Acea Ato 2

Analisi finanziaria

Berlino/Como, 14 Marzo 2017

SINTESI DEI PRINCIPALI RISULTATI DELL'ANALISI

Acea Ato 2 Spa è controllata da Acea Spa (96,46%) e Roma Capitale (3,54%). Sono presenti come azionisti i 110 comuni dell'Ato 2, ognuno con un'azione del valore di 10 euro (<0,005% del totale).

Acea Spa è controllata per il 51% dal Comune di Roma. Il rimanente 49%, disponibile alla contrattazione in borsa (flottante) è controllato da: Suez Italia (23,3%), Gruppo Caltagirone (5%) e, per il rimanente 20,7%, da azionisti con quote di partecipazione inferiori al 2%.

CONTO ECONOMICO

Negli ultimi cinque anni Acea Ato 2 ha avuto risultati stabilmente positivi con un utile netto superiore ai 70 milioni di euro negli ultimi quattro anni e ricavi (il 90% dei quali dalla gestione del servizio idrico) in crescita.

I ricavi dalla gestione del servizio idrico si riferiscono ad attività regolamentate al 100% e sono saliti in seguito a modifiche del sistema tariffario (aumento delle tariffe) e all'iscrizione di maggiori conguagli.

L'anno 2011 è anomalo rispetto agli altri quattro anni analizzati (2012, 2013, 2014, 2015) in quanto nel 2012 sono state ritoccate al rialzo le tariffe per la gestione del servizio idrico e il 2011 risente ancora delle tariffe precedenti.

I ricavi di Acea Ato 2 SpA sono saliti del 16,31% dal 2011 al 2015 mentre i costi sono saliti dell'11,12% nello stesso periodo.

La principale voce di costo per Acea Ato 2 è costituita dai servizi. Il 59% dei costi è costituita dai servizi infragruppo (offerti da società appartenenti al Gruppo Acea). All'interno dei costi per servizi la componente dei "servizi infragruppo", offerti comunque a condizioni di mercato, è salita del 33,19% negli ultimi cinque anni.

Tra i costi si segnalano gli oneri finanziari verso Acea SpA, che sono saliti del 38,83% dal 2011 al 2015, assestandosi intorno ai 30 milioni di euro negli ultimi due anni.

Gli oneri finanziari verso Acea SpA si spiegano con gli interessi passivi che Acea Ato 2 paga sui crediti concessi da Acea SpA attraverso due linee di finanziamento (servizio di tesoreria inter-societaria). A questi oneri si aggiungono poi le commissioni di affidamento dovute ad Acea SpA per la concessione delle linee di credito, in misura pari allo 0,5% del plafond complessivo.

Acea SpA si comporta nei confronti di Acea Ato 2 SpA come una banca, applicando commissioni e tassi in linea con quelli del sistema bancario. Acea Ato 2 SpA ha pubblicato le condizioni applicate ai finanziamenti solo nel 2011. Dal 2012 sono stati pubblicati in bilancio solo gli importi totali degli oneri finanziari ma non i tassi che li hanno generati.

Fatta eccezione per il 2011, il margine operativo lordo di Acea Ato 2 e l'utile netto si sono mantenuti stabili negli ultimi cinque anni. Negli ultimi quattro anni l'utile netto è stato pari, in media, a 74,18 milioni di euro.

Nel periodo considerato (2011-2015) la quasi totalità dell'utile (93% nel 2015) non è stata reinvestita in Acea Ato 2 ma è stata distribuita agli azionisti (Acea SpA al 96,16% e Comune di Roma al 3,54%) come dividendo.

Acea Ato 2 distribuisce quasi interamente il suo utile netto ad Acea SpA, per poi ottenere dalla stessa Acea SpA dei finanziamenti su cui paga un tasso di interesse a condizioni di mercato, in base al vigente rapporto di finanza inter-societaria.

Il dividendo pagato da Acea Ato 2 ad Acea SpA ha un'incidenza significativa sul risultato consolidato ante imposte di Acea SpA. In media, negli ultimi cinque anni, Acea Ato 2 ha contribuito per il 26,63% all'utile ante imposte del gruppo Acea.

STATO PATRIMONIALE

Attivo

L'analisi delle voci dell'attivo dal 2011 al 2015 evidenzia l'assenza di disponibilità liquide, dovuta al fatto che la liquidità è gestita all'interno del rapporto di finanza inter-societaria tra Acea SpA e Acea Ato 2 e quindi non sono presenti conti correnti presso banche.

Le immobilizzazioni materiali sono aumentate del 49,24% dal 2011 al 2015, passando da 814,08 milioni di euro a 1,21 miliardi di euro. L'aumento delle immobilizzazioni materiali si spiega in gran parte con gli investimenti effettuati, al netto degli ammortamenti. Negli ultimi cinque anni sono stati effettuati, in media, investimenti pari a 145,76 milioni di euro all'anno.

All'interno del bilancio 2012 di Acea Ato 2 SpA si specifica che, nel periodo 2012-2015, si sarebbero dovuti effettuare investimenti pari a 951,8 milioni di euro. In realtà, nello stesso periodo, gli investimenti effettuati in totale sono stati pari a 576,83 milioni di euro (374,97 milioni di euro in meno del previsto).

Fino al 2011 è stata assicurata agli azionisti una remunerazione del capitale investito pari al 7%. Tale remunerazione garantita è stata cancellata dalla conferenza dei sindaci dell'aprile 2012, che ha recepito l'esito del referendum del 2011.

La cancellazione della remunerazione garantita si è accompagnata ad un aumento delle tariffe, giustificato da un aumento degli investimenti programmati nel periodo 2012-2015. In realtà tali investimenti non sono stati effettuati (o sono stati effettuati solo in parte).

Nei fatti, quindi, la cancellazione della remunerazione garantita al 7% ha portato a un aumento della remunerazione del capitale investito dagli azionisti dal 7% a circa il 10% nel periodo 2012-2015. Infatti, se si fossero realizzati tutti gli investimenti, i relativi

ammortamenti avrebbero portato a una diminuzione dell'utile e quindi della redditività del capitale nel periodo considerato.

Passivo

I debiti verso Acea SpA sono in assoluto la voce più rilevante del passivo. Sono classificabili quasi esclusivamente come "debiti finanziari per rapporti di tesoreria" e si riferiscono quindi a saldi passivi a breve termine nei conti di finanza intra-societaria.

Acea SpA funziona come una banca per Acea Ato 2, concedendo prestiti alla controllata a condizioni di mercato. I prestiti sono poi utilizzati per far fronte a esigenze di cassa e per effettuare gli investimenti.

I debiti verso Acea SpA erano pari a 474,56 milioni di euro nel 2015. Nel 2011 erano pari a 432,11 milioni di euro mentre nel 2014 hanno raggiunto il valore massimo degli ultimi cinque anni: 789,63 milioni di euro. Nei bilanci di Acea Ato 2 non si spiegano i motivi degli aumenti o diminuzione dei debiti verso Acea SpA.

Le riserve sono rimaste pressoché costanti negli ultimi cinque anni, visto che Acea Ato 2 SpA ha distribuito in media il 93% del dividendo agli azionisti e non ha potuto, quindi, accumulare riserve sugli utili.

Visto che distribuisce quasi tutto il suo utile agli azionisti, Acea Ato 2 Spa non è in grado di far fronte in modo autonomo al rimborso dei debiti nel breve/medio periodo e risulta essere dipendente dalla linea di credito intercompany con la controllante Acea Spa.

L'utile di Acea Ato 2 (70,70 milioni di euro nel 2015) viene costantemente distribuito ad Acea Holding, che lo presta poi ad Acea Ato 2 tramite la linea di credito intercompany. Quindi Acea Ato 2 finisce per pagare interessi sul suo stesso utile, incamerato da Acea Spa come dividendo e concesso poi ad Acea Ato 2 Spa come prestito.

ANALISI PATRIMONIALE

L'indice di auto-copertura delle immobilizzazioni per Acea Ato 2 è stato pari a 0,49 nel 2015. Ciò significa che il 49% degli investimenti a medio-lungo termine è coperto con il capitale della società, quindi con mezzi propri. Si tratta di un valore non ottimale anche considerando che, dal 2011 al 2015, tale valore è costantemente sceso da 0,56 a 0,49.

