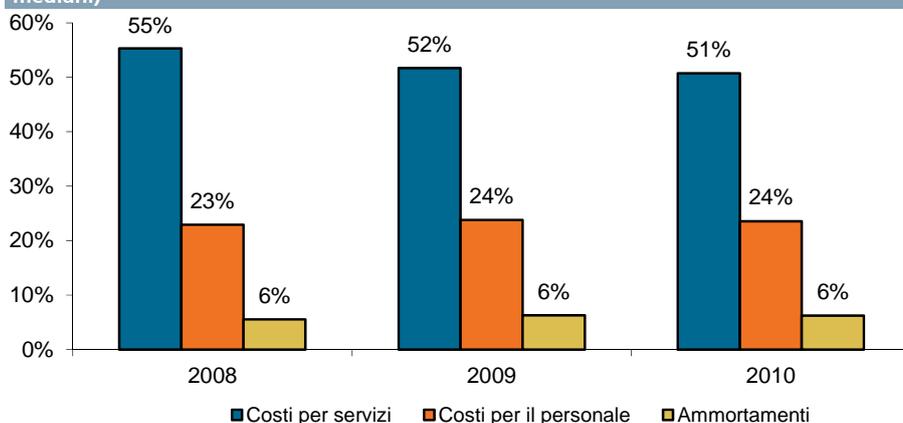
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Prendendo ora in considerazione i costi sostenuti dalle imprese, si nota come il costo degli acquisti di servizi (di grande impatto per questa tipologia di business) sia in discesa negli anni passando dal 55% del fatturato nel 2008 al 51% nel 2010 al valore mediano.

Il costo del lavoro appare invece fondamentalmente stabile, con un valore del 24% nel 2010.

Infine, gli ammortamenti di beni materiali rimangono abbastanza stabili, pari a circa il 6% del fatturato.

Costi per servizi, costi per il personale, ammortamenti di beni materiali in % del fatturato (valori mediani)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

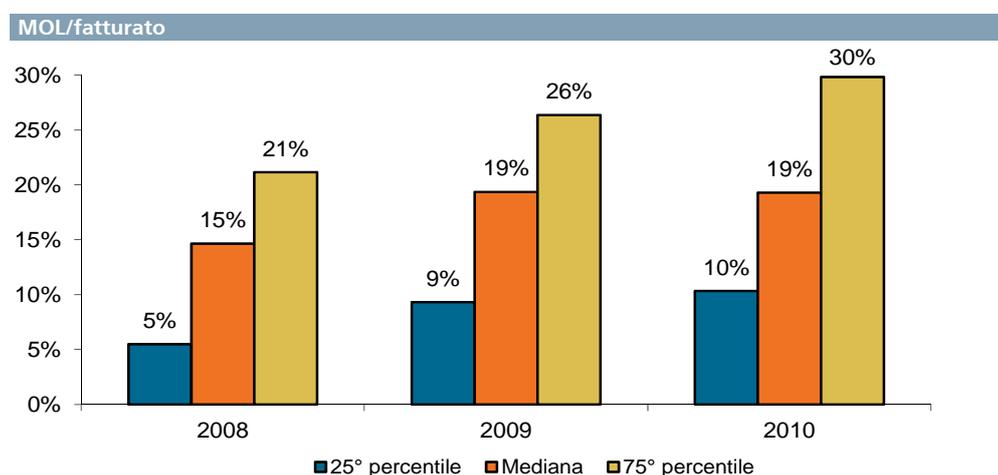
Nel 2010 l'incidenza del costo del lavoro sul fatturato risulta simile fra società affidatarie ex Galli e non. In dinamica si evidenzia un trend opposto: le società affidatarie hanno un costo del lavoro in impercettibile salita, mentre quelle non affidatarie vedono l'incidenza del lavoro scendere di circa 2,5 punti percentuali. Si vede quindi una convergenza che lascia presupporre che non si vada verso una differenziazione delle dinamiche dei costi per le due tipologie di imprese, almeno nel periodo considerato. **Le differenze più significative nel peso del costo del lavoro si evidenziano fra aree territoriali: il Nord mantiene un rapporto inferiore, mentre Centro e Sud sono su valori anche di oltre 6 punti percentuali maggiori.** A livello dimensionale le aziende piccole mostrano un'incidenza inferiore, fino a 10 punti percentuali in meno rispetto alle imprese più grandi. Il dato ha senso anche alla luce del peso dei costi per servizi, in quanto è probabile che le imprese più piccole esternalizzino parte delle funzioni che le imprese maggiori

svolgono al proprio interno.

Dal punto di vista territoriale le differenze sono ancora più marcate con riferimento all'analisi dei costi per servizi. L'incidenza dei costi per servizi si mostra in diminuzione in tutte le ripartizioni, le differenze territoriali nei livelli tendono pertanto a perdurare e rimangono significative (10 punti percentuali di meno al Centro rispetto al Nord).

Gli ammortamenti di beni materiali vedono in ambito territoriale un valore elevato soprattutto nelle regioni del Nord-est e di seguito in quelle del Centro, mentre molto basso è il dato del Sud. Nelle aziende che hanno sede nelle regioni meridionali il peso degli ammortamenti di beni materiali sul fatturato è appena la metà di quello delle imprese del Centro e poco più di un terzo di quelle del Nord-Est.

Il margine operativo lordo (MOL) si attesta al 19% del fatturato nel 2010. Tra il 2008 e il 2010 il MOL/fatturato è in miglioramento.



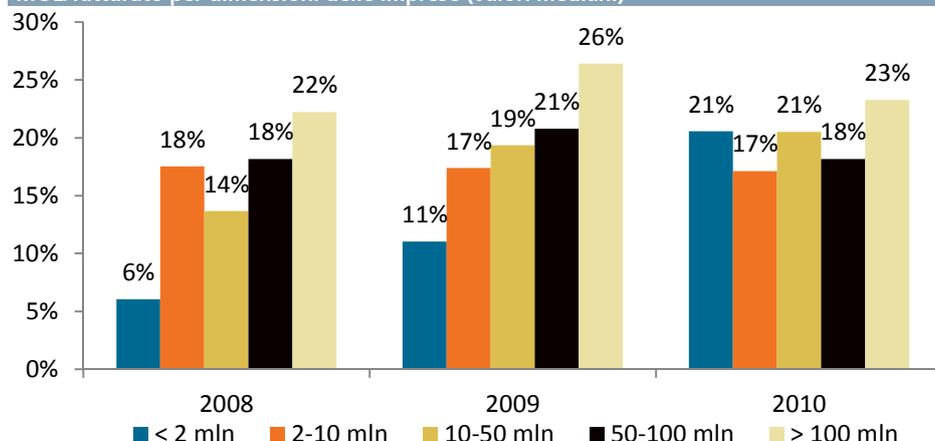
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

L'andamento del MOL non si differenzia particolarmente per i concessionari ex-legge Galli rispetto a chi non lo è.

Dal punto di vista territoriale invece balza subito all'occhio la performance in forte peggioramento delle società che hanno sede nelle regioni meridionali, mentre al contrario migliorano anche significativamente le imprese localizzate in altre aree del Paese. Nel 2010 al Sud il MOL supera appena il 10% del fatturato, nel Nord-Est arriva quasi al 25%.

Il MOL/fatturato cresce in maniera abbastanza correlata all'aumentare delle dimensioni delle imprese ed è in progressivo miglioramento tra il 2008 e il 2009. Nel 2010 il gap fra grandi e piccole imprese è di circa 6 punti percentuali (23% per le imprese grandi, 17% per le imprese con fatturato compreso tra 2 e 10 milioni).

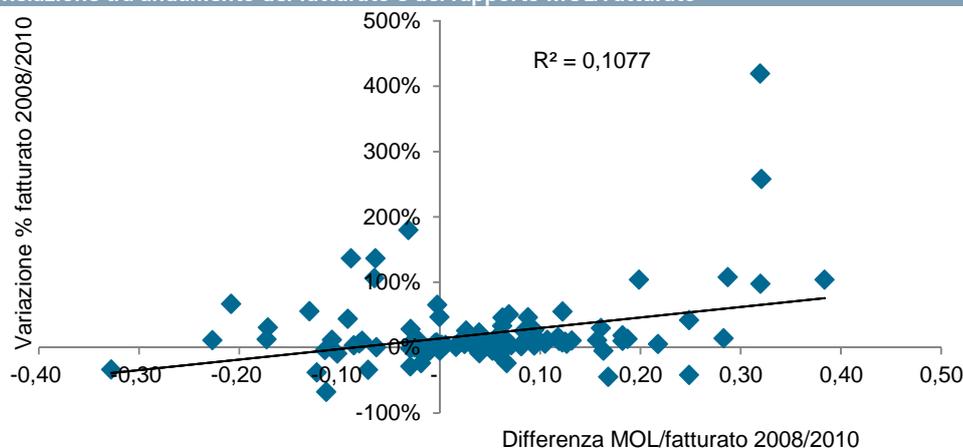
MOL/fatturato per dimensioni delle imprese (valori medi)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Mettendo a confronto l'aumento di fatturato tra il 2008 e il 2010 con la variazione del rapporto MOL/Fatturato emerge una relazione positiva (si veda il seguente grafico a dispersione). **Le aziende che aumentano la loro dimensione, tendono a ottenere anche un margine operativo lordo in miglioramento.**

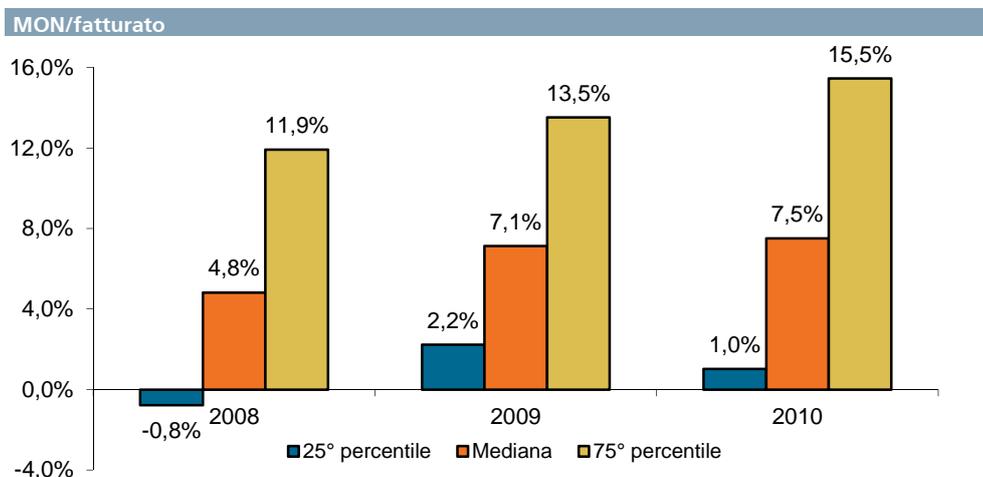
Relazione tra andamento del fatturato e del rapporto MOL/Fatturato



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Le imprese a capitale misto pubblico-privato e quelle pubbliche tendono a convergere verso valori simili. Si riscontrano infine performance migliori e crescenti in caso di società mono-utility, che partono da valori molto simili nel 2008 rispetto alle multi-utility ma arrivano nel 2010 al 21%, superandole di circa 6 punti percentuali.

Il margine operativo netto sul fatturato passa nel 2010 al 7,5% rispetto al 4,8% del 2008. Il gap tende ad allargarsi tra il valore registrato al 25° percentile del campione (nel 2010 pari all'1%) e quello al 75° percentile (che supera invece il 15%).



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

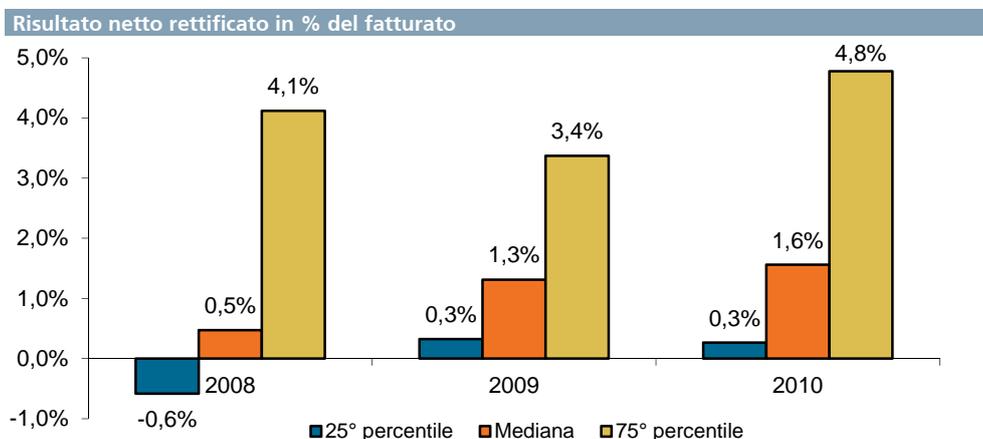
Anche in questo caso l'affidamento o meno della gestione del ciclo idrico integrato non comporta differenze sostanziali.

Dall'analisi territoriale emergono invece in maniera evidente i problemi delle società con sede nelle regioni meridionali, che hanno un risultato addirittura in negativo nel 2010, mentre l'area migliore, il Centro, vanta un valore pari al 13%.

Se analizziamo il dato sulla base della tipologia di proprietà notiamo una convergenza che ricalca quella analizzata precedentemente nel caso del MOL: le differenze a livello mediano tra società pubbliche e miste tendono a diminuire.

Infine, si riscontrano risultati migliori e crescenti nel caso di imprese che si occupano solamente di gestione del servizio idrico integrato (9,2% nel 2010 rispetto al 4,4% delle imprese multi-utility).

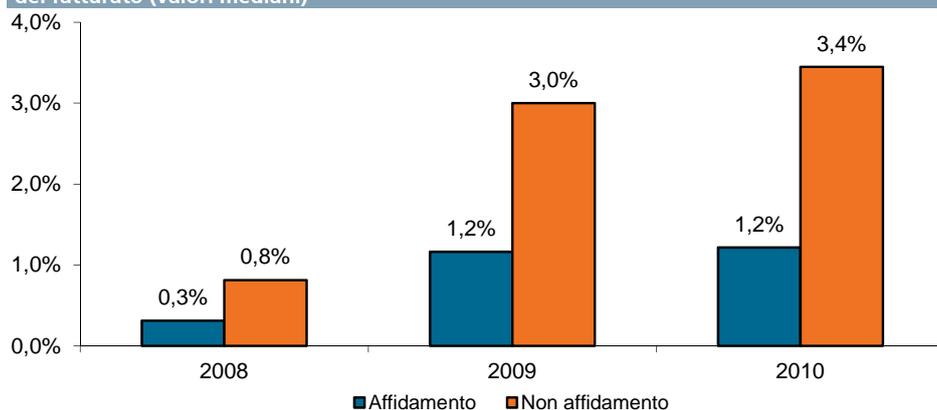
Il risultato netto rettificato si presenta in sensibile miglioramento a livello mediano ed è pari all'1,6% nel 2010. Mentre però le imprese peggiori faticano a trovare la strada per chiudere i bilanci in utile, anche se comunque solo nel 2008 si è verificava una perdita, le imprese al 75° percentile aumentano il loro differenziale in positivo. Nel settore quindi gli utili premiano sempre di più le imprese migliori.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

La suddivisione tra aziende a cui è stato affidato il servizio idrico integrato e quelle a cui non lo è stato vede prevalere queste ultime, che ottengono risultati quasi tre volte migliori. Una situazione che potrebbe però nascondere delle problematiche. Gli operatori affidatari del servizio idrico sono, infatti, quelli che hanno comunque ottenuto la gestione del servizio in un sistema di liberalizzazione "regolata", di concorrenza per il mercato, mentre le società che al contrario gestiscono un servizio senza l'affidamento potrebbero essere soggette alle classiche rendite di posizione, che niente hanno di positivo per il sistema economico e per i consumatori.

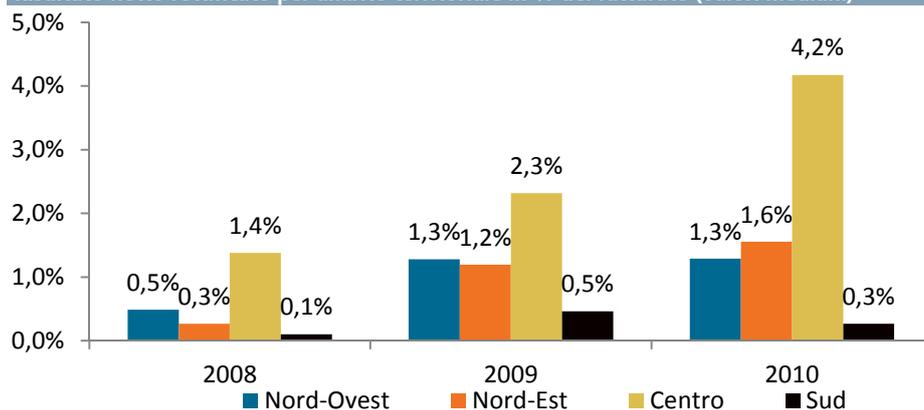
Risultato netto rettificato per affidamento o meno della gestione dei servizi idrici integrati in % del fatturato (valori mediani)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

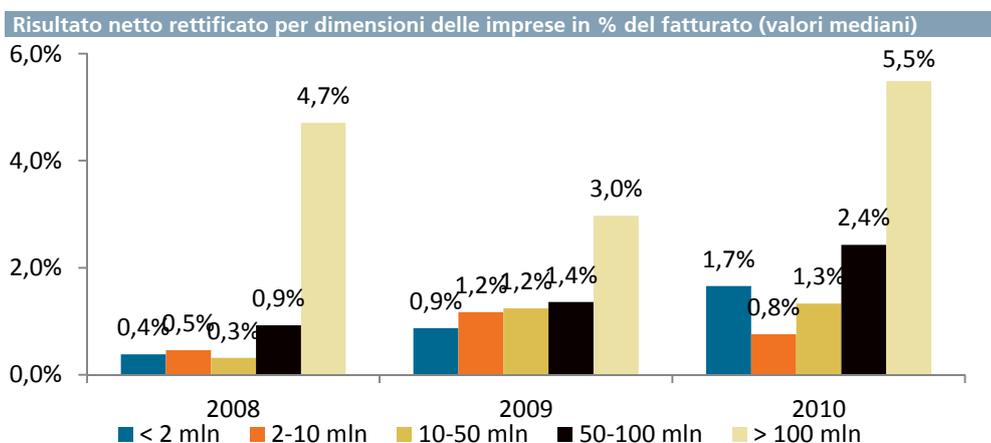
Dal punto di vista territoriale i risultati migliori sono realizzati dalle imprese del Centro Italia, tra l'altro in forte crescita. Molto bassi sono invece gli utili per le società meridionali, addirittura in discesa tra il 2009 e il 2010 (tra l'altro si registrano perdite al 25° percentile). Chiaramente dal punto di vista territoriale permane una debolezza per le imprese che operano nei contesti maggiormente svantaggiati del Paese.