Acea Ato 2 Spa copre il restante 51% degli investimenti a medio-lungo termine con debiti a medio termine nei confronti della controllante Acea Spa, che sono rinnovati a scadenza.

Il grado di indipendenza finanziaria è stato pari a 0,40 (40%) nel 2015. Ciò significa che il 40% dell'attività dell'impresa è coperta da mezzi propri e quindi la società non è sotto-capitalizzata (cioè dispone di capitale a sufficienza). Il grado di indipendenza finanziaria di Acea Ato 2 SpA si è mantenuto a livelli lontani dalla soglia di guardia (0,20) in tutti gli ultimi cinque anni.

L'indice di indebitamento (o leverage), che evidenzia in quale misura l'impresa ricorra al capitale di terzi, è stato pari a 1,49 nel 2015, un valore lontano da livelli di rischio elevato. Anche negli anni precedenti al 2015 l'indice di indebitamento si è mantenuto lontano da livelli di rischio.

Il capitale circolante netto, dato dalla differenza fra attività a breve termine (capitale circolante) e passività a breve termine (debito a breve), è stato sempre negativo negli ultimi cinque anni, con un valore medio di -537 milioni di euro. Quindi la società non riesce a far fronte con risorse proprie al debito a breve e deve ricorrere a risorse esterne.

Anche il margine di struttura, che è la differenza tra il patrimonio netto (i mezzi finanziari apportati dai soci come il capitale sociale, le riserve, ecc..) e le immobilizzazioni (il valore degli investimenti in beni materiali, immateriali e finanziari di lunga durata) è stato sempre negativo negli ultimi cinque anni, con un valore medio di -628,9 milioni di euro. Ciò significa che l'impresa deve ricorrere in modo significativo a mezzi di terzi per finanziare le immobilizzazioni immateriali (licenze e marchi, avviamento) e materiali (impianti e macchinari). Acea Ato 2 Spa non ha infatti liquidità all'interno del capitale circolante, in quanto la cassa viene utilizzata per pagare le spese correnti e gli interessi sul debito (in particolare il debito con Acea SpA).

In generale, dal punto di vista patrimoniale, Acea risulta essere comunque sufficientemente solida e nella media delle imprese del suo settore.

ANALISI REDDITUALE

Acea Ato 2 ha un livello di redditività buono e molto stabile, dato che opera in un mercato completamente regolamentato. Il ROE (return on equity, remunerazione del capitale investito), dato dal rapporto tra l'utile e il patrimonio netto, è stato pari in media al 10,31% nel periodo 2012-2015, mentre nel 2011 era pari al 7,08%.

Il ROS (return on sales), che misura il reddito operativo per unità di ricavo (o il margine che la società ottiene sulle vendite) è stato pari mediamente al 25,75% negli ultimi cinque anni. L'attività di Acea Ato 2 Spa è interamente regolamentata, quindi genera cassa in modo costante con rischi relativamente contenuti.

Fatta eccezione per il 2011, il Margine Operativo Lordo di Acea Ato 2 SpA (MOL = utile dell'impresa prima di ammortamenti, accantonamenti, oneri e proventi finanziari, straordinari e imposte) si è mantenuto abbastanza stabile negli ultimi anni. Gli oneri finanziari pagati ad Acea SpA sono stati pari in media a circa il 13% del MOL negli ultimi cinque anni.

VALUTAZIONE DI ACEA ATO 2 SPA

E' stata effettuata una valutazione di Acea Ato 2 Spa con due metodi: a) il metodo misto patrimoniale-reddituale; b) il metodo DCF (discounted cash flow, in base ai flussi di cassa scontati).

Il valore stimato dell'impresa. al lordo dei debiti, ottenuto utilizzando il metodo misto patrimoniale-reddituale è risultato pari a 961,15 milioni di euro. Mentre il valore ottenuto utilizzando il metodo DCF è stato pari a 727,74 milioni di euro.

Si è formulata un'ipotesi di ripubblicizzazione a partire da un valore calcolato come media tra i risultati dei due metodi utilizzati e pari a 844,45 milioni di euro.

La posizione finanziaria netta di Acea Ato 2, a causa del peso dei debiti (in particolare verso Acea SpA), era negativa per 760,248 milioni di euro al 31 dicembre 2015. Se si sottrae al valore stimato di Acea Ato 2 (844,45 milioni di euro) la posizione finanziaria netta (-760,248 milioni di euro) si ottiene il valore attuale delle quote di Acea Ato 2, che è pari a 84,20 milioni di euro.

Quindi Acea Ato 2 SpA potrebbe essere ceduta da Acea SpA per 84,20 milioni di euro, mantenendo i debiti all'interno della società.

Una volta che saranno disponibili i dati di bilancio al 31 dicembre 2016, la posizione finanziaria netta potrebbe essere peggiorata compensando quasi interamente il valore attuale dell'azienda (un'ipotesi supportata dal fatto che, negli ultimi anni, la posizione finanziaria netta è costantemente peggiorata). In tal caso le quote di Acea Ato 2 SpA potrebbero essere cedute dagli attuali azionisti ai nuovi azionisti per un valore simbolico (per esempio 1 euro).

Una volta ripubblicizzata, Acea Ato 2 dovrebbe definire un piano di rientro dai debiti con i creditori (in particolare con Acea SpA). Dato che l'utile non sarebbe distribuito ad Acea SpA ma rimarrebbe nelle disponibilità di Acea Ato 2, si può ipotizzare un piano di rientro dai debiti della durata di 15 anni. Le rate del debito sarebbero coperte dall'utile annuo, che al momento è quasi interamente distribuito ad Acea SpA.

L'ipotesi di ripubblicizzazione prevede già investimenti netti di 150 milioni di euro all'anno. Quindi l'utile netto di ogni anno non dovrebbe essere utilizzato per effettuare investimenti ma, invece che essere distribuito ai soci, potrebbe essere utilizzato per ripianare progressivamente il debito.

1. Analisi di Acea Ato 2 SpA.

1.1. Gli azionisti di Acea Ato 2 SpA.

Acea Ato 2 SpA è una società per azioni costituita il 23 novembre del 1999 per la gestione del servizio idrico di Roma e altri 110 comuni nelle province di Roma (107 comuni) Frosinone (due comuni) e Viterbo (due comuni). Acea Ato 2 Spa ha un capitale sociale di 362,834 milioni di euro[1]. Gli azionisti di Acea Ato 2 Spa registrati presso la Camera di Commercio di Roma sono: Acea SpA (96,46%) e Comune di Roma (3,54%). Sono presenti come azionisti i comuni dell'Ato 2, ognuno con un'azione del valore di 10 euro (inferiore allo 0,005%).[2]

Gli azionisti di Acea SpA sono a loro volta[3]:

- Comune di Roma (51%);
- Suez - Suez Italia (23,3%);
- Gruppo Caltagirone (5%);

Il restante 20,7% è detenuto da azionisti con quote di partecipazione inferiori al 2%.

Il Comune di Roma detiene il 51% di Acea Spa, che detiene il 96,46% di Acea Ato 2 Spa. Quindi, attraverso Acea Spa, il Comune di Roma detiene il 49,1946% di Acea Ato 2 Spa. Se aggiungiamo la quota di Acea Ato 2 SpA che detiene in proprio direttamente (3,54%), si ottiene il 52,7346%.

1.2 Conto economico

1.2.1 Struttura dei ricavi e dei costi

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO	2015	2014	2013	2012	2011	2015/2011
Gestione servizio idrico	**505,34**	**500,64**	**470,10**	**463,77**	**423,75**	**+19,25%**
Altri ricavi	54,79	58,06	54,44	93,86	57,82	-5,24%
A) TOTALE RICAVI	**560,13**	**558,70**	**524,54**	**557,63**	**481,57**	**+16,31%**
Costi per servizi infragruppo	138,26	132,59	115,33	129,1	103,81	+33,19%
Costi per servizi non infragruppo	28,81	41,06	40,63	42,29	37,57	-23,32%
Altri costi	67,16	60,46	57,88	69,33	69,41	-3,24%
B) TOTALE COSTI PRODUZIONE	**234,23**	**234,11**	**213,84**	**240,72**	**210,79**	**+11,12%**
C) VALORE AGGIUNTO (A-B)	325,9	324,59	310,7	316,91	270,78	+20,36%
D) COSTO DEL LAVORO	87,07	86,90	85,81	84,24	85,70	+1,59%

[1] Registro imprese C.C.I.A.A., *Acea Ato 2 SpA. Bilancio ordinario di esercizio al 31 dicembre 2015.*

[2] Registro imprese C.C.I.A.A., *Acea Ato 2 SpA. Soci e titolari di diritti su azioni e quote, 7 marzo 2017.*

[3] Borsa Italiana, *Azionisti di Acea SpA*, 7 marzo 2017. Link: https://goo.gl/KDkrLS

E) MARGINE OP. LORDO (C-D)	238,83	237,69	224,89	232,67	185,08	+29,04%
F) AMMORTAMENTI + SVAL.	96,41	80,59	78,74	91,03	79,37	+21,47%
G) MARGINE OP. NETTO (E-F)	142,42	157,10	146,15	141,64	105,71	+34,73%
Oneri finanziari verso Acea SpA	**30,02**	**30,75**	**25,67**	**25,36**	**21,09**	**+42,33%**
Totale oneri finanziari	33,21	33,54	27,27	26,37	23,92	+38,83%
H) RISULTATO ANTE IMPOSTE	**109,21**	**123,56**	**118,88**	**115,27**	**81,79**	**+33,52%**
Imposte sul reddito	38,51	45,78	44,02	41,87	32,71	+17,74%
I) UTILE NETTO	**70,70**	**77,78**	**74,86**	**73,40**	**48,37**	**+46,08%**
Dividendo pagato agli azionisti	66,07	73,87	60,99	70,67	48,37	-
Dividendo azionisti in % all'utile	**93%**	**95%**	**81%**	**96%**	**100%**	**-**

Tabella 1. Acea Ato 2, conto economico riclassificato (Fonte: elaborazione Merian Research su dati dei bilanci di Acea Ato 2 2011-2015. Dati in milioni di euro).

Negli ultimi cinque anni Acea Ato 2 ha avuto risultati in crescita, dovuti a un incremento dei ricavi da gestione del servizio idrico del 19,25% dal 2011 al 2015 (e dei ricavi totali del 16,31%) a cui si è associato un aumento dei costi totali meno che proporzionale (+11,12%). La percentuale di ricavi dalla gestione del servizio idrico sul totale dei ricavi si è assestata intorno al 90% negli ultimi tre anni mentre è stata pari all'83% nel 2012 e all'88% nel 2011. Si tratta di ricavi da attività regolamentata che, negli ultimi anni, sono aumentati in seguito a modifiche nel sistema tariffario o all'iscrizione di maggiori conguagli tariffari.[4]

Si segnala che, all'interno dei costi per servizi, è salita, in proporzione, la componente infragruppo (+33,19%) mentre è scesa la componente relativa ai costi per servizi offerti da società terze, al di fuori del gruppo Acea. Tra i servizi infragruppo, "offerti a condizioni di mercato", si segnalano l'acquisto di energia da Acea Energia (56,80 milioni di euro nel 2015), i contratti di servizio offerti da Acea SpA (28,39 milioni di euro nel 2015), la gestione IT da parte di Acea SpA (1,71 milioni di euro nel 2015) e i servizi di smaltimento e trasporto fanghi e rifiuti (30,14 milioni di euro nel 2015), offerti dalla società correlata Acquaser Srl.[5] Gli incrementi nei costi totali di produzione, che si sono verificati in particolare negli anni 2012 e 2014, sono dovuti principalmente a maggiori costi dell'energia elettrica acquistata da Acea Energia (maggiore costo unitario e maggiori volumi consumati) e a un aumento dei costi per il trattamento dei fanghi dovuto, nel 2012, al sequestro dei depuratori di Valle Pisciana, Carrarecce, Fontanelle e Santa Maria in

[4] Si veda, per esempio: Registro imprese C.C.I.A.A., *Acea Ato 2 SpA. Bilancio ordinario di esercizio al 31 dicembre 2012, pag. 105.*

[5] Registro imprese C.C.I.A.A., *Acea Ato 2 SpA. Bilancio ordinario di esercizio al 31 dicembre 2015, pag. 46.*

Fornarola (revocato a fine 2012).[6] Nel 2014, invece, i costi per il trattamento dei fanghi sono aumentati a causa dell'incremento dei volumi di fanghi smaltiti.[7]

Tra i costi si segnalano gli **oneri finanziari verso Acea SpA**, che sono saliti del 38,83% dal 2011 al 2015, assestandosi intorno ai 30 milioni di euro negli ultimi due anni. Come si spiega in bilancio, "nell'ambito della gestione centralizzata dei servizi finanziari, Acea ha da tempo adottato un sistema di tesoreria inter-societaria del Gruppo Acea, comprensivo del rapporto di finanza inter-societaria a cui Acea Ato 2 aderisce, in ottica di ottimizzazione del costo di accesso al credito".[8] Gli oneri finanziari verso Acea SpA si spiegano quindi con gli interessi passivi che Acea Ato 2 paga sui crediti concessi dalla capogruppo attraverso due linee di finanziamento: una linea "inter-societaria" (o "general purpose"), che nel 2015 ha generato interessi passivi per 14,14 milioni di euro, e una linea "a medio-lungo termine", che nello stesso anno ha gravato su Acea Ato 2 con interessi passivi pari a 14,13 milioni di euro. A questi oneri si aggiungono poi le "commissioni di affidamento dovute ad Acea SpA per la concessione delle linee di credito, in misura pari allo 0,5% del plafond complessivo", che nel 2015 sono state pari a 1,75 milioni di euro.[9] Le commissioni e i tassi applicati sono analoghi alle condizioni applicate in genere dal sistema bancario.
In alcuni casi, come nel 2014, le linee di finanziamento inter-societarie hanno generato anche interessi attivi a favore di Acea Ato 2 SpA, pari a 229.000 euro nel 2014. Gli interessi attivi sono stati pagati sui saldi positivi dei conti correnti di corrispondenza inter-societari.[10]

I tassi applicati da Acea SpA ad Acea Ato 2 nell'ambito del rapporto di finanza inter-societaria sono stati resi noti da Acea SpA nel 2011 ma non negli anni successivi. Nel 2011 (unico dato disponibile) è stato applicato sulle posizioni debitorie di Acea Ato 2 un tasso IRS 3y (Interest Rate Swap a tre anni) più uno spread del 3,08%. Mentre alle posizioni creditorie è stato applicato un tasso pari alla media dei tassi Euribor a tre mesi meno uno spread dello 0,05%.[11]

Fatta eccezione per il 2011, che ha visto una significativa diminuzione dell'utile netto (dai 62,1 milioni di euro del 2010 ai 48,4 milioni di euro del 2011), negli anni considerati (2011-2015) il margine operativo lordo si è mantenuto stabile, con una media negli ultimi

---

[6] Registro imprese C.C.I.A.A., *Acea Ato 2 SpA. Bilancio ordinario di esercizio al 31 dicembre 2012, pagg. 106-107.*

[7] Registro imprese C.C.I.A.A., *Acea Ato 2 SpA. Bilancio ordinario di esercizio al 31 dicembre 2014, pag. 103.*

[8] Registro imprese C.C.I.A.A., *Acea Ato 2 SpA. Bilancio ordinario di esercizio al 31 dicembre 2015, pag. 31.*

[9] Registro imprese C.C.I.A.A., *Acea Ato 2 SpA. Bilancio ordinario di esercizio al 31 dicembre 2015, pag. 50.*

[10] Registro imprese C.C.I.A.A., *Acea Ato 2 SpA. Bilancio ordinario di esercizio al 31 dicembre 2014, pag. 41.*

[11] Registro imprese C.C.I.A.A., *Acea Ato 2 SpA. Bilancio ordinario di esercizio al 31 dicembre 2011, pag. 58.*

quattro anni di 233,52 milioni di euro (nel 2013 è stato pari a 224,89 milioni di euro a causa dell'incidenza negativa dei conguagli sui ricavi dalla gestione del servizio idrico).[12] Anche l'utile netto si è mantenuto pressoché stabile, con una media di 74,18 milioni di euro negli ultimi quattro anni. Nel periodo considerato (2011-2015), la quasi totalità dell'utile (93% nel 2015) non è stata reinvestita in Acea Ato 2 ma è stata distribuita ad Acea SpA (e in via residuale al Comune di Roma, azionista diretto al 3,54%) come dividendo (si veda la Tabella 1). E' interessante notare come Acea Ato 2 distribuisca quasi interamente il suo utile netto ad Acea SpA, per poi ottenere dalla stessa Acea SpA dei finanziamenti su cui paga un tasso di interesse a condizioni di mercato, in base al vigente rapporto di finanza inter-societaria.