Risultato netto rettificato per ambito territoriale in % del fatturato (valori mediani)

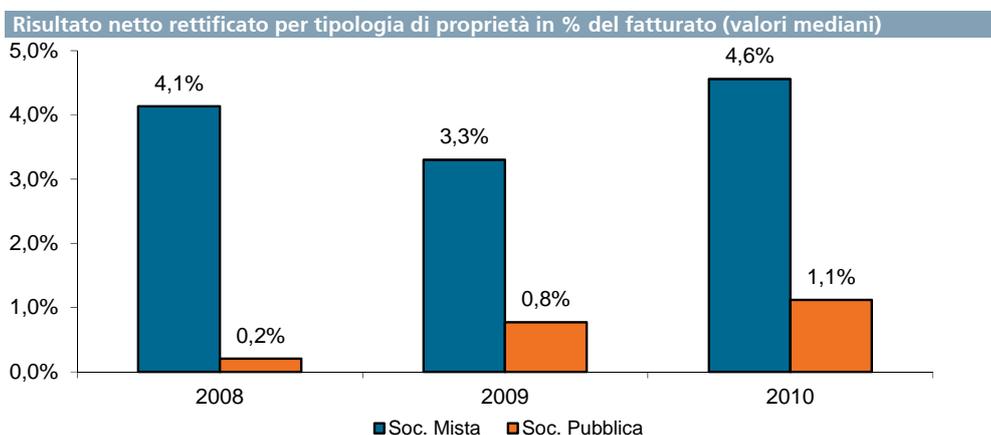


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Il risultato netto sembra poi essere la più chiara dimostrazione dell'importanza delle dimensioni. Mentre infatti altri indicatori vedono buone performance anche delle piccole imprese, quando poi si va ad analizzare la *bottom line*, si nota come le dimensioni contino. La crescita degli utili è direttamente proporzionale alla classe dimensionale delle imprese e i risultati di gran lunga migliori sono quelli ottenuti nelle aziende più grandi. L'invito al consolidamento, che ha guidato l'intero processo di riforma (tutte le normative varate dalla legge Galli in poi tendono infatti a favorire il consolidamento del settore), viene certificato anche dai dati di bilancio qui analizzati.

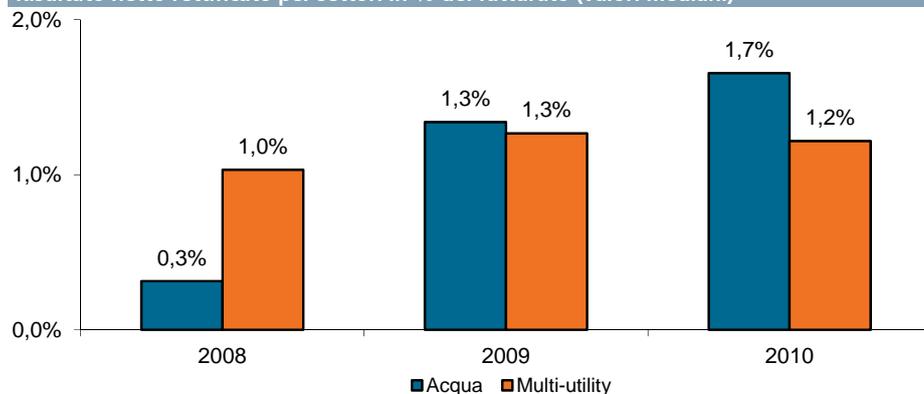


Assolutamente rilevante risulta anche la differenza tra le società a totale capitale pubblico e quelle che vedono anche una partecipazione privata. **Le imprese con uno o più soci privati sono naturalmente maggiormente incentivate a ottenere un profitto, poiché proprio questo rappresenta la ragione che li spinge all'investimento nel servizio pubblico.** Ferma restando l'importanza di offrire un servizio di qualità per i cittadini, non si può fare a meno di notare come la presenza di capitale privato favorisca una gestione economicamente sostenibile dell'impresa, e possa favorire gli stessi enti pubblici, che, partecipando alle società miste, ne ricevono eventuali utili distribuiti. Il dibattito sulla privatizzazione o meno del servizio idrico integrato è riesplso recentemente a causa di alcuni casi di progressiva riduzione del perimetro pubblico (esistono però anche casi che vanno nella direzione opposta). Alla luce dei dati di bilancio l'importanza del compito svolto dai privati sembra innegabile.



Infine, nel 2010 non esiste una sostanziale differenza di risultati a seconda che una società operi solo nel settore della gestione della distribuzione idrica o che al contrario sia una multi-utility. Interessante è però notare come la performance è di grande miglioramento per le società mono-utility, mentre è sostanzialmente piatta per le multi-utility. Ad appiattare i risultati di queste ultime possono aver contribuito proprio gli altri *business*.

Risultato netto rettificato per settori in % del fatturato (valori mediani)

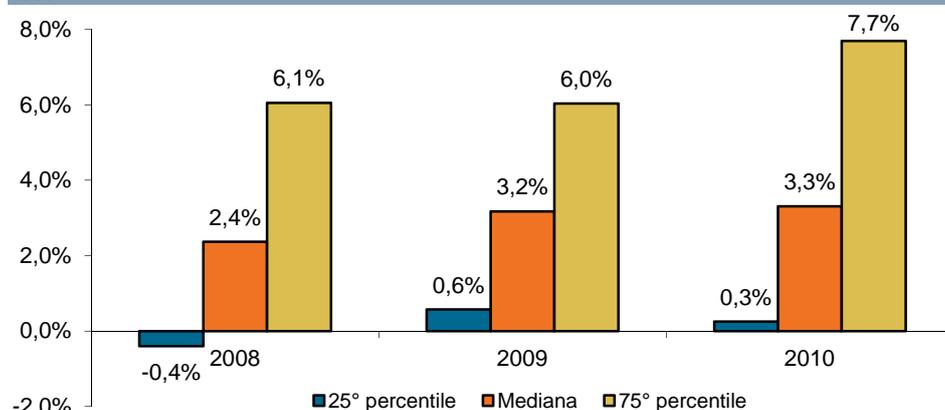


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Il livello e l'evoluzione dei margini unitari ha naturalmente influenzato la dinamica del ROI, che è una misura sintetica dei risultati della gestione industriale, e ne ha tratto beneficio anche la redditività complessiva (ROE al netto delle imposte). La redditività delle imprese del campione risulta, infatti, in crescita.

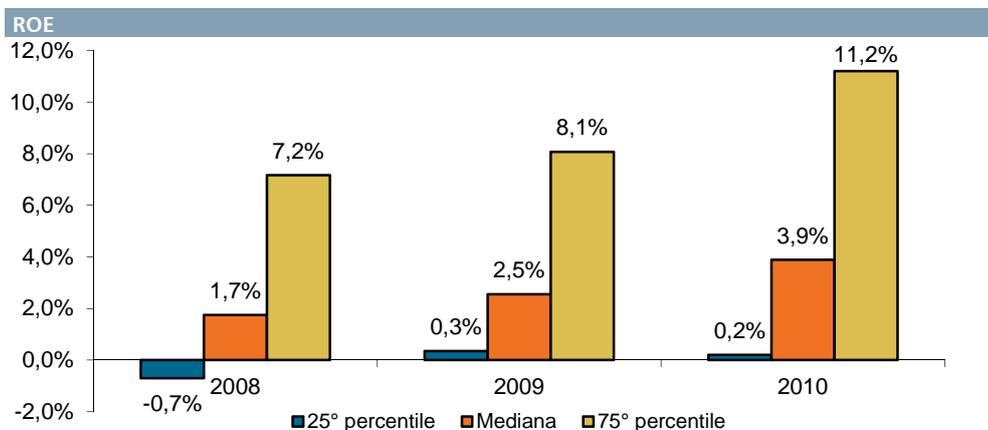
Il ROI (Return on Investments) è in crescita nel periodo considerato, tranne che nel caso delle aziende meno virtuose. Mentre infatti la dinamica del campione al 25° percentile è in peggioramento tra il 2009 e il 2010, negli altri casi la performance migliora e passa dal 2,4% nel 2008 al 3,3% nel 2010 al valore mediano e dal 6,1% nel 2008 al 7,7% nel 2010 al 75° percentile.

ROI



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Ancora migliori sono le performance che riguardano il ROE (Return on Equity), che vede un ottimo risultato soprattutto per le imprese migliori. Al 75° percentile il ROE passa dal 7,2% del 2008 all'11,2% del 2010. La buona performance del ROE è legata anche alla nuova riduzione del costo del debito, favorito dal calo dei tassi di interesse.

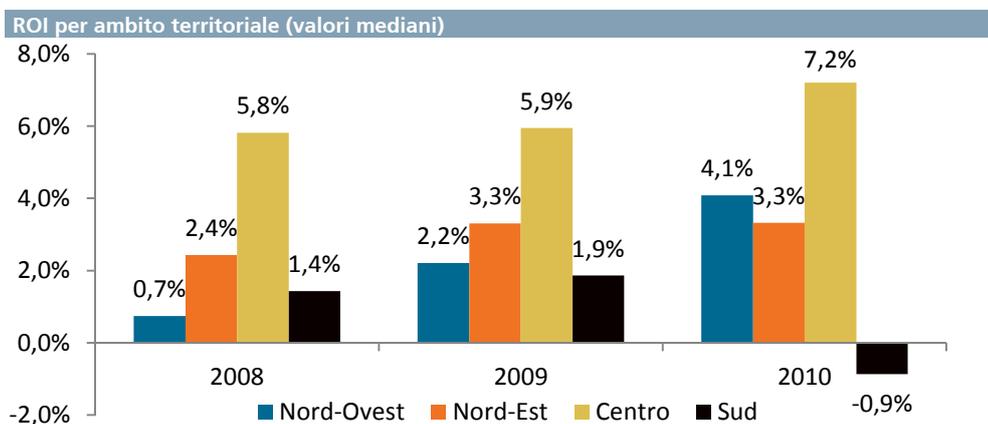


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

I maggiori progressi nel triennio si ottengono al 75° percentile. Il gap fra migliori e peggiori infatti si amplia.

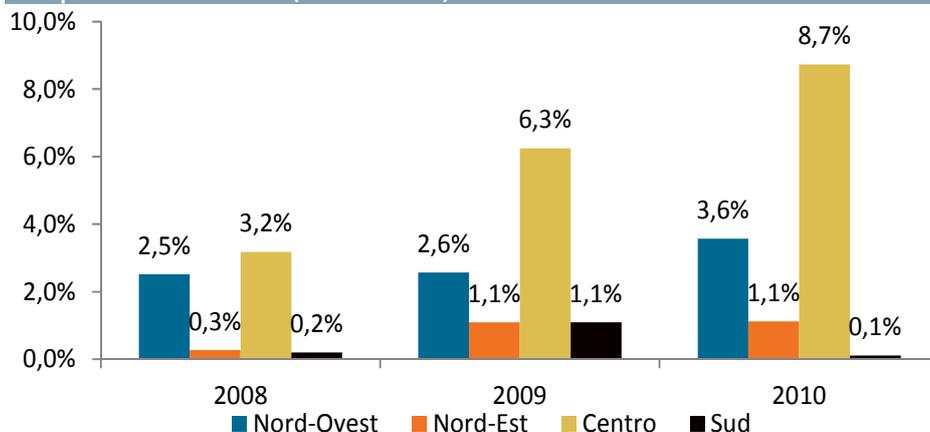
Il ROI mediano delle società affidatarie risulta abbastanza costante seppur in crescita e si presenta nel 2010 abbastanza vicino a quello delle società non affidatarie, che parte da un livello inferiore, ma cresce di più. Il ROE vede invece performance che negli anni migliorano in maniera simile per entrambe le tipologie di società.

Dal punto di vista territoriale esistono grandi differenze. Anche ROI e ROE confermano le basse performance delle imprese del Sud, che nel 2010 scontano un ROI negativo per oltre il 50% delle imprese.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

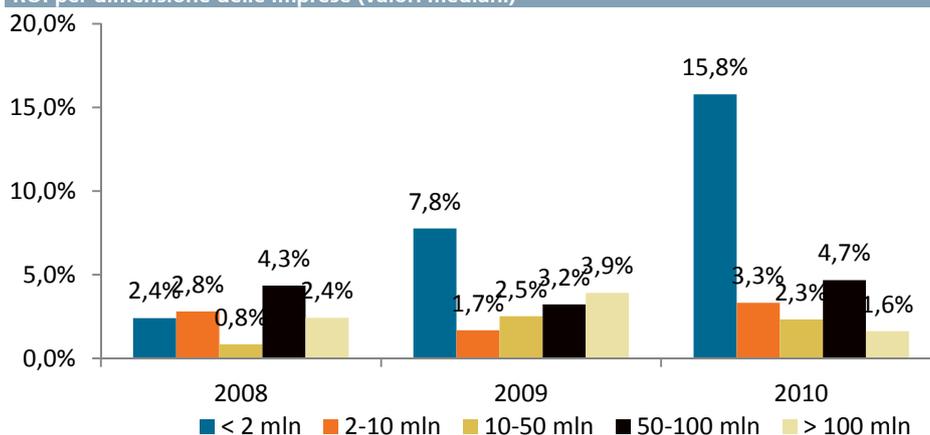
ROE per ambito territoriale (valori medi)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

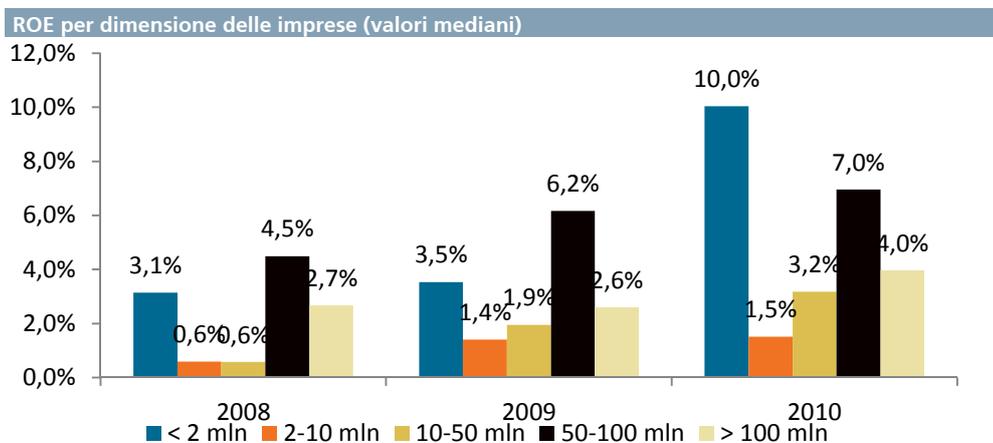
Analizzando le dimensioni, otteniamo che i risultati migliori di ROI e ROE si hanno nel caso delle società più piccole.

ROI per dimensione delle imprese (valori medi)



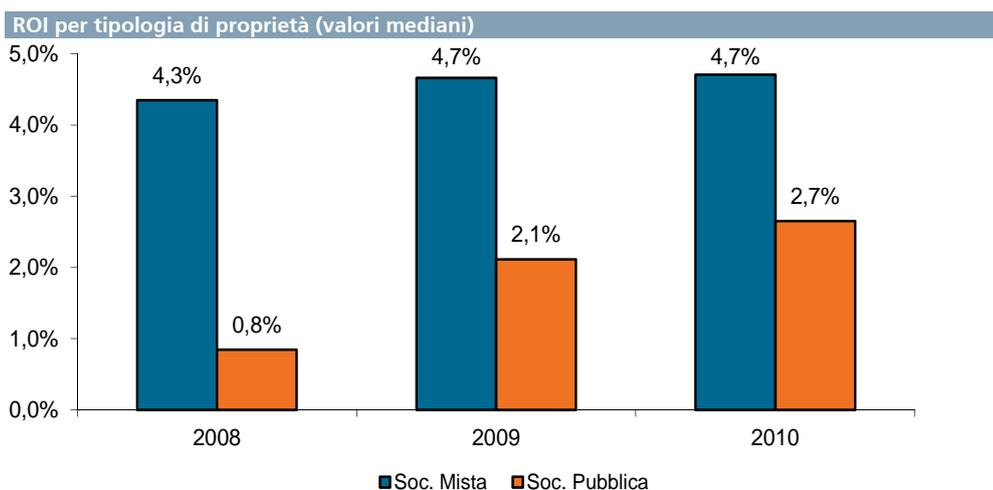
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Le imprese di minori dimensioni arrivano nel 2010 a un ROE del 10%. Buoni anche i risultati delle imprese medio-grandi, con fatturato compreso tra i 50 e i 100 milioni, che hanno raggiunto un ROE del 7% nel 2010. Il costo del debito ha presentato per le aziende un netto miglioramento tra il 2008 e il 2010. Il costo del debito era nel 2010 inversamente proporzionale alle dimensioni delle imprese, con le imprese maggiori che hanno visto scendere il costo del debito dal 5,4% dei debiti finanziari nel 2008 al 2,5% nel 2010, mentre le imprese minori hanno addirittura avuto una performance opposta, con il costo del debito salito dal 3,2% del 2008 al 4% del 2010.