Il dividendo pagato da Acea Ato 2 ad Acea SpA ha un'incidenza significativa sul risultato ante imposte di Acea SpA, come si vede nella tabella 2. In media, negli ultimi cinque anni, Acea Ato 2 ha contribuito per il 26,63% all'utile ante imposte del gruppo Acea.[13]

INCIDENZA DIVIDENDI	**2015**	**2014**	**2013**	**2012**	**2011**
Risultato ante imposte di Acea SpA	296,4	289,8	259,2	174,1	159,1
Dividendo da Acea Ato 2	**71,26**	**58,83**	**68,17**	**46,65**	**56,87**
Incidenza del dividendo di Acea Ato 2	24,04%	20,30%	26,30%	26,79%	35,74%

Tabella 2. Incidenza del dividendo staccato da Acea Ato 2 sul risultato ante imposte di Acea SpA (Fonte: elaborazione Merian Research su dati dei bilanci di Acea Ato 2 e Acea SpA 2011-2015. Dati in milioni di euro).

[12] Registro imprese C.C.I.A.A., *Acea Ato 2 SpA. Bilancio ordinario di esercizio al 31 dicembre 2013, pag. 27.*

[13] *E' stata considerata l'incidenza del dividendo di Acea Ato 2 sul bilancio consolidato di Acea SpA nell'anno successivo allo stacco. Si sono utilizzati i dati sui dividendi di Acea Ato 2 riportati all'interno del bilancio consolidato di Acea SpA, che considerano solo la quota di dividendo staccata a favore di Acea SpA e non la parte residuale (3,54%) corrisposta al comune di Roma come azionista diretto.*

2. Stato Patrimoniale

2.1 Attivo

ATTIVITA' (in milioni di euro)	2015	2014	2013	2012	2011
Liquidità - Cassa - Banche	0	0	0	0,012	0,007
Altre attività finanziarie (titoli e fondi)	0	0	0	0	0
A) TOTALE DISPONIBILITA' LIQUIDE	**0**	**0**	**0**	**12**	**7**
Crediti verso utenti	235,24	232,71	299,93	251,70	195,76
Crediti verso clienti non utenti	17,63	25,05	31,11	38,26	37,22
Svalutazione crediti inesigibili	-21,75	-24,33	-21,54	-26,63	-25,96
Crediti verso Acea SpA	**20,76**	**389,34**	**148,09**	**153,07**	**81,59**
Crediti verso Roma Capitale	31,34	30,94	27,89	45,22	71,44
Attività per imposte	20,18	9,43	16,35	17,98	11,71
Altre attività correnti	10,32	9,69	8,62	8,11	10,70
B) TOTALE CREDITI A BREVE	**313,72**	**672,84**	**510,46**	**487,70**	**382,47**
C) RIMANENZE A BREVE	**5,88**	**7,22**	**8,58**	**8**	**7,78**
A+B+C ATTIVO CIRCOLANTE	**319,60**	**680,06**	**519,04**	**495,72**	**390,25**
Rimanenze immobilizzate - Scorte	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilizzazioni materiali	**1.214,97**	**1.115,45**	**1.028,56**	**948,48**	**814,08**
Immobilizzazioni immateriali	271,19	278,78	300,61	333,82	398,46
Altre immobilizzazioni finanziarie	0,042	0,042	0,047	0,047	0,048
D) ATTIVO IMMOBILIZZATO	**1.486,20**	**1.394,27**	**1.329,22**	**1.282,35**	**1.212,58**
A+B+C+D TOTALE ATTIVO	**1.805,79**	**2.074,33**	**1.848,26**	**1.778,06**	**1.602,84**

Tabella 3. Acea Ato 2, stato patrimoniale riclassificato, voci dell'attivo.
(Fonte: elaborazione Merian Research su dati dei bilancio Acea Ato 2 2011-2015. Dati in milioni di euro).

L'analisi delle voci riclassificate dell'attivo di Acea Ato 2 dal 2011 al 2015 evidenzia prima di tutto l'assenza di disponibilità liquide, dovuta al fatto che la liquidità è gestita all'interno del rapporto di finanza inter-societaria tra Acea SpA e Acea Ato 2 e quindi non sono presenti conti correnti presso banche (tranne che nel 2012 e nel 2011 ma solo, rispettivamente, per 12.000 e 7.000 euro).

Si segnala poi l'estrema volatilità dei crediti verso Acea Spa, che sono passati dagli 81,59 milioni di euro del 2011 ai 389,34 milioni di euro del 2014, per poi scendere di nuovo a 20,76 milioni di euro nel 2015. La quasi totalità dei crediti verso Acea SpA sono classificabili come "crediti finanziari per rapporti di tesoreria" e si riferiscono quindi a saldi attivi a breve termine nei conti di finanza intra-societaria. Dopo essere stati pari a 389,34 milioni di euro nel 2014, i "crediti finanziari per rapporti di tesoreria" risultano azzerati nel 2015, probabilmente in seguito alla scadenza del contratto di finanza inter-societaria il 30 giugno del 2015 (è probabile che siano stati compensati con una parte dei debiti), anche se la ragione dell'azzeramento non è spiegata in bilancio.

Come si vede nella tabella 3, le immobilizzazioni materiali sono aumentate del 49,24% dal 2011 al 2015, passando da 814,08 milioni di euro a 1,21 miliardi di euro. L'aumento delle immobilizzazioni materiali si spiega in gran parte con gli investimenti effettuati, al netto degli ammortamenti, in particolare per la bonifica ed ampliamento delle condotte idriche e fognarie dei comuni, la manutenzione straordinaria sui centri idrici, gli interventi sui depuratori, gli investimenti negli impianti di trasporto (adduttori ed alimentatrici) e negli impianti di depurazione, nei nuovi allacci e in attrezzature.

La tabella 4 presenta una sintesi degli investimenti, materiali e immateriali, effettuati dal 2011 al 2015 da Acea Ato 2 SpA. Negli ultimi cinque anni sono stati effettuati, in media, investimenti pari a 145,76 milioni di euro all'anno.

INVESTIMENTI	2015	2014	2013	2012	2011	Totale 2012-2015
Investimenti imm.	30,58	14,49	2,56	2,08	7,84	49,71
Investimenti materiali	152,07	123,23	117,11	134,71	144,13	527,12
Totale investimenti	**182,65**	**137,72**	**119,67**	**136,79**	**151,97**	**576,83**

Tabella 4. Acea Ato 2, investimenti immateriali e materiali effettuati al netto degli ammortamenti. (Fonte: elaborazione Merian Research su dati dei bilanci di Acea Ato 2 2011-2015. Dati in milioni di euro).

All'interno del bilancio 2012 di Acea Ato 2 SpA si specifica che, nel periodo 2012-2015, si sarebbero dovuti effettuare investimenti (totali) pari a 951,8 milioni di euro. In realtà, nello stesso periodo, gli investimenti effettuati in totale sono stati pari a 576,83 milioni di euro (374,97 milioni di euro in meno del previsto).[14]

La conferenza dei sindaci del 17 aprile 2012 ha recepito l'abrogazione parziale, a seguito del referendum del 2011, del comma 1 dell'art. 154, D. Lgs. 152/2006 "Tariffa del sistema idrico integrato" nella parte in cui si prevedeva "l'adeguatezza della remunerazione del capitale investito" dal gestore.[15] Fino al 2011 è stata infatti assicurata al gestore una remunerazione del capitale investito pari al 7%[16]. Tale remunerazione garantita è stata cancellata dalla conferenza dei sindaci dell'aprile 2012 che però, contestualmente, ha deciso un adeguamento delle tariffe a fronte di un aumento degli investimenti programmati. L'incremento tariffario deciso per il 2012, rispetto alla tariffa in vigore nel 2011, è stato del 2,97%, per il 2013 del 3,43% e per il 2014 del 3,07%.[17] I nuovi

---

[14] Registro imprese C.C.I.A.A., *Acea Ato 2 SpA. Bilancio ordinario di esercizio al 31 dicembre 2012, pag. 90.*

[15] Autorità Ato 2, *Verbale della Conferenza dei Sindaci e dei Presidenti dell'ATO 2 Lazio Centrale Roma, Punto 7 all'ordine del giorno, "Recepimento dell'abrogazione parziale, a seguito del referendum popolare, del comma 1 dell'art. 154, D.Lgs. 152/2006 "Tariffa del servizio idrico integrato"*, 17 aprile 2012.