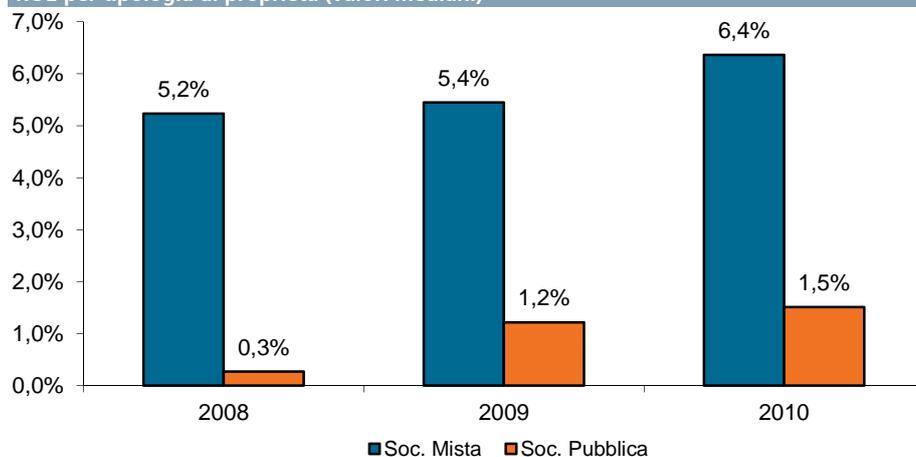
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Sia ROI che ROE risultano migliori nel caso di società miste. Le imprese pubbliche hanno una dinamica maggiormente in crescita, ma superano nel 2010 appena la metà del ROI delle società miste e nemmeno un quarto del ROE.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

ROE per tipologia di proprietà (valori mediани)

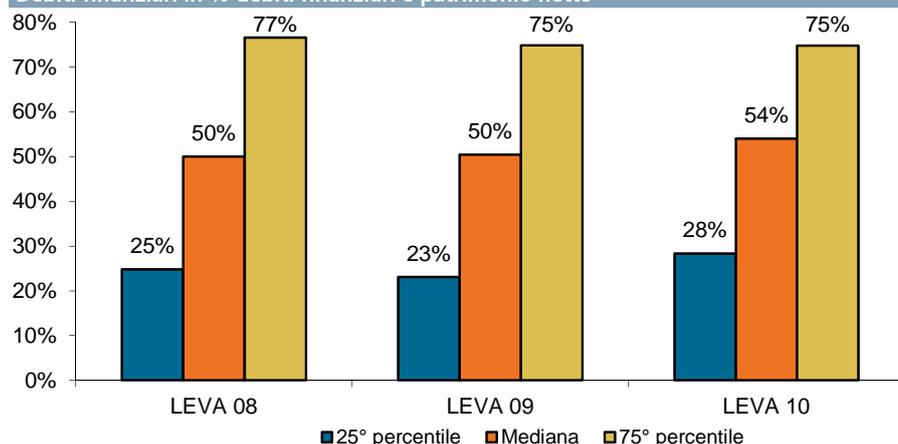


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Per quanto riguarda la suddivisione tra società di gestione del sistema idrico integrato e multi-utility, le prime vantano sia ROI che ROE migliore. Nel 2010 il ROE per le aziende mono-business raggiunge un livello più che doppio rispetto alle multi-utility (4,3% rispetto a 2%).

Analizziamo ora la leva finanziaria. Il valore mediano non risulta preoccupante: è in leggera crescita nel triennio 2008-10, ma si colloca comunque al 54% nel 2010. Al 25° percentile la leva è molto più bassa, ma è in crescita nel triennio (28% nel 2010), mentre al 75° percentile abbiamo una leva elevata che potrebbe creare qualche tensione, ma che segue un trend leggermente in discesa (75% nel 2010).

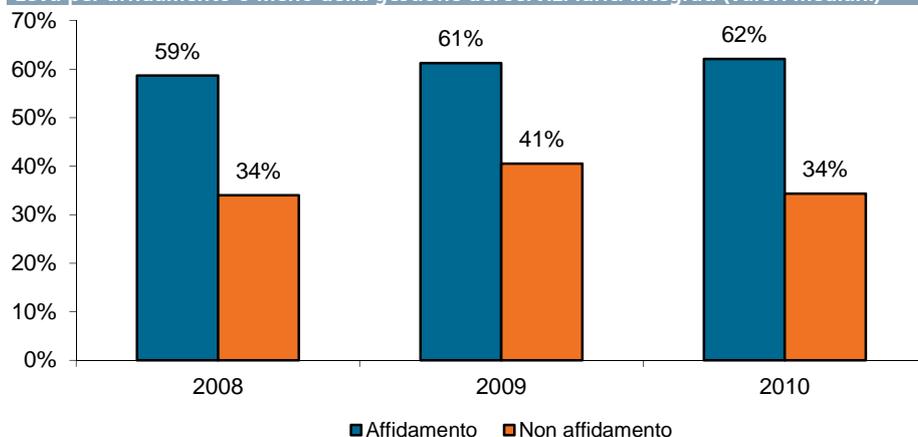
Debiti finanziari in % debiti finanziari e patrimonio netto



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Interessante come la leva sia molto bassa per le imprese non affidatarie di servizi idrici, che nel 2010 hanno un livello pari praticamente a quello del 2008, 34%. Nel caso invece delle imprese affidatarie il livello arriva al 62% nel 2010. Sembra quasi che il mancato affidamento abbia portato a una situazione di "stallo", con conseguente stasi anche dell'indebitamento, necessario per investimenti. Situazione non positiva per il comparto se ciò si traduce nel blocco di quelle opere necessarie per l'ammodernamento.

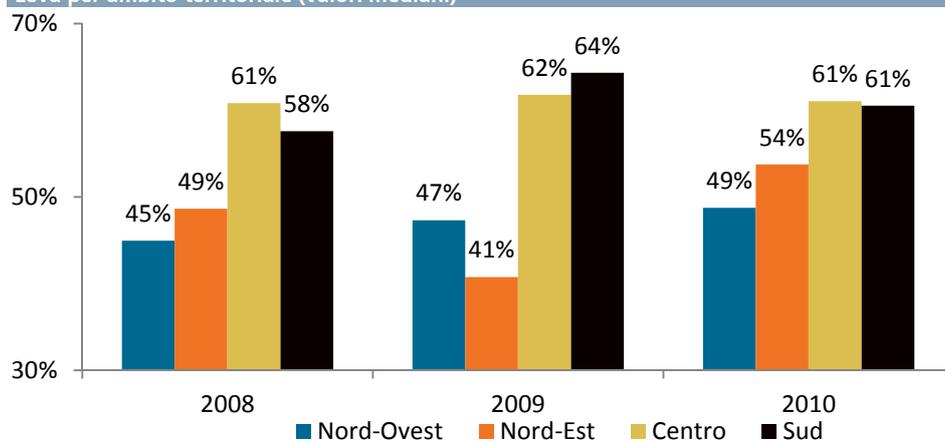
Leva per affidamento o meno della gestione dei servizi idrici integrati (valori mediani)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

La leva più elevata si riscontra nelle aziende con sede nelle regioni del Centro, ma in questo caso non sembrano esservi grandi rischi dato che tali imprese sono anche quelle che possono vantare indici reddituali migliori. Più preoccupante sembra essere la situazione nelle regioni del Sud, dove a livelli di indebitamento elevati si associa una bassa redditività.

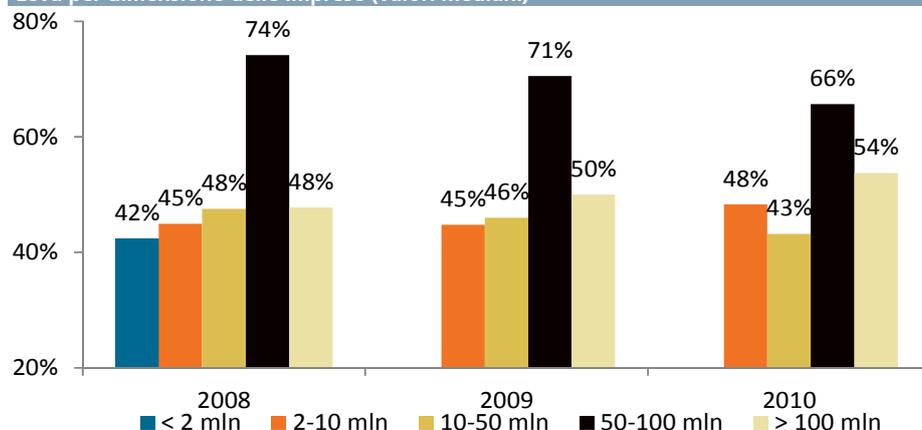
Leva per ambito territoriale (valori mediani)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Per quanto riguarda le dimensioni, la leva è più elevata tra le imprese medio-grandi, pari nel 2010 al 66% a livello mediano. Il valore si presenta comunque in diminuzione di oltre 8 punti rispetto al 2008, seguendo un positivo processo di riduzione dell'indebitamento dei cluster che ne vedevano un'incidenza troppo elevata.

Leva per dimensione delle imprese (valori medi)

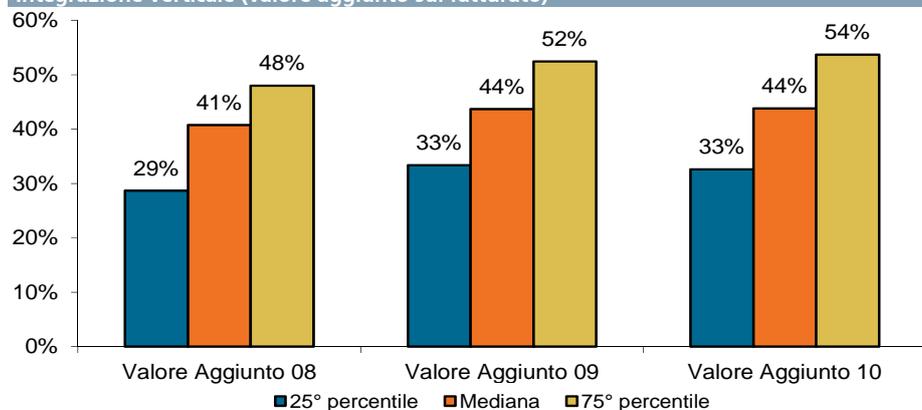


Nota: non si hanno i dati per calcolare la leva nel 2009-2010 per le micro imprese. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Nel 2010 sostanzialmente non si avevano grandi differenze tra società miste/pubbliche o mono/multi-utility. Nonostante il livello fosse un po' più basso per le società pubbliche e per quelle multi-utility, nel corso del triennio queste differenze si sono smussate.

L'integrazione verticale, calcolata come valore aggiunto sul fatturato, è cresciuta nel triennio, soprattutto tra il 2008 e il 2009, per restare poi sostanzialmente costante.

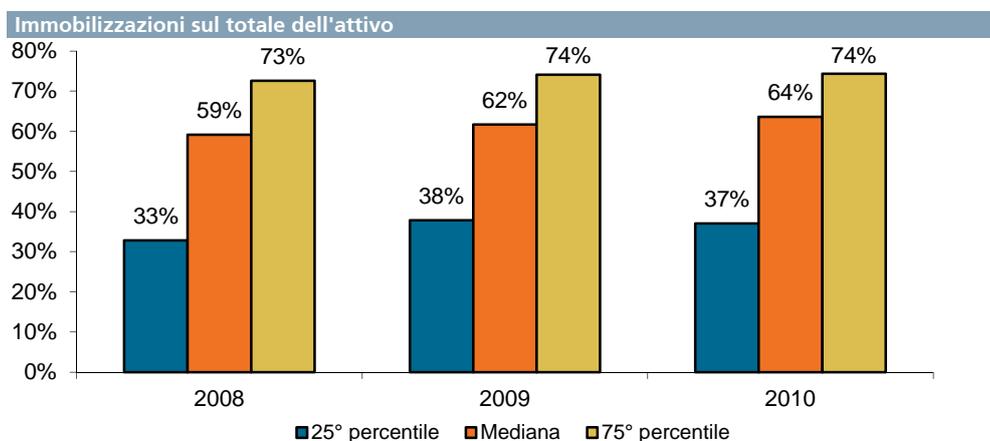
Integrazione verticale (valore aggiunto sul fatturato)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Per quanto riguarda le suddivisioni del campione, le differenziazioni maggiori si hanno nell'ambito territoriale, che vede un'integrazione verticale meno incisiva al Sud e in quello dimensionale, che col crescere del fatturato, vede aumentare anche l'incidenza del valore aggiunto su fatturato.

Le immobilizzazioni rappresentano oltre il 60% dell'attivo, per due terzi costituite da immobilizzazioni materiali, in crescita negli anni.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Dal punto di vista territoriale vediamo un livello molto basso di immobilizzazioni nelle aziende del Sud. In queste regioni, come visto precedentemente, sono molto bassi gli ammortamenti materiali.

Ciò significa un basso livello di investimenti, **cosa particolarmente preoccupante essendo il Sud l'area che ne è maggiormente deficitaria**. All'aumentare delle dimensioni, cresce anche l'impatto delle immobilizzazioni sull'attivo. Nelle aziende più piccole, le immobilizzazioni sono molto più basse – come si può dedurre anche dall'ammortamento – a causa di una minore incidenza di quelle materiali. Anche le aziende maggiori hanno un livello di immobilizzazioni materiali non elevatissimo, ma il livello totale è comunque rilevante per l'incidenza di quelle immateriali.

Le imprese pubbliche hanno un'incidenza delle immobilizzazioni di qualche punto superiore rispetto a quelle miste, che deriva da un maggiore peso di quelle materiali. Le immobilizzazioni materiali risultano invece molto più basse nel caso di società miste, che hanno però un livello maggiore di immobilizzazioni immateriali.

Infine le aziende multi-utility mostrano un impatto molto maggiore delle immobilizzazioni (dovuto a quelle materiali) rispetto alle mono-utility.

Il servizio di raccolta, trattamento e smaltimento dei rifiuti solidi urbani

Passiamo ora ad analizzare le imprese che si occupano di raccolta e gestione dei rifiuti solidi urbani. Anche in questo caso nel triennio si registra una crescita: 4,4% tra il 2008 e il 2009 e 3,8% tra il 2009 e il 2010 a livello mediano. Nel 2009, *annus horribilis* dell'economia reale, questo settore ha visto crescere il fatturato in maniera ancora maggiore rispetto al 2010, a conferma di come le dinamiche della gestione dei servizi ambientali si presentino estremamente interessanti per il presente e per il futuro². La domanda di raccolta, trattamento e smaltimento dei rifiuti solidi urbani risulta infatti debolmente correlata ai consumi e più significativamente legata al trend demografico.

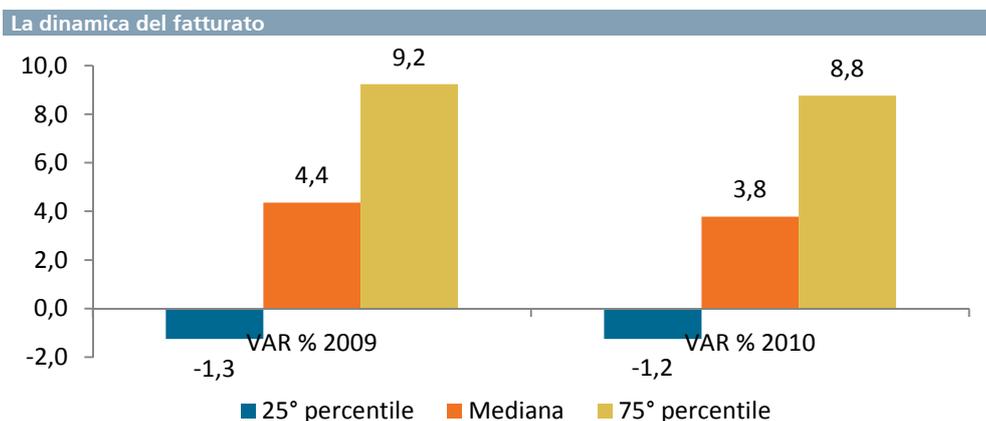
² La relazione fra produzione di rifiuti, consumi e popolazione è stata modellizzata da Sbandati-Cima (1999). Nel modello viene utilizzata una funzione di produzione dei rifiuti lineare dipendente da due variabili esplicative: i consumi e la popolazione. I dati utilizzati per la stima si riferiscono al periodo 1992-1997.

Le elaborazioni conducono a una stima dell'elasticità della produzione di rifiuti rispetto ai consumi e rispetto alla popolazione. La prima risulta pari a 0,28 punti percentuali, che significa che variazioni di 1 punto percentuale dei consumi portano a variazioni nella quantità di rifiuti prodotta dell'0,28%.

L'elasticità rispetto alla popolazione è prossima ad 1 e quindi incrementi nella popolazione si ripercuotono con pari intensità sulla quantità di rifiuti prodotta.

I valori delle elasticità non sembrano subire modifiche né nel tempo né nello spazio.

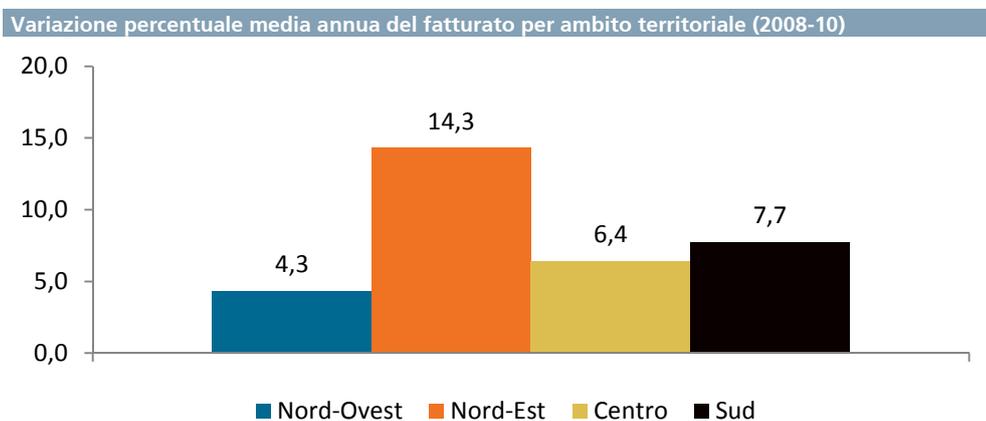
Esiste un'elevata eterogeneità di risultati. Al 25° percentile si assiste a una diminuzione del fatturato sia nel 2009 che nel 2010. Le imprese migliori (75° percentile) vedono un aumento del fatturato pari quasi al 9% annuo, anche in questo caso con performance di poco migliori nel 2009 rispetto al 2010.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Nel triennio il fatturato delle imprese è aumentato in media del 7,5% all'anno.

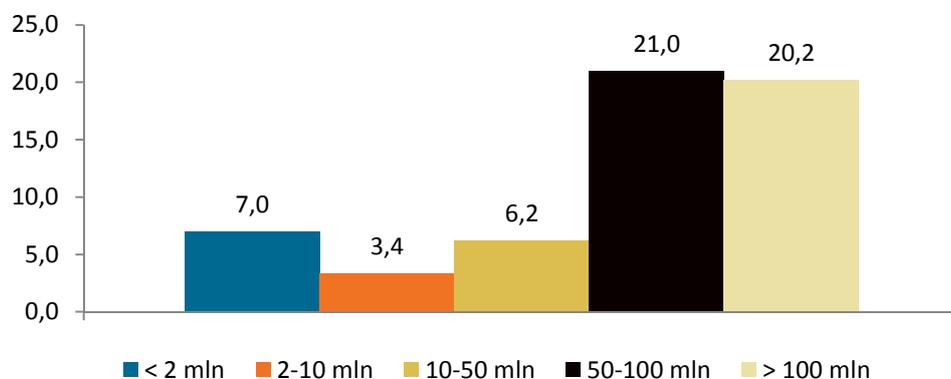
Analizzando la ripartizione territoriale si nota come le performance medie annue di crescita del fatturato siano tutte positive, anche se le differenze sono importanti. Il Nord-Est ha la crescita media annua più rilevante, pari ad oltre tre volte quella del Nord-Ovest. Seguono in una posizione intermedia le imprese con sede nelle regioni del Centro e del Sud Italia.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Dall'analisi su scala dimensionale emergono come imprese migliori quelle con almeno 50 milioni di euro di fatturato nel 2010, che vedono un incremento del fatturato in media di oltre il 20% all'anno. I risultati di crescita delle altre imprese sono decisamente più contenuti rispetto a quelle più grandi. Dal confronto con il ciclo idrico si nota una situazione diametralmente opposta.

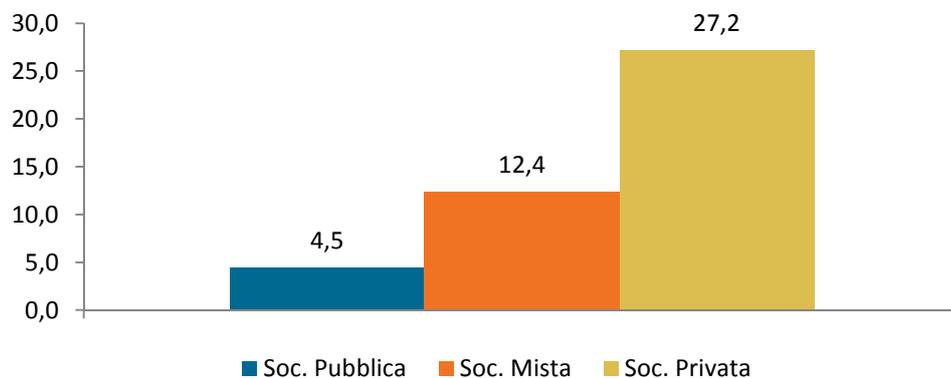
Variatione percentuale media annua del fatturato per dimensione delle imprese (2008-10)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Vanno in senso opposto rispetto alle imprese idriche anche le dinamiche di crescita analizzate in base alla tipologia di proprietà. **Nel caso dei RSU, sono decisamente più positivi i risultati delle imprese a capitale privato** (oltre il 27% di crescita annua), **a seguire quelle con capitale misto** (12,4%), **ed infine le imprese a capitale interamente pubblico** (4,5%). La presenza di azionisti privati rappresenta una variabile correlata a migliori risultati in termini di dinamicità del fatturato.

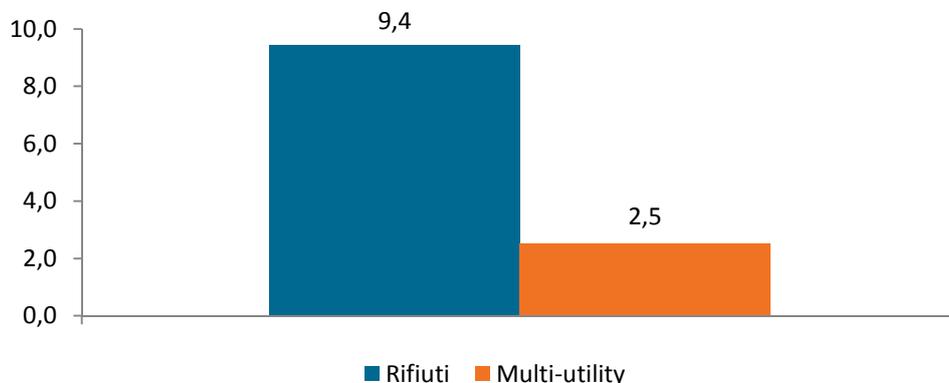
Variatione percentuale media annua del fatturato per tipologia di proprietà (2008-10)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Infine, **aumentano maggiormente il fatturato le imprese che si occupano solamente di gestione dei RSU**, che archiviano un tasso di crescita media pari a quasi quattro volte quello delle aziende multi-utility (9,4% rispetto a 2,5%). Una possibile spiegazione di questo fenomeno, già riscontrato durante l'analisi delle imprese attive nella gestione del ciclo idrico integrato, riguarda la presenza delle imprese multi-utility anche in *business* maggiormente ciclici rispetto a quello dei rifiuti.

Variazione percentuale media annua del fatturato per settore (2008-10)



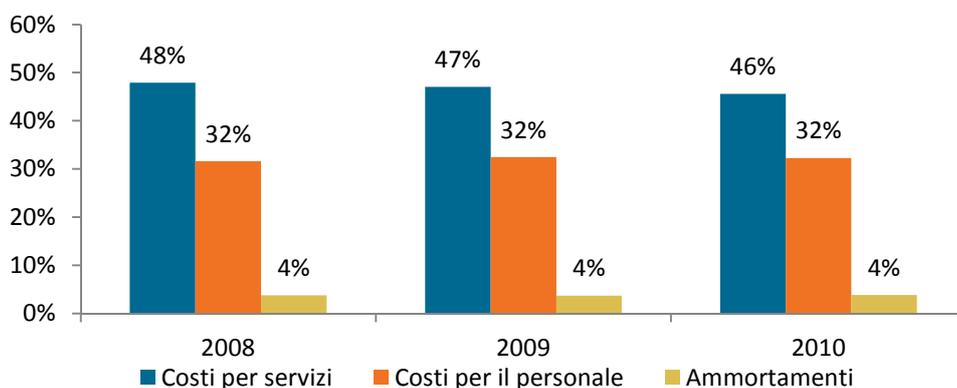
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Per quanto riguarda i costi sostenuti dalle imprese (torniamo nuovamente ad analizzare il valore mediano), vediamo come gli acquisti di servizi si presentino in lieve ma costante discesa nei tre anni considerati, passando da un valore a livello mediano del 48% del fatturato nel 2008 al 46% nel 2010.

Il costo del lavoro appare invece fondamentalemente stabile, con un valore mediano pari a circa il 32% nel 2010. La tipologia di business implica un utilizzo mediamente elevato di personale.

Anche per quanto riguarda gli ammortamenti di beni materiali non si hanno variazioni sostanziali, con un valore pari al 4% del fatturato.

Costi per servizi, costi per il personale, ammortamenti di beni materiali in % del fatturato (valori mediani)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

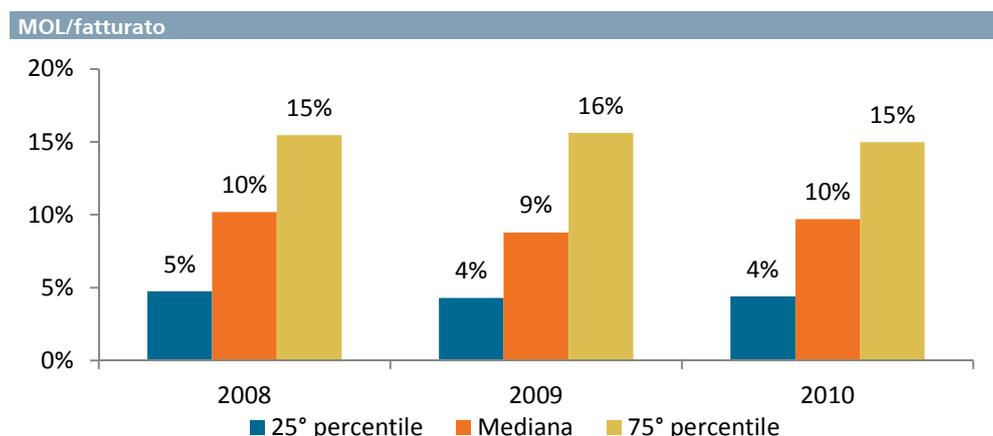
Dal punto di vista territoriale, l'incidenza dei costi per i servizi sul fatturato presenta differenze evidenti. Al Sud si riscontra un'incidenza di 14 punti percentuali inferiore rispetto a quanto realizzato dalle imprese del Nord-Est nel 2010. Il trend vede una decrescita nei tre anni in tutte le aree, tranne che nelle regioni meridionali, dove si ha una situazione abbastanza statica. La situazione dell'incidenza del costo del personale è (abbastanza intuitivamente) capovolta, con al Sud oltre metà del fatturato che finisce nella remunerazione del personale, contro un livello che si attesta al 23% nel Nord-Est (e comunque non supera il 33% anche al Centro). Gli ammortamenti sono mediamente costanti. Al Sud si mantengono a livelli inferiori rispetto al resto del Paese, situazione comune anche al settore idrico.

Per quanto riguarda le dimensioni delle imprese, sono quelle con fatturato compreso tra 10 e 50 milioni di euro che vedono la maggiore incidenza del costo dei servizi sul fatturato. Nel triennio si ha una diminuzione (o un livello costante) per tutte le fasce dimensionali. Opposto è l'andamento del costo del lavoro, che invece cresce (o rimane costante). Per quanto riguarda gli ammortamenti materiali, infine, non si hanno significative variazioni: le imprese più grandi vantano un valore mediano praticamente doppio rispetto alle altre categorie.

Le imprese pubbliche sono quelle che presentano un'incidenza maggiore di costi per servizi, mentre sono le società private quelle che presentano valori maggiori di costi per il personale. Gli ammortamenti di beni materiali sono invece pari, nelle aziende private, alla metà rispetto alle altre tipologie di società.

Le differenze tra società mono e multi-utility non sono molto significative. Quella più sostanziale riguarda il costo per il personale, che risulta maggiore per le imprese che si occupano solamente di rifiuti. Il costo del lavoro incide maggiormente perché la raccolta dei rifiuti è un settore *labour-intensive*. Le società concentrate su questa attività hanno quindi più personale rispetto a chi si occupa di altri servizi pubblici locali.

Il MOL/fatturato non subisce cambiamenti sostanziali nel corso degli anni presi in considerazione. A livello mediano il MOL si colloca a circa il 10% del fatturato.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

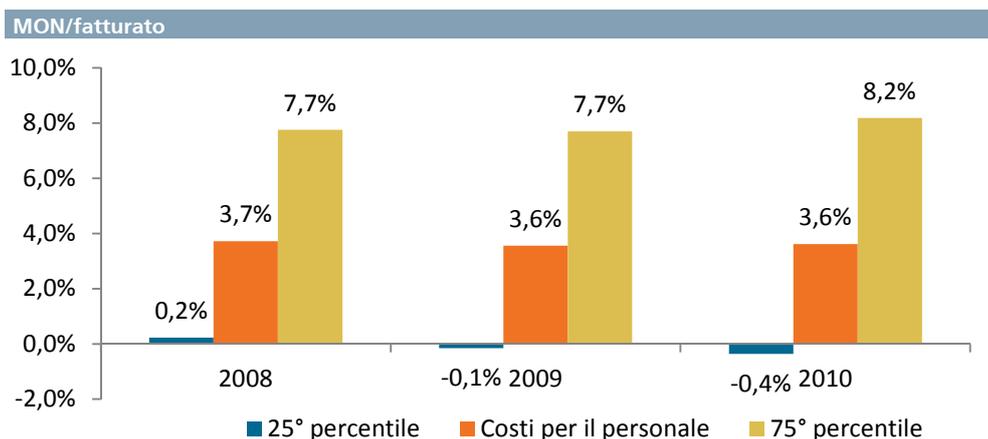
Anche in questo settore si riscontrano preoccupanti performance al Sud, che non solo si presenta come il territorio con risultati peggiori (circa 6% nel 2010, rispetto al 12% delle aree migliori), ma vede anche un progressivo deterioramento del MOL nel corso dei tre anni (era pari quasi al 9% nel 2008), mentre alcune altre zone presentano anche un leggero miglioramento.

Il MOL/fatturato cresce con l'aumentare delle dimensioni delle imprese e presenta un trend abbastanza piatto nei tre anni considerati. I migliori risultati sono quelli delle imprese grandi, che ad esempio nel 2010 presentano un MOL su fatturato del 16%, 11 punti percentuali superiore rispetto alle aziende più piccole.

Le imprese private vantano un risultato sempre superiore rispetto alle altre tipologie di società (oltre 12% nel 2010 rispetto al 9% di quelle pubbliche).

Infine, si riscontrano performance migliori in caso di società multi-utility (11%) rispetto alle società che si occupano solamente della gestione dei rifiuti (8%).

Il margine operativo netto sul fatturato si attesta a livello mediano intorno al 3,6% e non varia in maniera rilevante nell'arco dei tre anni considerati. Al 25° percentile del campione si riscontra un lieve peggioramento che porta il valore in terreno negativo negli anni 2009-10, mentre si assiste al contrario a un miglioramento (seppur anche in questo caso modesto) del valore a livello di 75° percentile (8,2% nel 2010).



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Similmente a quanto visto per il MOL, emerge una situazione preoccupante e in peggioramento delle imprese presenti nelle regioni meridionali, mentre nelle altre aree si assiste a un andamento costante del MON/fatturato o, addirittura, in lieve miglioramento (1,9% al Sud nel 2010, oltre il 4% nelle aree migliori).

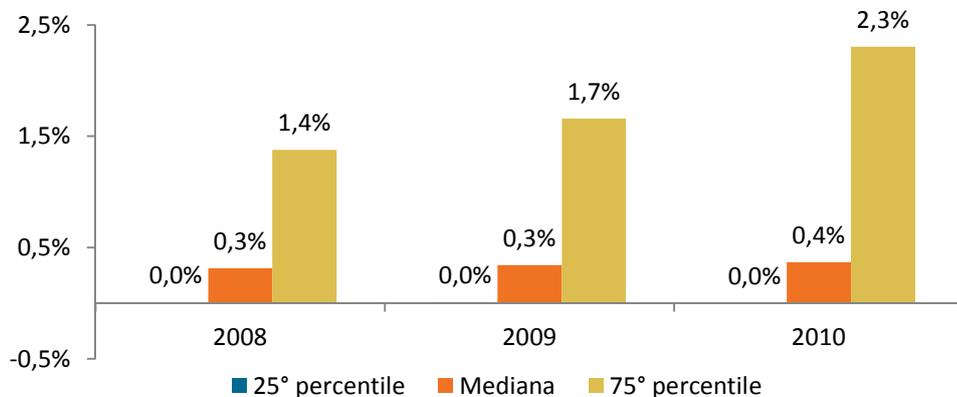
Per quanto riguarda le dimensioni delle imprese, il risultato migliore è quello delle più grandi (6,1% nel 2010), che sono anche le uniche in cui si riscontra un aumento del MON sul fatturato nel 2010 rispetto al 2008.

Riguardo la tipologia di proprietà notiamo come i migliori risultati si abbiano per le società a capitale privato (7% nel 2010), con un gap maggiore rispetto a quanto avviene per il MOL. Le società a capitale interamente pubblico vedono diminuire il risultato negli anni considerati fino al 3,1% del 2010.

Infine, si riscontrano risultati molti simili e convergenti per quanto riguarda il modello di business delle imprese.

Il risultato netto rettificato a livello mediano si mantiene costante a 0,3-0,4%. Al 25° percentile rimane ancorato intorno allo zero, mentre risultati positivi si riscontrano al 75° percentile, dove si assiste a un progressivo miglioramento del risultato netto, che passa dall'1,4% del 2008 al 2,3% del 2010.