[16] *Definito dal D.M. 1 agosto 1996, Art. 3.3, in attuazione della legge 5 gennaio 1994, n. 36 (la cosiddetta "legge Galli").*

[17] Autorità Ato 2, *Verbale della Conferenza dei Sindaci e dei Presidenti dell'ATO 2 Lazio Centrale Roma*,, 17 aprile 2012, pag. 37.

investimenti previsti dalla conferenza dei sindaci del 17 aprile 2012 sono stati pari a: 50 milioni di euro per il 2012, 50 milioni di euro per il 2013, 150 milioni di euro per il 2014 e 150 milioni di euro per il 2015. Tali nuovi investimenti si sono sommati agli investimenti previsti dalla convenzione di gestione del 2012 e dalle conferenze dei sindaci del 2008, 2009 e 2010.[18]

INVESTIMENTI	2015	2014	2013	2012	Totale 2012-2015
Investimenti imm.	30,58	14,49	2,56	2,08	49,71
Investimenti materiali	152,07	123,23	117,11	134,71	527,12
Totale investimenti	**182,65**	**137,72**	**119,67**	**136,79**	**576,83**
Investimenti previsti*	**284,29**	**276,21**	**189,27**	**202,03**	**951,8**
Investimenti non realizzati	**101,64**	**138,49**	**69,6**	**65,24**	**374,97**

Tabella 5. Acea Ato 2, investimenti immateriali e materiali effettuati al netto degli ammortamenti confrontati con gli investimenti programmati.
(Fonte: elaborazione Merian Research su dati dei bilanci di Acea Ato 2 2011-2015 e dei documenti dell'Autorità Ato 2. Dati in milioni di euro).
* approvati dalla conferenza dei sindaci

Gli aumenti tariffari previsti dalla conferenza dei sindaci del 2012 hanno portato a un aumento dei ricavi dalla gestione del servizio idrico del 19,25% dal 2011 al 2015, che si sono riflessi in un aumento dell'utile, nello stesso periodo, del 46,08% (come si è visto nell'analisi del conto economico, § 1.2.1, Tabella 1. Ciò è stato dovuto, in parte, anche a un minore aumento dei costi rispetto ai ricavi nel periodo considerato).
Di conseguenza, dal 2011 al 2015, la redditività del capitale investito (ROE) è salita dal 7,08% del 2011 al 9,74% del 2015 (con un massimo del 10,66% nel 2014, si veda la Tabella 12). Ciò significa che l'aumento delle tariffe ha comportato un aumento della remunerazione del capitale degli azionisti dal 7% (che era stato garantito per legge fino al 2011) a circa il 10%, senza però che siano stati realizzati in toto gli investimenti previsti in seguito all'aumento delle tariffe (con la conferenza dei sindaci dell'aprile 2012). Se grazie al referendum del 2011 si è abolita la remunerazione garantita del capitale del 7%, con il recepimento dell'esito referendario i soci di Acea Ato 2 sono riusciti ad ottenere una remunerazione del capitale superiore di circa il 3% in confronto al periodo pre-referendum, grazie anche alla realizzazione di 374,97 milioni di euro investimento in meno rispetto a quanto previsto dalla convenzione di gestione e dalle successive conferenze dei sindaci (se si fossero realizzati tutti gli investimenti, i relativi ammortamenti avrebbero portato a una diminuzione dell'utile e quindi della redditività del capitale nel periodo 2011-2015).

[18] Autorità Ato 2, *Confronto ricavi garantiti e ricavi reali al 2011. Nuova tariffa media 2012-2032 , Relazione 10 aprile 2012 approvata con Delibera 7/12 del 17 aprile 2012 della Conferenza dei Sindaci*, pag. 18.

2.2 Passivo

PASSIVITA' (in milioni di euro)	2015	2014	2013	2012	2011
Banche e obbligazioni a breve	1,15	1,09	1,62	2,12	2,02
Debiti verso clienti, utenti e fornitori	222,61	197,55	167,49	183,89	184,88
Debiti verso società correlate	42,57	42,85	21,53	38,44	40,63
Debiti verso Acea SpA	**474,56**	**789,63**	**674,03**	**589,98**	**432,11**
Debiti verso Roma Capitale	105,62	78,01	51,44	23,93	48,39
Passività per imposte	3,28	3,75	4,25	4,19	6,41
Debiti verso istituti di previdenza	5,13	4,94	4,91	4,45	4,61
Altre passività correnti	135,10	143,04	119,34	128,05	100,03
E) DEBITI A BREVE TERMINE	**990,01**	**1.260,87**	**1.044,62**	**975,05**	**819,08**
F) FONDI RISCHI E SPESE FUTURE	**15,05**	**10,66**	**15,37**	**17,83**	**21,73**
Passività a medio e lungo termine	57,03	55,37	56,03	56,50	57,34
Fondo benefici dipendenti TFR	17,44	18,02	19,61	20,26	21,28
G) DEBITI A MEDIO TERMINE	**74,47**	**73,39**	**75,64**	**76,76**	**78,63**
Capitale	362,83	362,83	362,83	362,83	362,83
Riserve	292,70	288,79	274,92	272,20	272,16
Utili d'esercizio	70,70	77,78	74,86	73,39	48,40
H) PATRIMONIO NETTO	**726,24**	**729,41**	**712,62**	**708,43**	**683,40**
E+F+G+H TOTALE PASSIVO	**1.805,79**	**2.074,33**	**1.848,26**	**1.778,06**	**1.602,84**

Tabella 6. Acea Ato 2, stato patrimoniale riclassificato, voci del passivo.
(Fonte: elaborazione Merian Research su dati dei bilancio Acea Ato 2 2011-2015. Dati in milioni di euro).

I debiti verso Acea SpA sono in assoluto la voce più rilevante del passivo. Sono classificabili quasi esclusivamente come "debiti finanziari per rapporti di tesoreria" e si riferiscono quindi a saldi passivi a breve termine nei conti di finanza intra-societaria. Anche i debiti verso Acea SpA, come i crediti, hanno subito variazioni significative negli ultimi cinque anni ma nel 2015 il loro valore è tornato sostanzialmente allo stesso livello del 2011 (474,56 milioni di euro contro i 432,11 milioni di euro del 2011). Come si è visto nell'analisi del conto economico, Acea SpA funziona come una banca per Acea Ato 2, concedendo prestiti alla controllata "a condizioni di mercato" (come dichiarato dalla stessa Acea SpA). I prestiti sono poi utilizzati per far fronte a esigenze di cassa e per effettuare gli investimenti.
I debiti verso Roma Capitale si riferiscono quasi esclusivamente ai canoni di concessione.
Le due componenti principali delle "altre passività correnti" sono invece i "debiti verso factor" (e quindi la restituzione degli incassi di competenza su fatture cedute a società di factoring per la loro riscossione) e i risconti passivi, che si riferiscono principalmente alla "quota di ricavi relativi ai contributi di allacciamento e ai contributi in conto impianti

oggetto di risconto, che verranno rilasciati a conto economico lungo la durata dell'investimento cui si riferiscono".[19]
Le passività a medio-lungo termine si riferiscono invece principalmente ai depositi cauzionali corrisposti dagli utenti.
I debiti a breve termine sono saliti del 20,87% dal 2011 (819,10 milioni di euro) al 2015 (990,01 milioni di euro) e hanno raggiunto il loro valore massimo degli ultimi cinque anni nel 2014 (1,26 miliardi di euro), in corrispondenza di un aumento significativo dei debiti verso Acea SpA che, sempre nel 2014, raggiungono il loro massimo nel periodo considerato: 789,63 milioni di euro. In bilancio non sono disponibili dettagli sull'incremento della voce "debiti verso Acea SpA". Le riserve sono rimaste pressoché costanti negli ultimi cinque anni, visto che Acea Ato 2 SpA ha distribuito in media il 93% del dividendo ad Acea SpA (e in via residuale al Comune di Roma, azionista diretto con il 3,54%) dal 2011 al 2015.

Da questi dati emerge chiaramente come Acea Ato 2 Spa non sia in grado di far fronte in modo autonomo al rimborso dei debiti nel breve/medio periodo e risulti essere dipendente da una linea di credito intercompany con la controllante Acea Spa. Al 31.12.2015 il credito di Acea Spa nei confronti di Acea Ato 2 Spa era pari a 20,76 milioni di euro (si veda la tabella 3), su un totale di debiti di Acea Ato 2 Spa nei confronti di Acea SpA di 474,56 milioni (si veda la tabella 6).
La parte rimanente del debito di Acea Ato 2 Spa è in gran parte verso clienti, utenti e fornitori (222,61 milioni euro nel 2015), mentre il debito verso banche è minimo (1,15 milioni di euro nel 2015).
Acea Spa si comporta nei confronti di Acea Ato 2 Spa come una banca, prestando denaro a condizioni di mercato (non a condizioni più vantaggiose) e applicando commissioni di affidamento. Il tasso applicato da Acea Spa ad Acea Ato 2 Spa nel 2011 (ultimo dato disponibile) è l'IRS a 3 anni più uno spread allineato a quello di un Bond emesso sul mercato dei capitali con rating BBB (nel 2011 pari a 3,08%) e prevede una commissione di affidamento annuale (0,5% o 3,37 milioni di euro) calcolata sul plafond.
L'utile di Acea Ato 2 (70,70 milioni di euro nel 2015) viene costantemente distribuito ad Acea Holding, che lo presta ad Acea Ato 2 tramite la linea di credito intercompany. Quindi Acea Ato 2 finisce per pagare interessi sul suo stesso utile, incamerato da Acea Spa come dividendo e concesso poi ad Acea Ato 2 Spa come prestito. Nel 2015 (e in modo analago anche negli anni precedenti) il 15,5% circa dei debiti verso fornitori (che in totale sono stati pari a 263,95 milioni di euro) è stato contratto nei confronti di società del Gruppo Acea. Tali debiti non maturano interessi passivi e non richiedono garanzie. Questo aspetto contribuisce però a rendere Acea Ato 2 Spa dipendente dal gruppo Acea.

3. Analisi patrimoniale.

L'analisi della solidità patrimoniale di Acea Ato 2 SpA è stata effettuata a partire dagli indici e margini più comunemente usati.

---

[19] Registro imprese C.C.I.A.A., *Acea Ato 2 SpA. Bilancio ordinario di esercizio al 31 dicembre 2015, pag. 43.*

L'**indice di auto-copertura delle immobilizzazioni** misura il rapporto tra patrimonio netto (capitale sociale + altri mezzi propri) e totale delle attività immobilizzate (investimenti a medio-lungo termine). Nel 2015 di Acea Ato 2 Spa è stato pari pari a 0,49 su una scala che può variare da 0 (tutti gli investimenti coperti con mezzi di terzi e quindi con l'indebitamento) e 1 (tutti gli investimenti coperti con mezzi propri, senza indebitarsi). Ciò significa che il 49% degli investimenti a medio-lungo termine è coperto con il capitale della società, quindi con mezzi propri. Tendenzialmente le immobilizzazioni dovrebbero essere finanziate da mezzi propri o, in alternativa, da crediti a lungo termine. Un valore di equilibrio dell'indicatore dovrebbe posizionarsi vicino all'unità (100%), evidenziando una copertura totale degli immobilizzi con capitale proprio.
Per Acea Ato 2 Spa l'indicatore è vicino al 49%, un valore non ottimale, anche considerando che, dal 2011 al 2015, tale valore è costantemente sceso da 0,56 a 0,49 (come si vede nella Tabella 7). Acea Ato 2 Spa copre il restante 51% degli investimenti a medio-lungo termine con debiti a medio termine nei confronti della controllante Acea Spa. Si tratta di debiti che vengono poi rinnovati a scadenza.

Anno	2015	2014	2013	2012	2011
Patrimonio netto	726,24	729,41	712,62	708,43	683,40
Attivo immobilizzato	1.486,20	1.394,27	1.329,22	1.282,35	1.212,58
Indice di autocop.	**0,49**	**0,52**	**0,54**	**0,55**	**0,56**

Tabella 7. Analisi patrimoniale. Evoluzione dell'indice di autocopertura delle immobilizzazioni di Acea Ato 2 dal 2011 al 2015 (Fonte: bilanci Acea Ato 2 2011-2015, dati in milioni di euro).

Il **grado di indipendenza finanziaria** indica in quale percentuale l'attività d'impresa (totale dell'attivo, inclusi i crediti) è garantita da mezzi propri, cioè dal capitale apportato dai soci. E' il rapporto tra patrimonio netto (cioè il capitale più le riserve) e il totale delle attività al netto delle disponibilità liquide. Punto inferiore di guardia è 0,20 (20%) sotto il quale la società si considera sotto-capitalizzata. Per Acea Ato 2 l'indicatore "Grado di indipendenza finanziaria" è stati pari a 0,40 (40%) nel 2015. Ciò significa che la società non è sotto-capitalizzata (e quindi dispone di capitale a sufficienza).
Come si vede nella tabella 8, il grado di indipendenza finanziaria di Acea Ato 2 SpA si è mantenuto a livelli lontani dalla soglia di guardia in tutti gli ultimi cinque anni.

Anno	2015	2014	2013	2012	2011
Patrimonio netto	726,24	729,41	712,62	708,43	683,40
Totale attivo	1.805,79	2.074,33	1.848,26	1.778,06	1.602,84
Grado di indip. fin.	**40,22%**	**35,16%**	**38,56%**	**39,84%**	**42,64%**

Tabella 8. Analisi patrimoniale. Evoluzione del grado di indipendenza finanziaria di Acea Ato 2 dal 2011 al 2015 (Fonte: bilanci Acea Ato 2 2011-2015)

L'**indice di indebitamento** (o leverage) è un indice che vede al numeratore il capitale di terzi (debito) e al denominatore il capitale di proprietà dell'impresa. L'indice evidenzia in quale misura l'impresa si finanzi con capitale proprio e in che misura ricorra al capitale di terzi. Nel caso di una perfetta eguaglianza tra capitale proprio e di terzi, esso assume valore 1. Più l'indice assume un valore elevato, più l'impresa risulta essere indebitata. Valori superiori a 4 segnalano un rischio elevato. L'indice di indebitamento di Acea Ato 2 è stato pari a 1,49 nel 2015, un valore lontano da livelli di rischio elevato. Anche negli anni precedenti al 2015 l'indice di indebitamento si è mantenuto lontano da livelli di rischio.

Anno	2015	2014	2013	2012	2011
Debiti a breve ter.	990,01	1.260,87	1.044,62	975,05	819,08
Debiti a medio ter.	74,47	73,39	75,64	76,76	78,63
Totale debiti	**1064,48**	**1334,26**	**1120,26**	**1051,81**	**897,71**
Patrimonio netto	726,24	729,41	712,62	708,43	683,40
Leverage	**1,47**	**1,83**	**1,57**	**1,48**	**1,31**

Tabella 9. Analisi patrimoniale. Evoluzione dell'indice di indebitamento di Acea Ato 2 dal 2011 al 2015 (Fonte: bilanci Acea Ato 2 2011-2015)

Il **capitale circolante netto** è dato dalla differenza fra attività a breve termine (capitale circolante) e le passività a breve termine (debito a breve). L'azienda è in equilibrio quando questa differenza tende a zero perché significa che le attività a breve sono finanziate con fonti anch'esse a breve termine. Per Acea Ato 2 il capitale circolante netto è stato sempre negativo negli ultimi cinque anni, con un valore medio di -537 milioni di euro. Quindi la società non riesce a far fronte con risorse proprie al debito a breve e deve ricorrere a risorse esterne (si veda la Tabella 10).

Anno	2015	2014	2013	2012	2011
Capitale circolante	319,60	680,06	519,04	495,72	390,25
Debiti a breve	990,01	1.260,87	1.044,62	975,05	819,08
Cap. Circolante Netto	**-670,41**	**-580,81**	**-525,58**	**-479,33**	**-428,83**

Tabella 10. Analisi patrimoniale. Evoluzione del capitale circolante di Acea Ato 2 dal 2011 al 2015 (Fonte: bilanci Acea Ato 2 2011-2015, dati in milioni di euro).