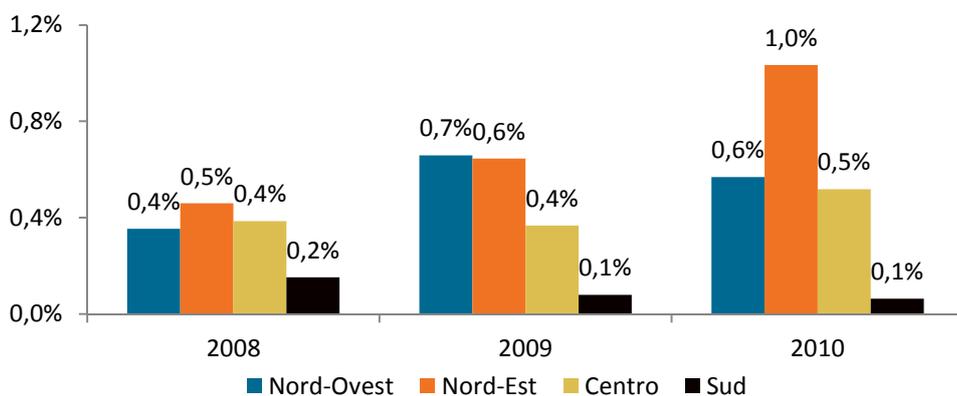
Risultato netto rettificato in % del fatturato



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Dal punto di vista territoriale si nota un aumento negli anni considerati per tutte le aree, tranne che nel caso del Sud (di nuovo in peggioramento). La situazione territoriale mostra una preoccupante somiglianza con quanto avviene nel comparto della distribuzione idrica, con le regioni del Sud che a livello mediano possono garantire un risultato appena superiore allo zero.

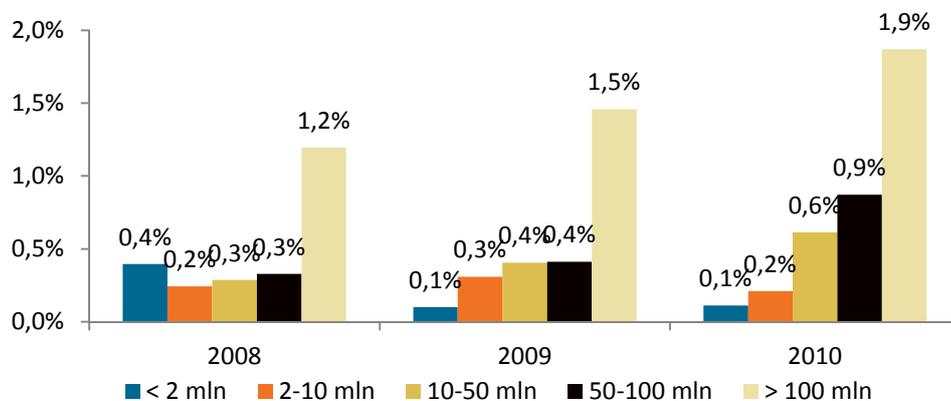
Risultato netto rettificato per ambito territoriale in % del fatturato (valori mediani)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Il risultato netto mostra chiaramente i vantaggi delle dimensioni (risultato netto pari a quasi il 2% nel 2010 per le imprese maggiori, vicino allo zero per quelle più piccole), anche in questo caso similmente a quello che abbiamo già riscontrato nell'analisi delle imprese attive nella gestione del sistema idrico integrato. Il risultato netto assume ovviamente un'importanza fondamentale per la valutazione della tipologia di impresa più efficiente. La crescita degli utili è chiaramente e direttamente proporzionale alla classe dimensionale delle imprese. L'ipotesi che maggiori sono le dimensioni dell'impresa, migliori i risultati che essa genera, viene confermata.

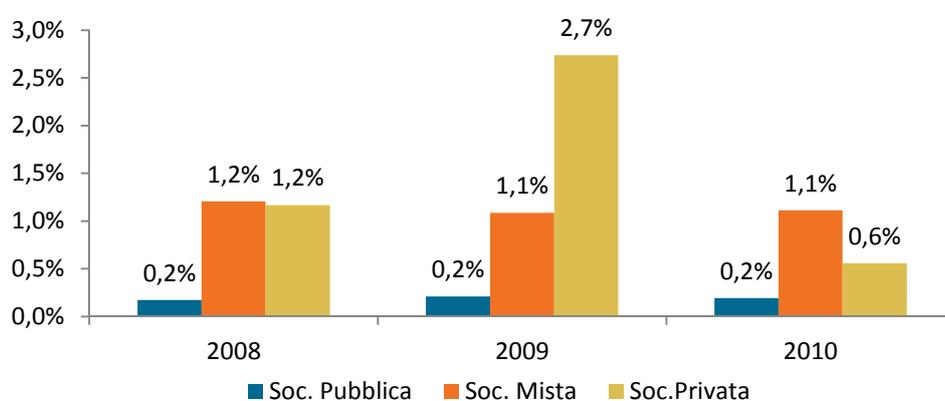
Risultato netto rettificato per dimensioni delle imprese in % del fatturato (valori mediari)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Analizzando la tipologia di proprietà, si nota come i risultati delle società pubbliche siano costantemente inferiori a quelli delle società a capitale, anche solo parzialmente, privato. Mentre nel 2010 le società miste superano l'1% di risultato netto sul fatturato, per le imprese pubbliche si ha un valore costante che non si discosta dallo 0,2%. Sembra evidente come la presenza del privato permetta alle aziende di ottenere risultati migliori rispetto alla gestione interamente pubblica.

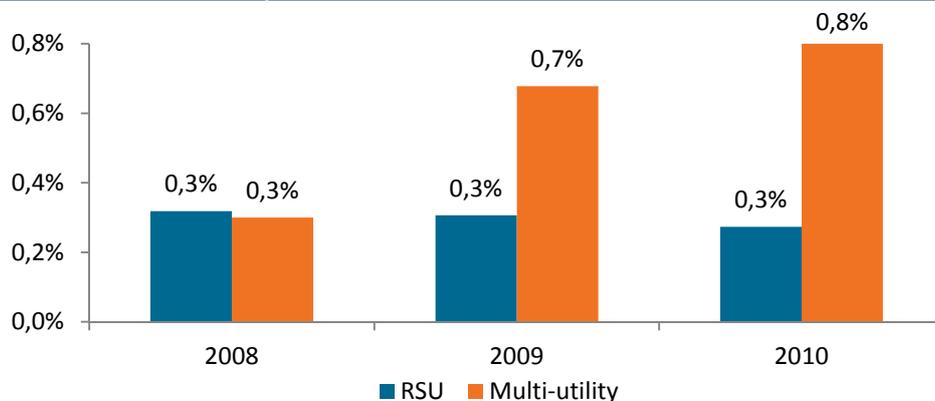
Risultato netto rettificato per tipologia di proprietà in % del fatturato (valori mediari)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Infine, si nota un importante incremento per le imprese multi-utility, mentre le imprese mono-utility mantengono un andamento più costante. Mentre nel 2008 queste due tipologie di imprese avevano risultati abbastanza simili, il miglioramento delle imprese multi-utility porta nel 2010 a un risultato netto pari a quasi tre volte quello delle società che si occupano solamente di RSU (0,8% rispetto a 0,3%). Mentre nel caso della gestione del servizio idrico l'impresa multi-utility garantiva un andamento maggiormente costante nel tempo, nel caso dei RSU la presenza di altri *business* favorisce un costante miglioramento delle performance.

Risultato netto rettificato per settori in % del fatturato (valori mediani)

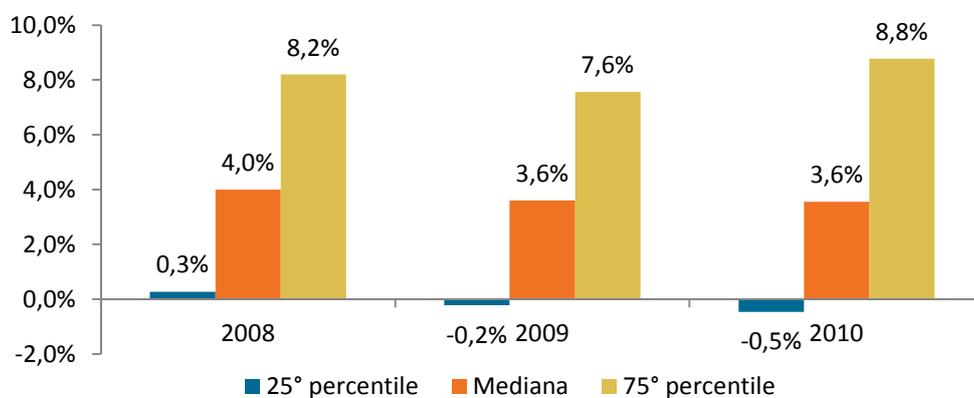


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Analizziamo ora l'andamento del ROI e del ROE.

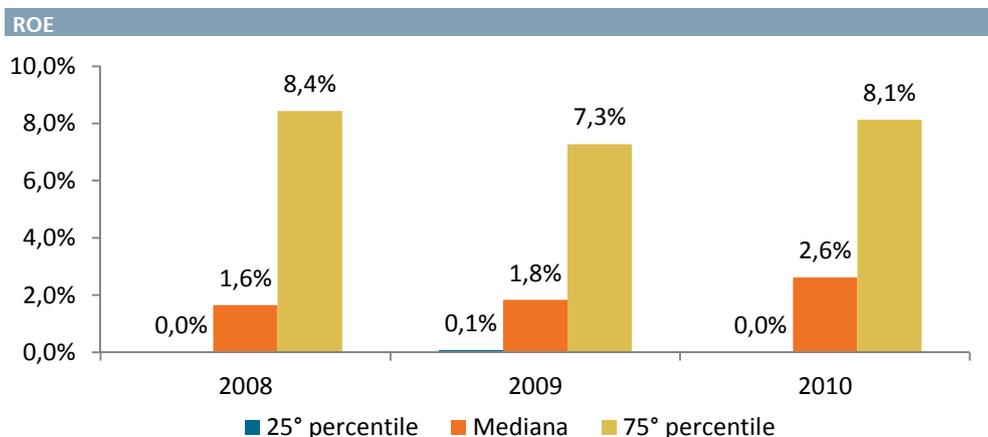
Il ROI è in leggera diminuzione a livello mediano e si attesta intorno al 3,6% nel 2010. Mentre però l'andamento è in peggioramento al 25° percentile, e passa addirittura da un livello positivo nel 2008 a uno negativo nel 2009-10, nel caso delle imprese migliori si assiste a un andamento opposto, ovvero si passa dall'8,2% del 2008 all'8,8% del 2010.

ROI



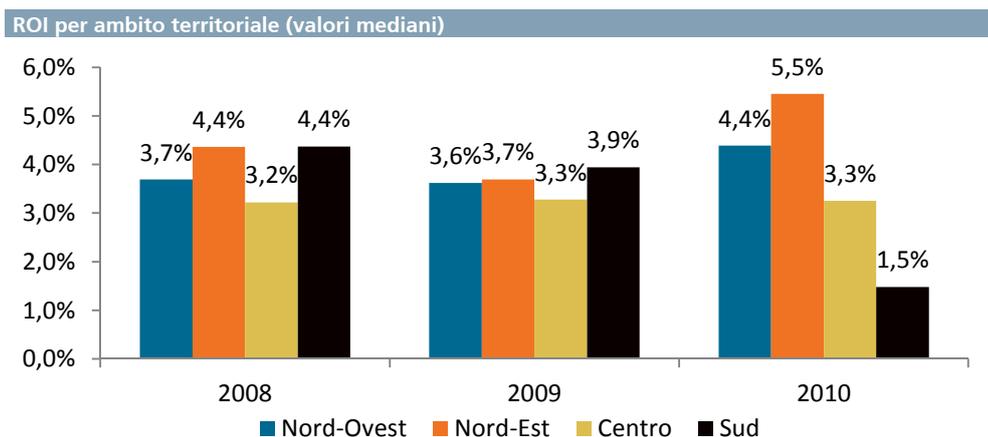
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Il ROE invece, pari al 2,6% nel 2010, vede un andamento leggermente in miglioramento a livello mediano. Mentre a livello del 25° percentile si mantiene intorno allo zero, al 75° percentile si assiste a un andamento in leggero peggioramento dall'8,4% del 2008 all'8,1% del 2010.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

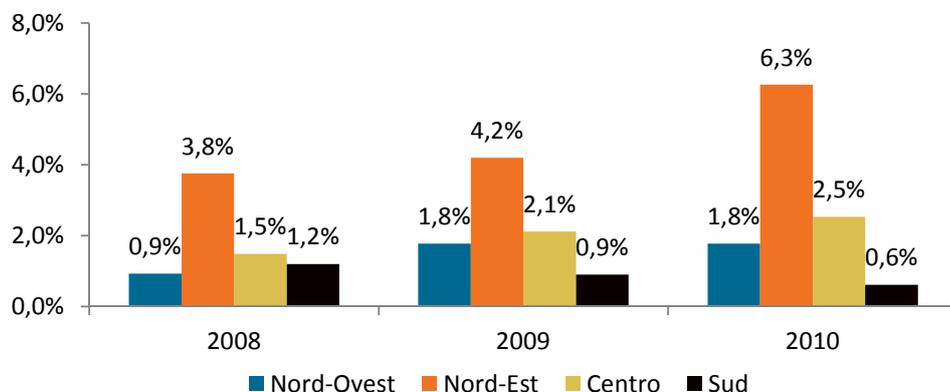
Gli andamenti sono abbastanza costanti e poco differenziati a livello territoriale, anche se ci sono aree che registrano buoni miglioramenti, come il Nord-Est. **Situazione invece in forte deterioramento per le aziende situate al Sud**, anche se non si verifica comunque un andamento negativo nel 2010 come avviene per le imprese che gestiscono il sistema idrico integrato.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Il ROE vede svettare la buona performance delle aziende del Nord-Est e l'andamento generalmente in crescita degli indici. Anche in questo caso l'eccezione è rappresentata dal Sud.

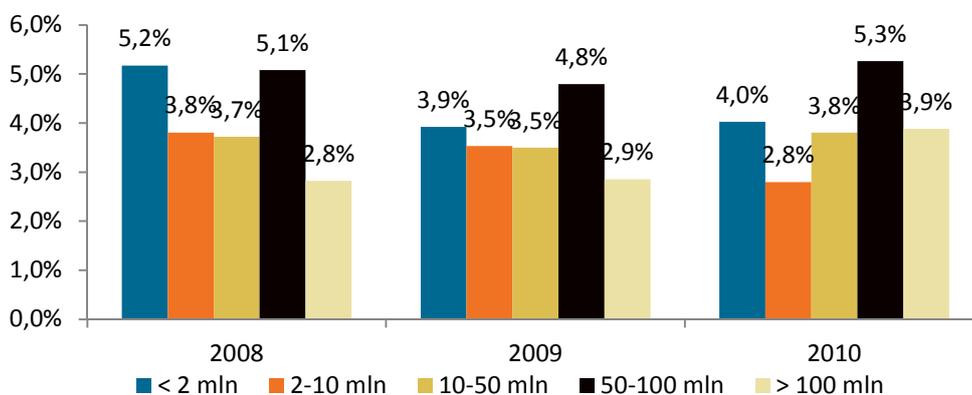
ROE per ambito territoriale (valori mediani)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

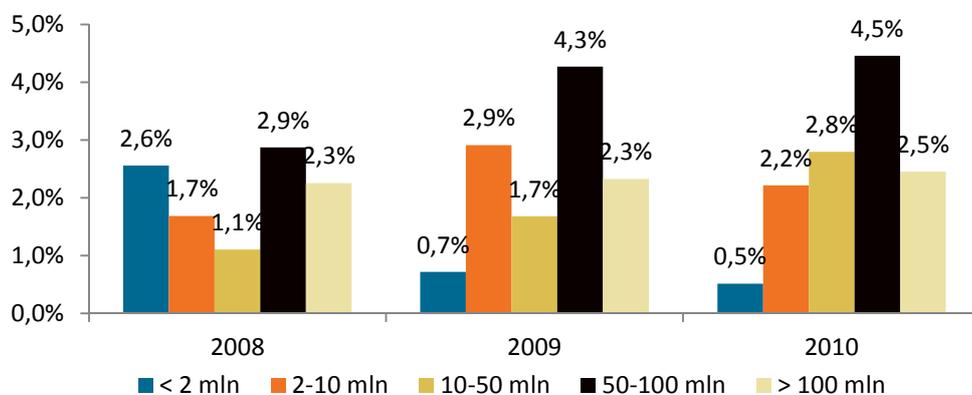
Nel 2010 il valore mediano del ROI vedeva prevalere le imprese con fatturato compreso tra i 50 e i 100 milioni. Le performance sono abbastanza diversificate: in alcuni casi si riscontra un miglioramento, in altri un peggioramento. Anche per quanto riguarda il ROE i migliori risultati si ottengono per le imprese medio-grandi, pari al 4,5% nel 2010. Sono molto penalizzate invece le imprese più piccole, uniche nel 2010 ad aver avuto un ROE inferiore all'1%.