Anche il margine di struttura, che è la differenza tra il patrimonio netto (i mezzi finanziari apportati dai soci come il capitale sociale, le riserve, ecc..) e le immobilizzazioni (il valore degli investimenti in beni materiali, immateriali e finanziari di lunga durata) è stato sempre negativo negli ultimi cinque anni, con un valore medio di -628,9 milioni di euro (si veda la Tabella 11). Ciò significa che l'impresa deve ricorrere in modo significativo a mezzi di terzi per finanziare le immobilizzazioni immateriali (licenze e marchi, avviamento) e materiali (impianti e macchinari) che, in una situazione di equilibrio, dovrebbero essere coperte dal patrimonio netto e quindi da risorse proprie.

Acea Ato 2 Spa non ha liquidità all'interno del capitale circolante, in quanto la cassa viene utilizzata per pagare le spese correnti e gli interessi sul debito.

Anno	2015	2014	2013	2012	2011
Patrimonio netto	726,24	729,41	712,62	708,43	683,40
Immobilizzazioni	1.486,20	1.394,27	1.329,22	1.282,35	1.212,58
Margine di struttura	-759,96	-664,86	-616,60	-573,92	-529,18

Tabella 11. Analisi patrimoniale. Evoluzione del margine di struttura di Acea Ato 2 dal 2011 al 2015 (Fonte: bilanci Acea Ato 2 2011-2015, dati in milioni di euro).

In generale dal punto di vista patrimoniale Acea risulta essere sufficientemente solida e comunque nella media delle imprese del suo settore.

4. Analisi reddituale.

Acea Ato 2 ha un livello di redditività buono e molto stabile, dato che opera in un mercato completamente regolamentato. Il ROE (return on equity), dato dal rapporto tra l'utile e il patrimonio netto, è stato pari al 9,75% nel 2015. Ciò significa che il capitale di rischio di Acea Ato 2 ha reso il 9,51% in più rispetto all'investimento in titoli risk free (per convenzione i BOT a 12 mesi che, nel gennaio del 2015, avevano un rendimento lordo pari allo 0,243%)[20]. Negli anni precedenti al 2015, come si vede nella tabella 12, il ROE è stato sempre superiore al 10%, tranne che nel 2011 (quando è stato pari al 7,08%).

Anno	2015	2014	2013	2012	2011
Utile	70,70	77,78	74,86	73,39	48,40
Patrimonio netto	726,24	729,41	712,62	708,43	683,40
ROE	**9,74%**	**10,66%**	**10,50%**	**10,36%**	**7,08%**

Tabella 12. Analisi reddituale. Evoluzione del ROE dal 2011 al 2015 (Fonte: bilanci Acea Ato 2 2011-2015, dati in milioni di euro).

Il **ROS** (return on sales), che misura il reddito operativo per unità di ricavo (o il margine che la società ottiene sulle vendite) è stato pari mediamente al 25,75% negli ultimi cinque anni (si veda la Tabella 13 per i valori dei singoli anni). L'attività di Acea Ato 2 Spa è interamente regolamentata, quindi genera cassa in modo costante con rischi relativamente contenuti.

[20] *Si fa riferimento all'asta per il BOT a 12 mesi del 12-13 gennaio 2015. Link: https://goo.gl/99Tlcj*

Anno	2015	2014	2013	2012	2011
Margine operativo netto	142,42	157,10	146,15	141,64	105,71
Ricavi totali	560,13	558,70	524,54	557,63	481,57
ROS	25,43%	28,12%	27,86%	25,40%	21,95%

Tabella 13. Analisi reddituale. Evoluzione del ROS dal 2011 al 2015 (Fonte: bilanci Acea Ato 2 2011-2015, dati in milioni di euro).

Fatta eccezione per il 2011, il Margine Operativo Lordo di Acea Ato 2 SpA (MOL = utile dell'impresa prima di ammortamenti, accantonamenti, oneri e proventi finanziari, straordinari e imposte) si è mantenuto abbastanza stabile negli ultimi anni, mentre è aumentato (anche se solo di un punto percentuale) il peso degli interessi pagati sul debito rispetto al MOL (si veda la Tabella 14). Nel 2015 il 90% degli interessi sul debito sono stati pagati ad Acea SpA. Si tratta di oneri pagati anche sull'utile di Acea Ato 2 che viene reintrodotto nella società come finanziamento.

Anno	2015	2014	2013	2012	2011
MOL	238,83	237,70	224,89	232,67	185,08
Oneri finanziari Acea SpA	30,02	30,75	25,67	25,36	21,09
Oneri finanziari totali	33,21	33,54	27,27	26,37	23,92
Oneri finanziari/MOL	**13,91%**	**14,11%**	**12,13%**	**11,33%**	**12,92%**

Tabella 14. Analisi reddituale. Evoluzione del MOL e rapporto interessi passivi/MOL dal 2011 al 2015 (Fonte: bilanci Acea Ato 2 2011-2015, dati in milioni di euro).

5. Valutazione Acea Ato 2 SpA.

E' stata effettuata una valutazione di Acea Ato 2 Spa con due metodi: a) il metodo misto patrimoniale-reddituale; b) il metodo DCF (discounted cash flow, in base ai flussi di cassa scontati).

5.1 Valutazione in base al metodo misto patrimoniale-reddituale.

Il metodo misto patrimoniale-reddituale mira a far emergere il valore dell'azienda come sommatoria del patrimonio netto rettificato e dell'avviamento, inteso come l'insieme dei sovra-redditi (attualizzati) conseguibili in futuro dall'impresa.

Partiamo dall'analisi patrimoniale. Il patrimonio netto dell'impresa al 31.12.2015 è pari a 726,24 milioni di euro. Nell'ipotesi di valutazione siamo partiti da un valore del patrimonio di 346,18 milioni di euro che è stato ottenuto sottraendo dal patrimonio netto il valore delle immobilizzazioni immateriali (costi di ricerca, sviluppo e pubblicità, concessioni, licenze e marchi, avviamento, ecc..), pari in totale a 271,19 milioni di euro. Si tratta di costi pluriennali che non generano valore per l'impresa. Le concessioni e l'avviamento generano valore, ma ai fini di questa valutazioni non sono stati considerati nell'analisi reddituale. Sono state inoltre sottratte le “immobilizzazioni in corso”, pari a 108,87 milioni di euro: si tratta di investimenti in corso relativi ad interventi non ancora ultimati, in particolare in impianti.

Si è quindi calcolato il reddito medio annuo sulla base dell'utile degli ultimi cinque anni (2011-2015). Il reddito medio annuo è risultato pari a 64 milioni di euro. Abbiamo approssimato la cifra per eccesso a 70 milioni di euro, considerando che sul dato medio pesa l'utile "anomalo" del 2011, pari a 48,37 milioni di euro, dovuto al fatto che, nel 2012, sono state modificate le tariffe e quindi il 2011 è "anomalo" nel senso che risente delle vecchie tariffe.
Successivamente si è ipotizzato un tasso di attualizzazione del reddito medio annuo del 7% (vicino al ROE prodotto dell'impresa negli ultimi anni e pari al reddito che è stato garantito ai soggetti privati per la gestione dell'acqua fino al 2012[21]), calcolato su 16 anni, che è il tempo rimanente fino alla scadenza della concessione. L'attualizzazione dei redditi è stata effettuata utilizzando una previsione lineare basata sul metodo dei minimi quadrati.
Attualizzando i redditi futuri per 16 anni a un tasso del 7% si ottiene un valore reddituale attualizzato per Acea Ato 2 Spa pari a 614,98 milioni di euro. Sommando questo valore con il valore del patrimonio (346,18 milioni di euro) si ottiene il valore attuale dell'impresa in base al modello patrimoniale - reddituale, che risulta essere pari a 961,15 milioni di euro.

Valutazione di Acea Ato 2 SpA con metodo patrimoniale reddituale	
Valore patrimoniale	346,18 milioni di euro
Reddito medio annuo prospettico	70 milioni di euro
Tasso di attualizzazione	0,07 (7%)
Anni di durata della rendita	16 anni
Valore azienda stimato	**961,15 milioni di euro**

Tabella 15. Valutazione di Acea Ato 2 con metodo patrimoniale reddituale: dati di partenza e valore stimato finale. (Fonte dei dati: bilanci Acea Ato 2 2011-2015).

5.2 Valutazione in base al metodo DCF.

Attraverso il metodo dei flussi di cassa scontati (il cosiddetto metodo DCF o discounted cash flow) è possibile fornire un'indicazione del valore di un'impresa e quindi, dedotti i valori del debito finanziario (genericamente definita posizione finanziaria netta), del capitale proprio. A tal fine è necessario sviluppare una serie di ipotesi relativamente al possibile percorso di sviluppo atteso per l'impresa: è infatti evidente che tanto maggiori sono i flussi di cassa prospettici, tanto maggiore sarà il valore finale ottenuto. Nel caso di Acea Ato 2 SpA si è utilizzato il cosiddetto modello "generale" di valutazione, che prevede lo sviluppo di ipotesi dettagliate per ciascun anno relativamente ad un periodo di 10 anni, e quindi l'indicazione di valori medi validi dall'undicesimo anno in poi.

Ipotesi utilizzate nel metodo DCF per la valutazione di Acea SpA
Ipotesi relative a fatturato, capitale commerciale e presenza di perdite

[21] Autorità Ato 2, *Verbale della Conferenza dei Sindaci e dei Presidenti dell'ATO 2 Lazio Centrale Roma, Punto 7 all'ordine del giorno, "Recepimento dell'abrogazione parziale, a seguito del referendum popolare, del comma 1 dell'art. 154, D.Lgs. 152/2006 "Tariffa del servizio idrico integrato"*, 17 aprile 2012.

Fatturato del primo anno di previsione	560 milioni di euro
Ipotesi relative al costo del capitale	
Costo del debito	5%
Costo del capitale proprio	10%
% debito su totale (debito + capitale proprio)	45%
Posizione finanziaria netta a debito	760,29 milioni di euro
Ipotesi relative al lungo periodo	
Tasso di crescita aziendale nel lungo periodo	0%
Reddito operativo (% sul fatturato) nel lungo periodo	25%
Investimenti nel lungo periodo	150 milioni di euro
Ammortamenti nel lungo periodo	100 milioni di euro
Aliquota d'imposta nel lungo periodo	24%
Capitale commerciale (% sul fatturato) nel lungo periodo	0%

Ipotesi utilizzate nel metodo DCF per la valutazione di Acea SpA	
Ipotesi relative a ciascun anno del periodo di previsione (2016-2025 e post)	
Fatturato	560 milioni di euro
Reddito operativo	140 milioni di euro
Aliquota d'imposta	24%
Imposte sul reddito operativo	33,6 milioni di euro
Reddito operativo dopo le imposte (NOPAT)	106,4 milioni di euro
Ammortamenti	100 milioni di euro
Investimenti netti	150 milioni di euro
Flusso di cassa per l'impresa	56,4 milioni di euro
Costo medio del capitale ponderato (WACC)	7,5%
Fattore di sconto cumulato	1,0775 (2016)
Risultati	
Somma del valore attuale dei flussi di cassa del periodo	382,75 milioni di euro
Valore attuale dei flussi di cassa (periodo crescita costante)	344,99 milioni di euro
Valore dell'impresa al lordo dei debiti	**727,74 milioni di euro**

Tabella 16. Valutazione di Acea Ato 2 con metodo DCF: dati di partenza e valore stimato finale. (Fonte dei dati: bilanci Acea Ato 2 2011-2015).

Di seguito si spiegano le principali ipotesi alla base della valutazione DCF illustrata nella Tabella 16:

Tasso di crescita aziendale nel lungo periodo = 0%. L'ipotesi base di valutazione non prevede infatti aumenti tariffari nei prossimi anni.

Investimenti nel lungo periodo. Sono stati considerati investimenti annuali per 150 milioni di euro, confermando la media degli ultimi cinque anni (si veda la tabella 4).

Costo del debito = 5%. Si è considerata una media dei tassi prevedibili per gli anni futuri fino al termine della convenzione.

Costo del capitale proprio = 10%. Si tratta di un "costo-opportunità", riferito all'opportunità di investire il capitale in modo diverso e pertanto può essere considerato un valore vicino al ROE degli ultimi quattro anni.

5.3 Ipotesi di ripubblicizzazione.

Una società per azioni interamente pubblica (per esempio partecipata dai comuni che hanno aderito alla convenzione) potrebbe rilevare il 100% del capitale sociale di Acea Ato 2 con le seguenti ipotesi:

- valore azienda con metodo patrimoniale – reddituale: 961,15 milioni di euro;
- valore azienda con metodo DCF: 727,74 milioni di euro;
- **stima del valore dell'azienda** (media dei due metodi): **844,45 milioni di euro**.

Posizione finanziaria netta di Acea Ato 2 SpA al 31 dicembre 2015	
+ Immobilizzazioni finanziarie	0,042
+ Attivo circolante	319,26
- Debiti	1.011,34
- Ratei e risconti passivi	35,72
- TFR	17,44
- Fondo rischi e oneri	15,05
Posizione finanziaria netta	**-760,248**
Valore stimato dell'azienda*	**844,45**
Valore stimato - Posizione finanziaria netta	**84,202**

Tabella 17. Calcolo della posizione finanziaria netta di Acea Ato 2 SpA al 31 dicembre 2012, dati in milioni di euro (Fonte dei dati: bilanci Acea Ato 2 2011-2015).

** all'interno del valore stimato dell'azienda sono comprese le riserve da conferimenti così come tutto il patrimonio contabile.*

Il valore attuale del 100% delle quote di Acea Ato SpA al 31 dicembre 2015 è dato dalla stima del valore dell'azienda (come media tra i due metodi illustrati sopra) meno la posizione finanziaria netta di Acea Ato 2 SpA al 31 dicembre 2012.

Sottraendo la posizione finanziaria netta (-760,248 milioni di euro) dal valore stimato dell'azienda (come media tra i due metodi illustrati in precedenza) si ottiene il valore effettivo del 100% delle quote di Acea Ato 2 al 31 dicembre 2012, che è pari a 84,202 milioni di euro (come si vede nella tabella 17).

Quindi Acea Ato 2 SpA potrebbe essere ceduta da Acea SpA e acquisita in un primo tempo da una società veicolo, interamente controllata dal Comune di Roma, per 84,20 milioni di euro, mantenendo i debiti all'interno della società. In un secondo tempo entrerebbero nel capitale tutti i comuni dell'Ato 2.

Una volta che saranno disponibili i dati di bilancio al 31 dicembre 2016, la posizione finanziaria netta potrebbe essere peggiorata compensando quasi interamente il valore attuale dell'azienda (un'ipotesi supportata dal fatto che, negli ultimi anni, la posizione finanziaria netta è costantemente peggiorata). In tal caso le quote di Acea Ato 2 SpA potrebbero essere cedute, dagli attuali azionisti ai nuovi azionisti, per un valore simbolico (per esempio 1 euro).

Una volta ripubblicizzata, Acea Ato 2 dovrebbe definire un piano di rientro dai debiti con i creditori (in particolare con Acea SpA). Dato che l'utile non sarebbe distribuito ad Acea SpA ma rimarrebbe nelle disponibilità di Acea Ato 2, si può ipotizzare un piano di rientro dai debiti della durata di 15 anni con l'ipotesi di flussi di cassa (utili non distribuiti) di 70 milioni di euro all'anno (per un totale di 1,05 miliardi di euro). I debiti stimati al 31 dicembre 2016 (che si stima possano essere intorno agli 850 milioni di euro) potrebbero essere ripagati, per esempio, con un mutuo della durata di 15 anni al tasso fisso del 3%: le rate mensili del mutuo (per 850 milioni di euro) sarebbero pari a circa 5,869 milioni di euro, per un totale di 1,05 miliardi di euro (pari alla somma degli utili non distribuiti dal 2016 in poi).

L'ipotesi di ripubblicizzazione sopra illustrata, prevede già investimenti netti di 150 milioni di euro all'anno, un dato che approssima per eccesso la media annuale degli investimenti realizzati nel periodo 2012-2015 (pari a 145,76 milioni di euro). Quindi l'utile netto di ogni anno non dovrebbe essere utilizzato per effettuare investimenti ma, invece che essere distribuito ai soci, potrebbe essere utilizzato per ripianare progressivamente il debito.