ROI per dimensione delle imprese (valori mediani)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

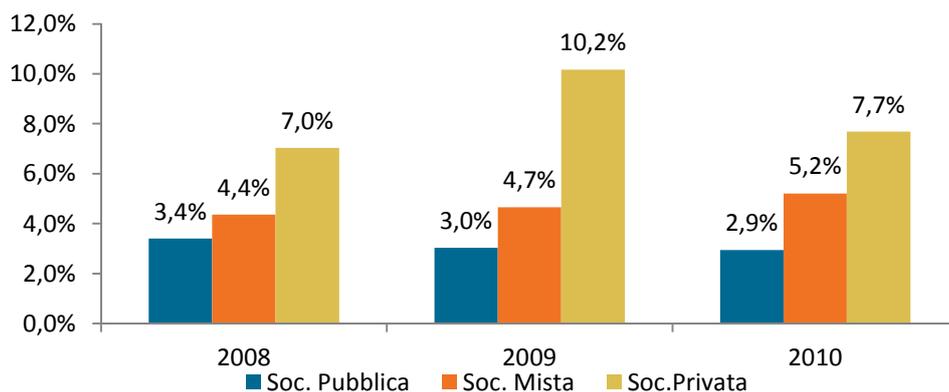
ROE per dimensione delle imprese (valori medi)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

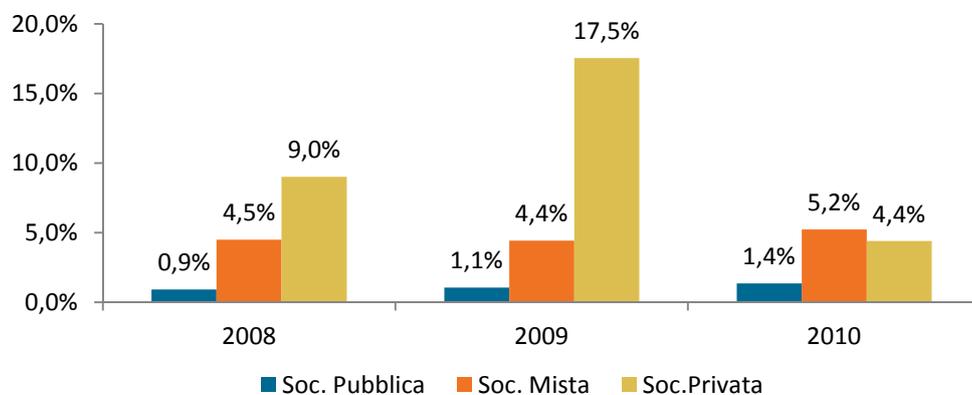
Le società pubbliche sono quelle con i più bassi indici reddituali, similmente a quanto visto precedentemente avvenire per la gestione dei servizi idrici integrati.

ROI per tipologia di proprietà (valori medi)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

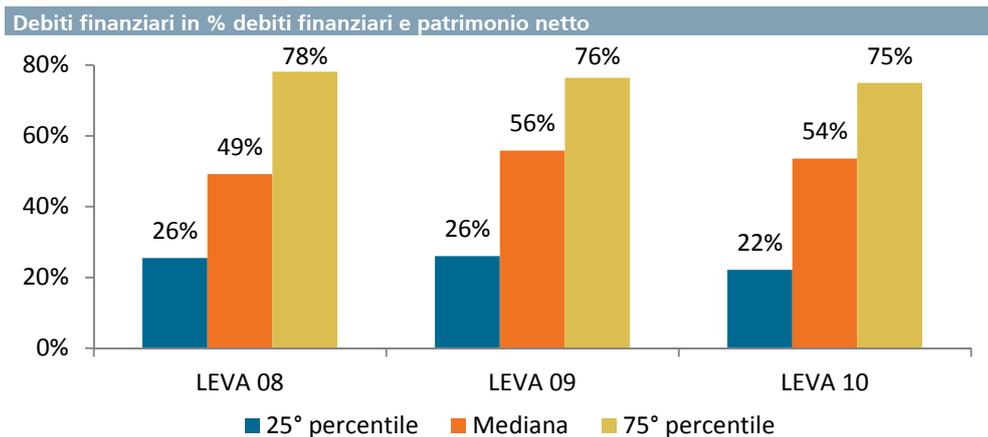
ROE per tipologia di proprietà (valori medi)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

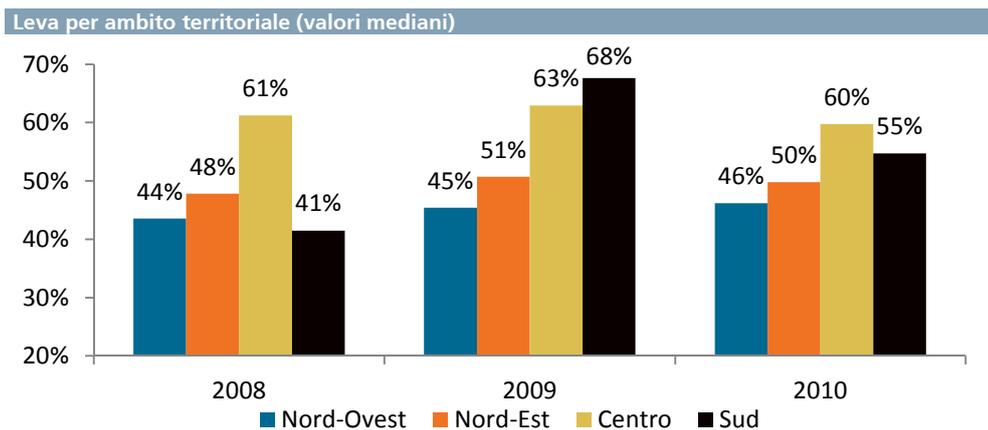
Gli indici di redditività vedono infine un andamento migliore per le imprese concentrate sulla raccolta e smaltimento dei RSU, rispetto alle imprese multi-utility (ROE all'1,7% per RSU, il doppio le altre).

Per quanto riguarda la leva finanziaria, come nel caso dell'acqua, il valore mediano non risulta preoccupante. Si riscontra una crescita di qualche punto percentuale nel triennio 2008-10, per giungere a un livello del 54% nel 2010.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

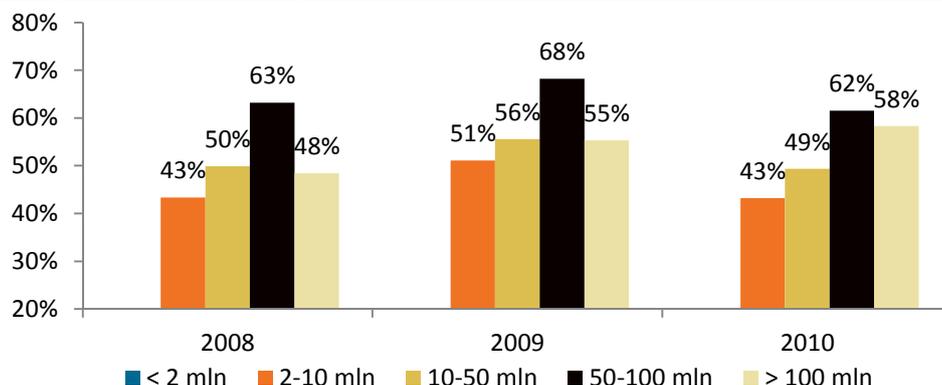
La leva a livello mediano si colloca nel 2010 in un range compreso tra il 46% del Nord-Ovest e il 60% del Centro. La crescita maggiore nel triennio è quella del Sud che vede incrementata la leva finanziaria dal 41% al 55%, mentre nelle altre aree i cambiamenti tra 2008 e 2010 sono di pochi punti percentuali. Alla luce degli scarsi risultati netti delle imprese presenti al Sud, risulta preoccupante che l'area si collochi tra quelle con indebitamento maggiore e, tra l'altro, crescente.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Nel 2010 la crescita della leva si mostra correlata all'aumentare delle dimensioni. Nel triennio sono le aziende più grandi che vedono la leva aumentare maggiormente, passando dal 48% del 2008 al 58% del 2010.

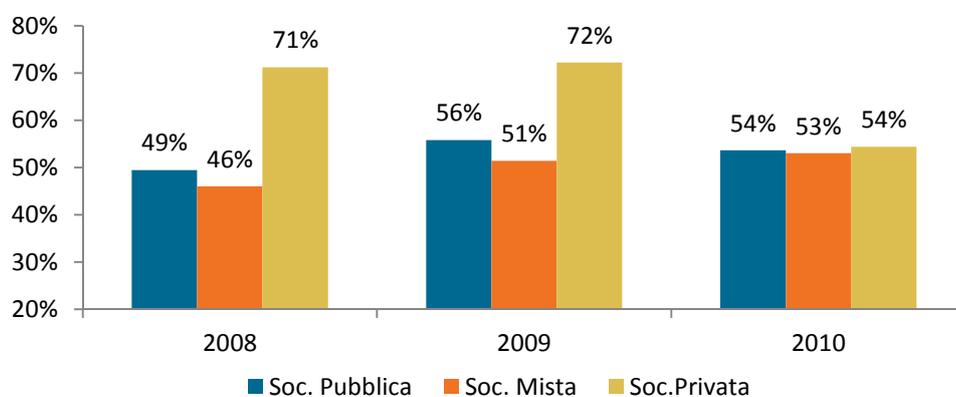
Leva per dimensione delle imprese (valori medi)



Nota: non si hanno i dati per calcolare la leva per le micro imprese. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

La tipologia di proprietà fa emergere nel 2010 una sostanziale convergenza dei valori. Il trend nel triennio è però opposto per le società pubbliche e miste, che aumentano di alcuni punti percentuali la leva, mentre si ha una diminuzione radicale da parte delle imprese interamente private.

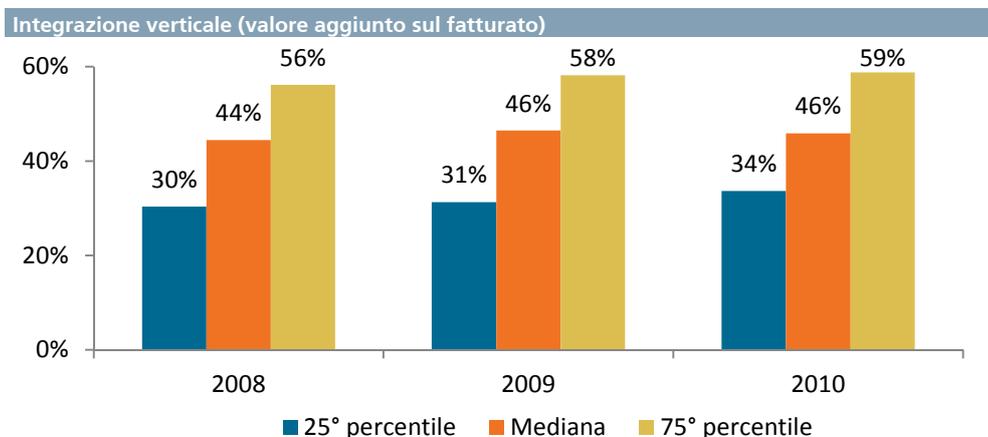
Leva per tipologia di proprietà (valori medi)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Analizzando infine la suddivisione tra imprese mono e multi-utility, si nota come le prime abbiano per tutti gli esercizi considerati una leva di alcuni punti maggiore rispetto alle seconde (56% rispetto a 49% nel 2010).

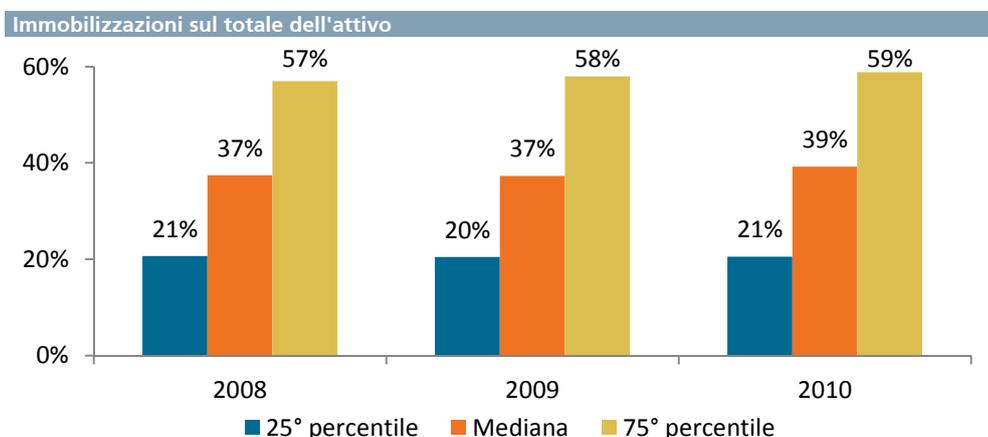
L'integrazione verticale è cresciuta di qualche punto percentuale nel triennio, sia al valore mediano, che al 25° percentile e al 75°.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Sono state le imprese presenti nelle regioni meridionali ad aver aumentato maggiormente il valore aggiunto sul fatturato. Dal punto di vista territoriale, invece, si è assistito a una polarizzazione, che ha visto un valore elevato soprattutto per le imprese più grandi e per quelle più piccole. Infine, risultano le imprese private quelle orientate verso una maggiore integrazione verticale.

Le immobilizzazioni incidono in maniera minore rispetto alle imprese del servizio idrico integrato, essendo pari a circa il 40% dell'attivo al valore mediano, in leggera crescita, e per due terzi costituite da immobilizzazioni materiali.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Dal punto di vista territoriale anche in questo caso si mostra come il Sud sia l'area con minore incidenza delle immobilizzazioni (24% nel 2010), accompagnata dal livello minore di immobilizzazioni materiali. Si conferma quindi la mancanza di investimenti nelle regioni meridionali da parte delle *public utilities*.

Simile alla gestione del sistema idrico integrato si presenta anche l'impatto delle immobilizzazioni suddiviso per *cluster* dimensionali, che vede prevalere le imprese maggiori (56% nel 2010), di oltre 25 punti percentuali in più rispetto alle imprese più piccole.

Le imprese pubbliche sono poi quelle con la maggiore incidenza delle immobilizzazioni (42% rispetto al 32% delle private nel 2010), mentre quelle a capitale interamente privato registrano la maggiore crescita nel triennio.

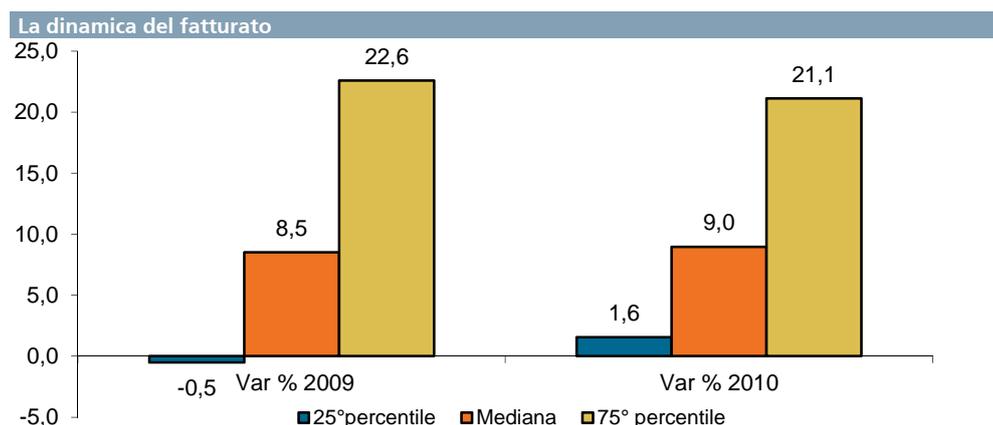
In conclusione, ancora una volta come nel caso dell'acqua, le aziende multi-utility hanno un impatto maggiore delle immobilizzazioni rispetto alle mono-utility (50% nel 2010 le prime, 35% le seconde).

Il servizio di distribuzione del gas naturale

L'ultimo comparto dell'analisi è rappresentato dalla distribuzione del gas. Nel periodo considerato il fatturato degli operatori è cresciuto molto di più degli altri settori: il tasso mediano è stato pari all'8,5% tra il 2008 e il 2009 e al 9% tra il 2009 e il 2010. Le imprese che distribuiscono gas naturale hanno incrementato in maniera considerevole i propri volumi di affari.

I buoni risultati del settore sono attribuibili al processo di consolidamento in atto e alla crescita attraverso operazioni di M&A. Nello stesso arco temporale escono dal mercato una cinquantina di imprese ed è ipotizzabile che i clienti da queste serviti siano stati assorbiti dalle imprese esistenti, che hanno, quindi, incrementato i propri fatturati.

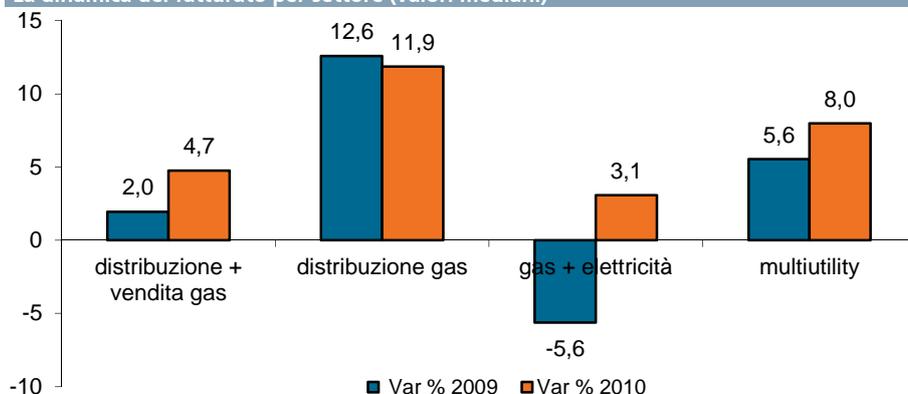
La dispersione dei risultati fra imprese è molto elevata: un quarto delle imprese del campione sostanzialmente non varia il proprio fatturato nel periodo esaminato mentre le imprese più virtuose (75° percentile) aumentano il proprio volume di affari di più del 20%.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

A trainare la crescita sono le imprese mono-business (solo distribuzione) e multi-utility, mentre le imprese gas ed elettricità realizzano un calo, attribuibile in larga parte al business elettrico. Anche la distribuzione del gas conferma quindi quello che già era emerso precedentemente, ovvero che la presenza degli operatori anche in altri settori appiattisce la crescita dei volumi.

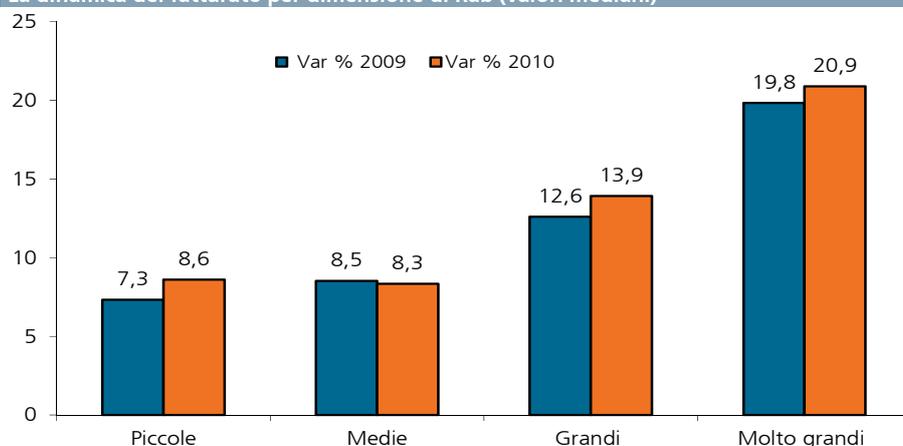
La dinamica del fatturato per settore (valori mediani)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Come anticipato, essendo il Rab una misura caratteristica dal comparto, prenderemo in esame da ora in avanti questa misura per analizzare le imprese dal punto di vista dimensionale. Emerge come siano le imprese più grandi in termini di Rab a crescere di più: **le imprese molto grandi crescono del 20,4% in m.a., le grandi del 13,2%, le medie dell'8,4% e le piccole dell'8%.** Risulta chiara quindi la correlazione tra dimensione e aumento del fatturato.

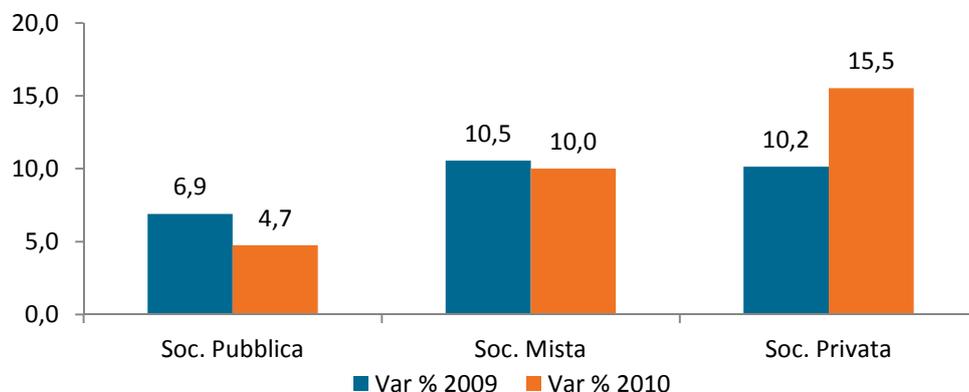
La dinamica del fatturato per dimensione di Rab (valori mediani)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

La variazione del fatturato si presenta migliore in caso di presenza di capitale privato. Le peggiori performance si hanno, infatti, nelle società pubbliche, che vedono il fatturato crescere di meno nel 2010 rispetto a quanto avviene nel 2009, mentre le società miste hanno praticamente un andamento costante e quelle private aumentano al contrario il tasso di crescita nel 2010 rispetto a un anno prima. Un andamento che sembra molto simile a quanto avviene nel settore della raccolta e gestione dei RSU.

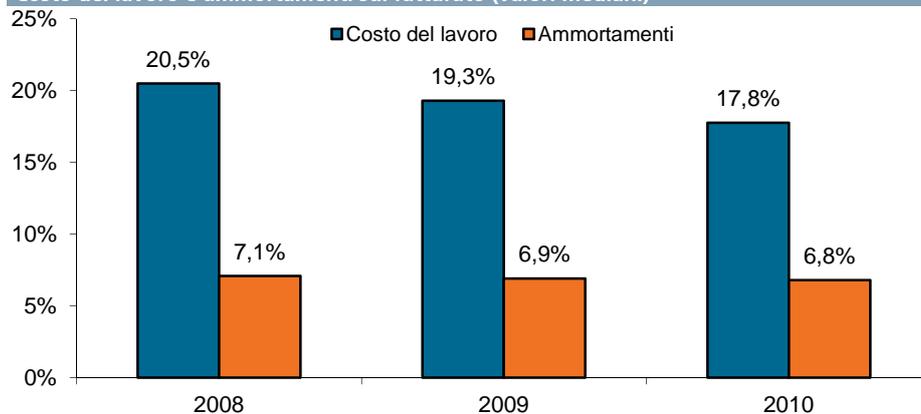
La dinamica del fatturato per tipologia di proprietà (valori mediani)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

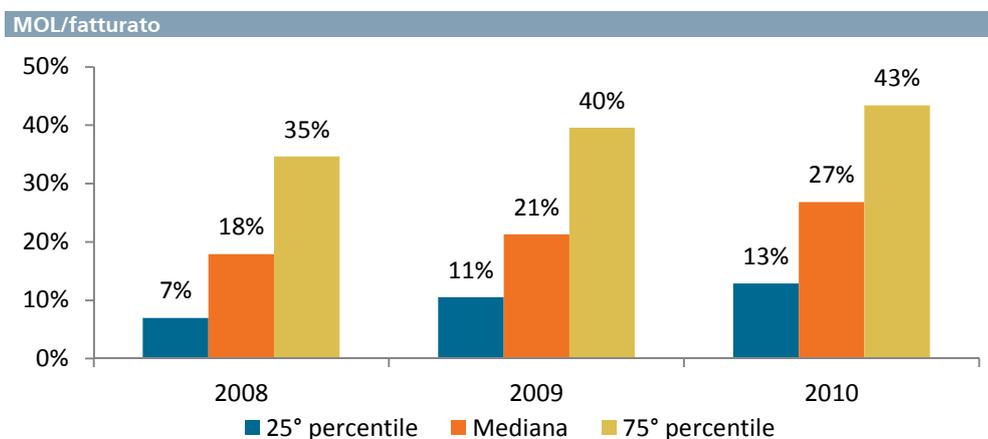
Le figure seguenti illustrano l'incidenza degli ammortamenti e del costo del lavoro. Nel 2010 il costo del lavoro rappresenta il 17,8% del fatturato (valore mediano), in flessione rispetto al 2008 (20,5%). Anche l'incidenza degli ammortamenti è in calo (nel 2008 era pari al 7,1%, nel 2010 scendono al 6,8%). Il costo del lavoro ha minore incidenza rispetto a quanto avviene negli altri due comparti considerati, mentre è maggiore quella degli ammortamenti.

Costo del lavoro e ammortamenti sul fatturato (valori mediani)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Il margine operativo lordo in rapporto al fatturato risulta apprezzabile, con un andamento crescente a livello mediano che si posiziona al 27% nel 2010 (che non ha eguali negli altri settori analizzati). Molto rilevanti sono i margini per le imprese migliori, con un risultato che arriva al 43% nell'ultimo anno considerato.

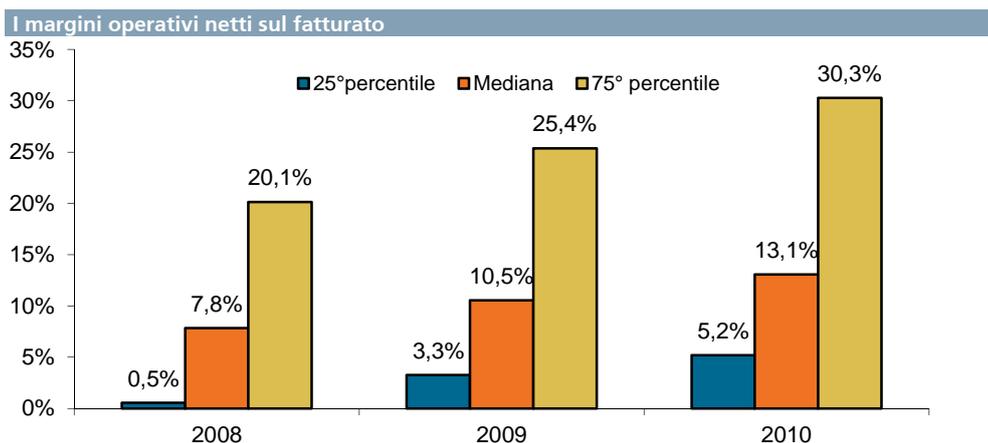


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

L'analisi dei margini operativi rivela un livello elevato e una sensibile accelerazione nel triennio: il margine operativo netto si attesta nel 2010 su livelli superiori rispetto a quanto realizzato nel 2008. Il MON mediano nel 2010 è pari al 13,1% (rispetto al 7,5% del settore idrico e al 3,6% dei RSU) della produzione rispetto al 7,8% registrato nel 2008.

Il dato mediano nasconde differenze settoriali rilevanti. **Il settore con i margini più elevati è quello delle aziende mono-business solo distribuzione (34,8%)**, che peraltro mostra un sensibile miglioramento nel triennio. Anche le imprese multi-utility registrano un margine operativo netto elevato e in crescita nel periodo (28,6%).

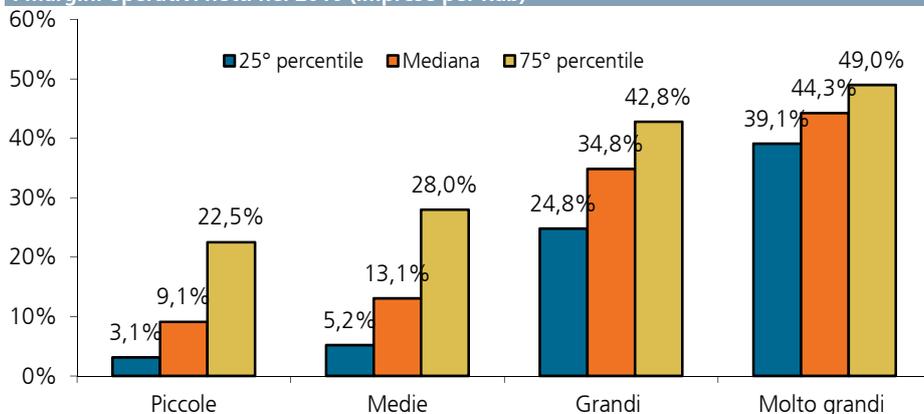
Alla base degli ottimi risultati vi è un severo e incalzante processo di efficientamento che ha riguardato trasversalmente il campione: sia le imprese migliori (75° percentile) che le peggiori (25° percentile) realizzano, infatti, un sensibile miglioramento. Tuttavia, la varianza fra migliori e peggiori è elevata e in crescita nel triennio. Nel 2008 fra il 25° percentile e il 75° vi era una differenza di 19,6 punti percentuali; nel 2010 la differenza sale a 25.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

A livello dimensionale i margini più elevati sono stati conseguiti dalle imprese di maggiori dimensioni in termini di Rab: le imprese appartenenti a gruppi con le Rab maggiori mostrano i livelli più elevati dei margini nel 2010 e crescono di più.

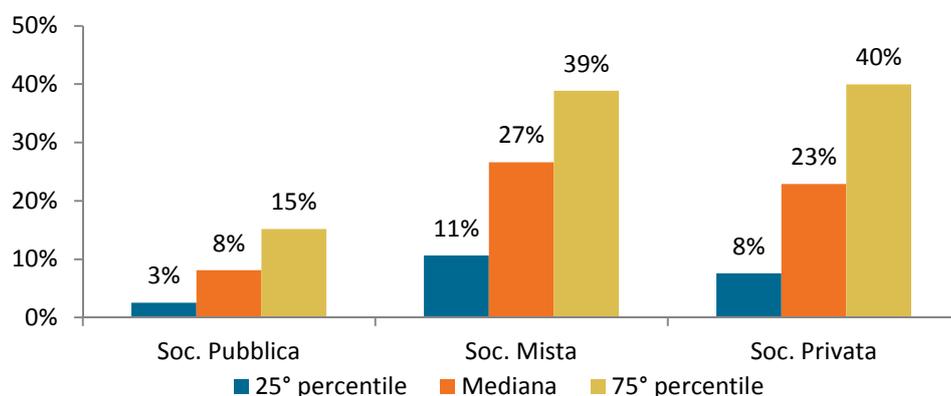
I margini operativi netti nel 2010 (imprese per Rab)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

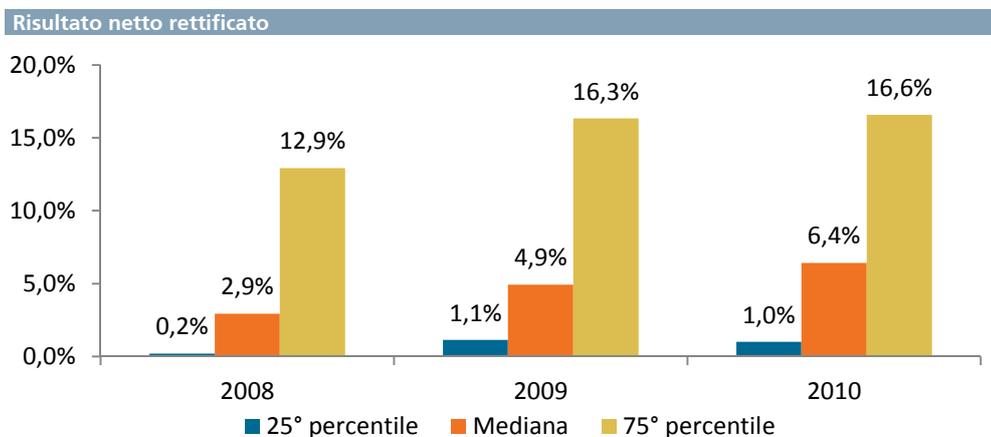
Analizzando la tipologia di proprietà emerge un netto miglioramento dei margini in caso di partecipazione dei privati al capitale dell'impresa. I risultati migliori si ottengono analizzando le imprese a capitale misto, ma anche le imprese private vantano ottimi risultati, con margine operativo netto superiore al 20% in entrambi i casi a livello mediano.

I margini operativi netti nel 2010 (imprese per tipologia di proprietà)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Il risultato netto rettificato è in costante crescita e raggiunge nel 2010 il 6,4%, valore superiore anche alle migliori imprese degli altri comparti presi in considerazione. Al 25° percentile il risultato netto si mostra comunque positivo, mentre al 75° raggiunge nel 2010 addirittura il 16,6% del fatturato.

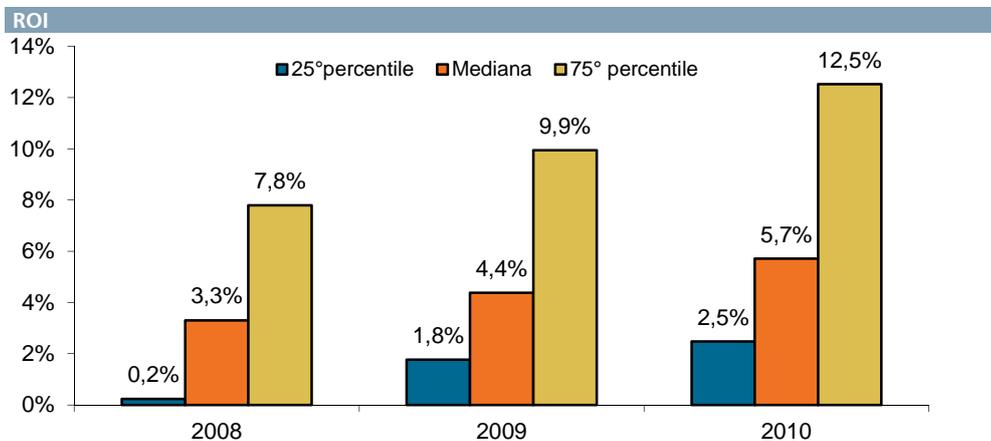


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

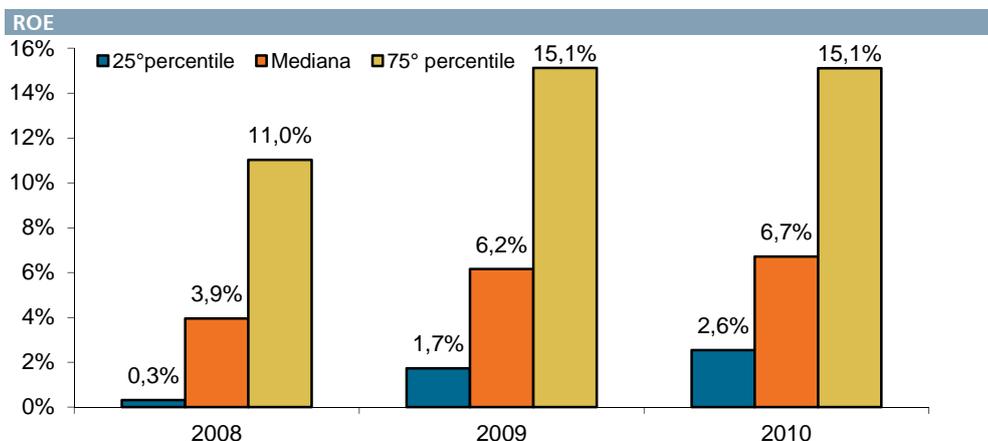
La redditività delle imprese del campione si presenta elevata e in crescita: sia la gestione complessiva che la gestione industriale mostrano ottimi risultati. Nel 2010 le imprese migliori hanno un tasso di profitto molto elevato, che altre *public utilities* non riescono in nessun modo a raggiungere (il 75° percentile realizza un ROE pari al 15,1% e un ROI pari al 12,5%).

Nel triennio esaminato la performance delle imprese migliora trasversalmente ma il gap fra migliori e peggiori si amplia.

Il rendimento è interessante anche alla luce del basso rischio del settore.

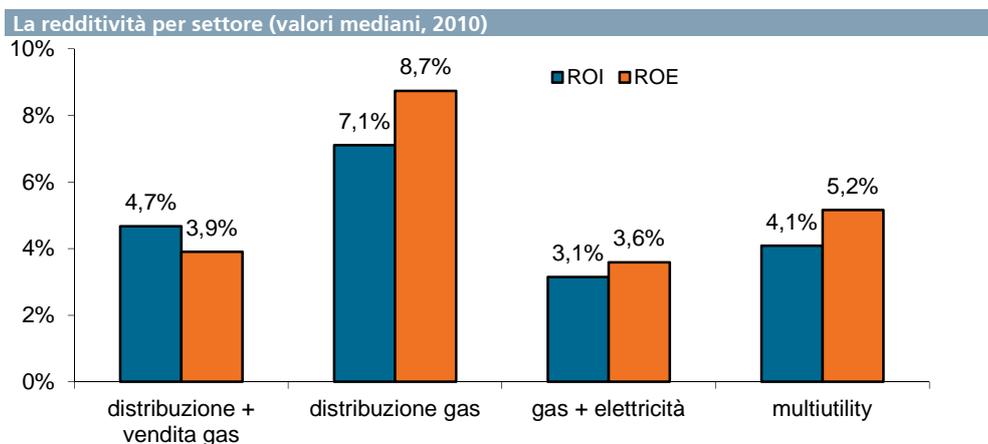


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

A livello settoriale sono le imprese che gestiscono il solo servizio di distribuzione gas a mostrare i migliori risultati, a indicare l'elevata redditività del business specifico. Nel triennio 2008-10 la performance migliore è registrata dalle imprese che effettuano il solo servizio di distribuzione e dalle imprese multi-utility che migliorano sia il ROE che il ROI trasversalmente nel campione: l'analisi dei percentili evidenzia infatti una crescita al 25°, al 50° e al 75°. La dinamica delle imprese energetiche e che operano anche nella vendita risulta, invece, più differenziata.

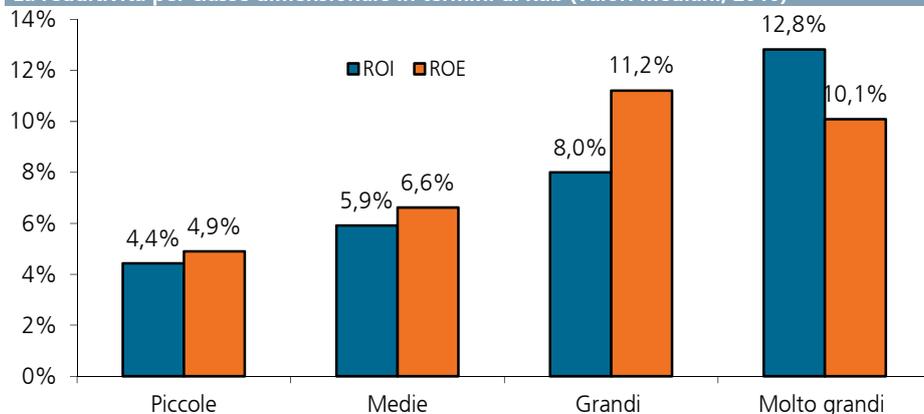


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

A livello dimensionale i dati di bilancio mostrano come effettivamente la dispersione dei risultati sia molto più alta tra le imprese di piccolissime dimensioni. Le micro imprese migliori registrano, infatti, un ROE superiore al 19%, le peggiori un ROE inferiore al 3%.

L'analisi della redditività per classe di Rab evidenzia che risultano essere le imprese appartenenti ai gruppi con la Rab maggiore quelle con la migliore redditività. La dinamica degli indicatori di redditività risulta essere in progressivo miglioramento trasversalmente sul campione a prescindere dalla dimensione.

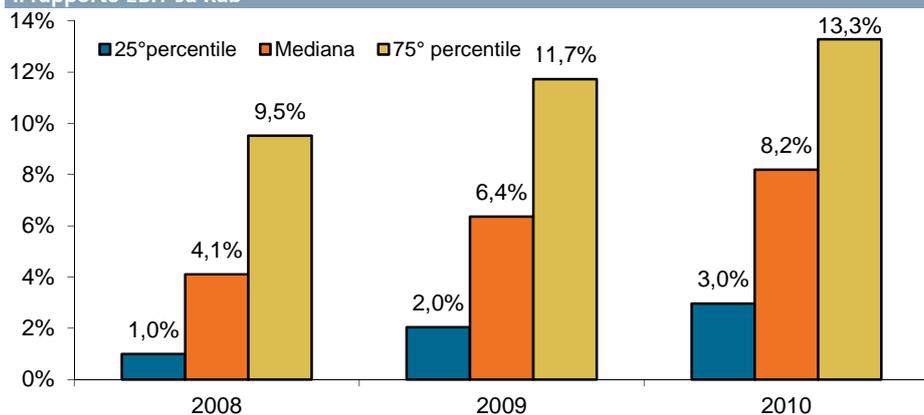
La redditività per classe dimensionale in termini di Rab (valori mediani, 2010)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Anche il rapporto EBIT su Rab risulta in crescita trasversalmente per le imprese del campione: sia i risultati al 25° percentile, sia i risultati mediani che quelli al 75° percentile mostrano, infatti, un graduale miglioramento.

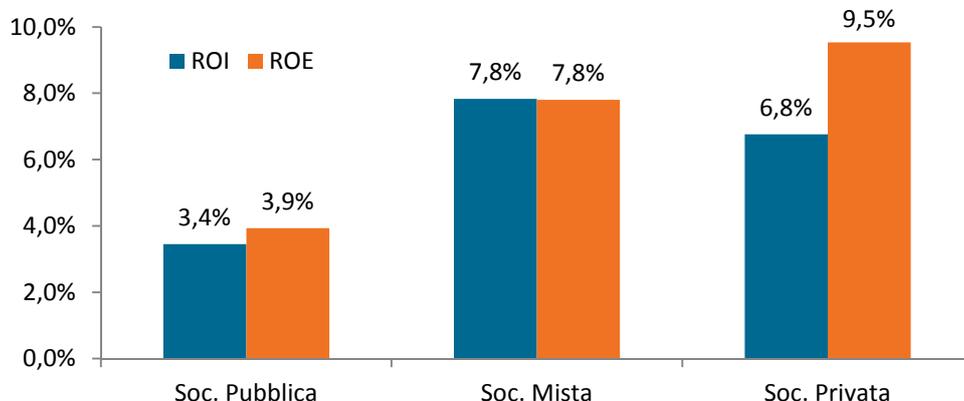
Il rapporto EBIT su Rab



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Anche la redditività vede prevalere la componente del campione che presenta partecipazioni di capitale privato, che vanta indici di ROE e ROI più che doppi rispetto alle aziende a capitale interamente pubblico.

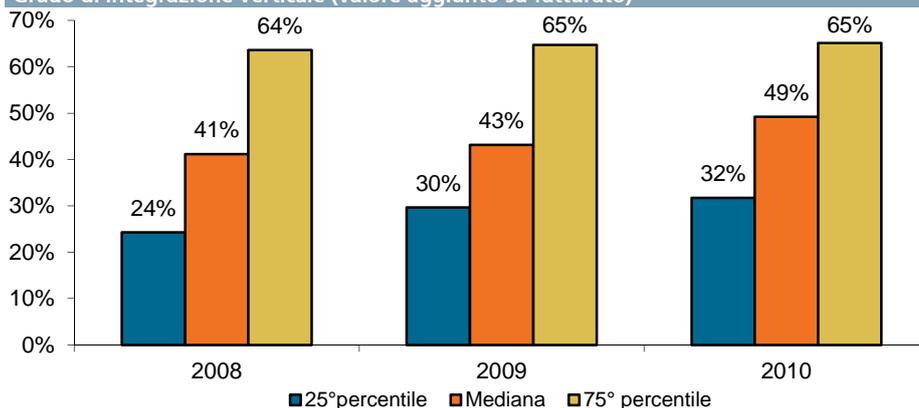
La redditività per proprietà delle imprese (valori medi, 2010)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Nel 2010 il grado di integrazione verticale è aumentato significativamente rispetto al 2008, e non si discosta in maniera considerevole da quello che accade negli altri settori presi in esame.

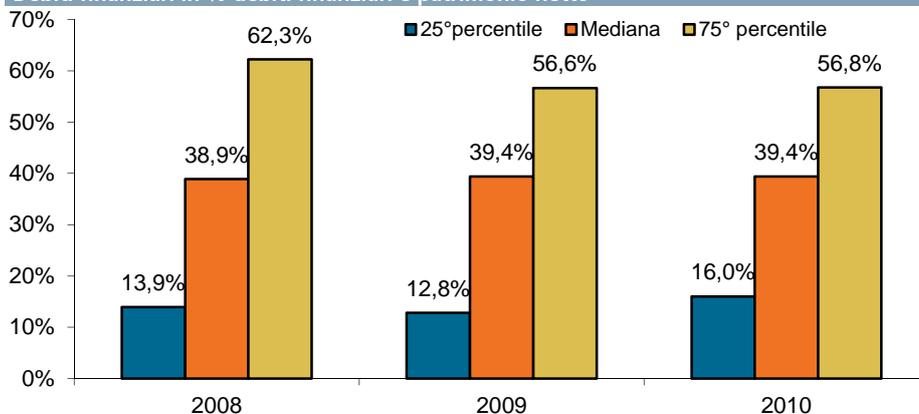
Grado di integrazione verticale (valore aggiunto su fatturato)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

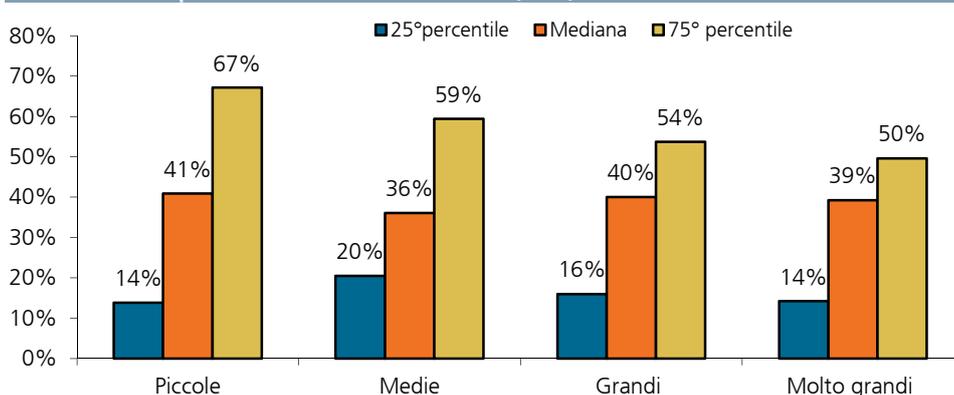
L'utilizzo della leva finanziaria risulta molto prudente nei dati medi (inferiori ai comparti idrici e RSU, che presentano invece valori confrontabili), ma con importanti differenze. Non emergono delle chiare evidenze fra indebitamento e dimensione di impresa, si evidenziano tuttavia alcune situazioni più critiche. In particolare, le imprese più piccole hanno un comportamento finanziario molto diversificato. Le imprese meno indebitate potrebbero ricorrere maggiormente all'indebitamento senza creare nessuna tensione. Al contrario le imprese più indebitate sono a un livello molto elevato. Per quanto riguarda la proprietà delle società sono le imprese pubbliche quelle con leva maggiore, pari a livello mediano nel 2010 al 43%, mentre le imprese a capitale misto evidenziano la leva minore, pari al 35%.

Debiti finanziari in % debiti finanziari e patrimonio netto



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Leva finanziaria per dimensione in termini di Rab (2010)

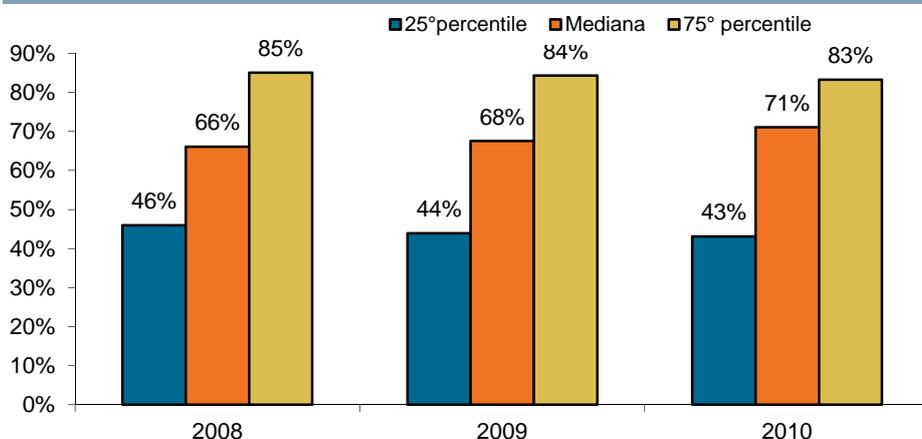


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

La struttura dell'attivo patrimoniale delle utilities esaminate è caratterizzata da un'elevata incidenza delle immobilizzazioni rispetto alle attività correnti; rilevanti sono però le differenze fra le imprese: le imprese maggiori in termini di Rab sono anche quelle più immobilizzate.

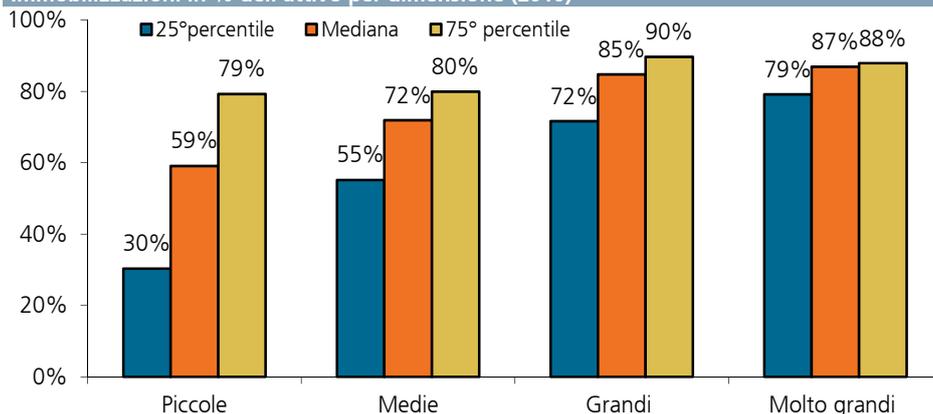
In particolare le immobilizzazioni materiali rappresentano buona parte del totale dell'attivo. **Le imprese del gas sono quelle con maggiore incidenza delle immobilizzazioni tra quelle da noi analizzate.**

Immobilizzazioni in % dell'attivo



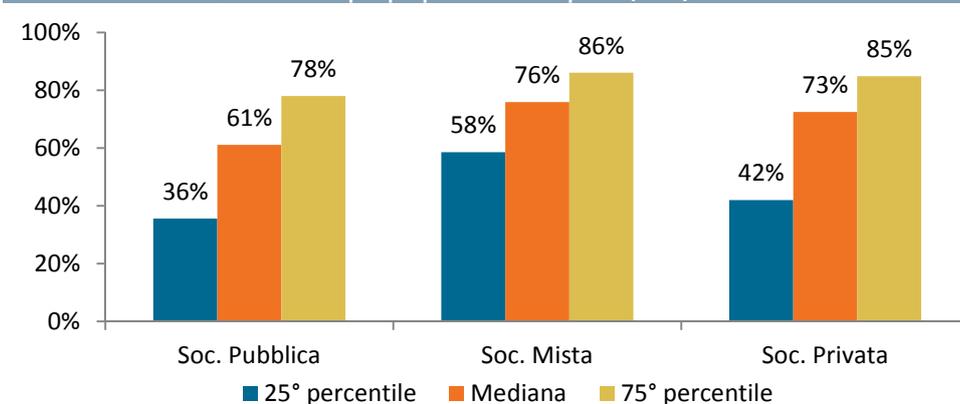
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Immobilizzazioni in % dell'attivo per dimensione (2010)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Immobilizzazioni in % dell'attivo per proprietà delle imprese (2010)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su bilanci aziendali

Intesa Sanpaolo Servizio Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Ufficio Industry & Banking		
Fabrizio Guelpa (Responsabile)	0287962051	fabrizio.guelpa@intesasnpaolo.com
Industry		
Stefania Trenti	0287962067	stefania.trenti@intesasnpaolo.com
Maria Cristina De Michele	0287963660	maria.demichele@intesasnpaolo.com
Giovanni Foresti	0287962077	giovanni.foresti@intesasnpaolo.com
Serena Fumagalli	0280212270	serena.fumagalli@intesasnpaolo.com
Angelo Palumbo	0287935842	angelo.palumbo@intesasnpaolo.com
Caterina Riontino	0280215569	caterina.riontino@intesasnpaolo.com
Ilaria Sangalli	0280215785	ilaria.sangalli@intesasnpaolo.com
Banking		
Elisa Coletti	0287962097	elisa.coletti@intesasnpaolo.com
Maria Giovanna Cerini	0287962078	maria.cerini@intesasnpaolo.com
Marco Lamieri	0287935987	marco.lamieri@intesasnpaolo.com
Tiziano Lucchina	0287935939	tiziano.lucchina@intesasnpaolo.com
Finanza e Servizi Pubblici Locali		
Laura Campanini	0287962074	laura.campanini@intesasnpaolo.com
Andrea Olivetto	0287962203	andrea.olivetto@intesasnpaolo.com

Editing: Cristina Baiardi, Sonia Papandrea

Avvertenza Generale

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo.