

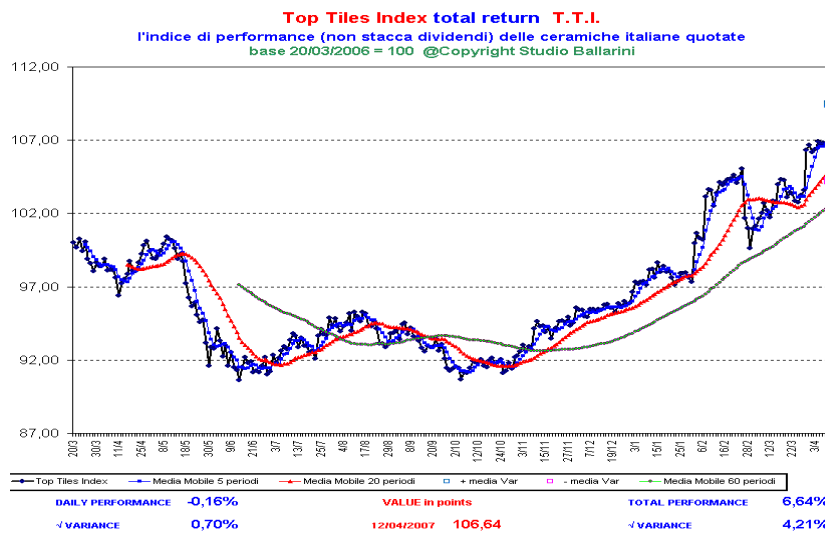
ALFREDO BALLARINI

Studio di Finanza Aziendale

Input dati: Dott. Simone Torre

TOP TILES SPAIN

2006



Analisi economico finanziaria della ceramica spagnola

le schede sinottiche dei BILANCI 2005-03
con classifiche di posizionamento di 29 indicatori



NOTE PARTICOLARI:

IMPOSTE SUL REDDITO: tale voce va sottratta al risultato pre imposte per ottenere il risultato dopo imposte; quindi, quando ha segno positivo si tratta prevalentemente di normali imposte che incidono riducendo il risultato lordo; quando ha segno negativo invece, si tratta di una prevalenza di imposte anticipate o di un utilizzo di fondi di imposte differite e in tal caso incide AUMENTANDO il risultato lordo (la sottrazione di un numero con segno meno diventa una somma).

SCHEDE DI SETTORE: sono esclusi i consolidati (eccetto 1 nei due anni precedenti, mantenuto per confrontarlo con la società ottenuta dalla fusione della stessa area di consolidamento) e le società non presenti in tutti e tre gli esercizi; fornisce i dati di riferimento per le due tabelle di confronto statico e dinamico sul lato destro del foglio.

+/- RISPETTO AI SETTORI DI ITALIA E SPAGNA: le sigle iniziali di questa tabella, fanno riferimento ai principali risultati economici (ad.es VA% si intende la percentuale del Valore Aggiunto) e le sigle si possono ritrovare in fondo alle rispettive voci del conto economico. Sono state utilizzate le sigle anglosassoni per i valori di reddito operativo MOL = EBITDA (earnings before interest taxes depreciation and amortization) MON = EBIT (earnings before interest taxes). Qui si calcola se la società in questione, ha avuto un'incidenza percentuale di quei risultati, più alta o più bassa, rispetto a quanto risulta sul bilancio aggregato di settore delle due nazioni indicate (per la Spagna i dati aggregati si riferiscono all'anno 2004). Quindi possiamo osservare se la società in questione, si posiziona su un livello di risultati superiore o inferiore alla media di settore.

VARIAZIONI ULTIMO ANNO: in questa tabella si calcola: per le vendite, la percentuale di crescita o di diminuzione rispetto all'anno precedente, quindi se il fatturato 2005 è di 1200, quello del 2004 è di 1000, troveremo +20%; tale variazione è stata omogeneizzata anche nei riguardi di un'importante operazione di fusione avvenuta nell'anno; per i principali risultati economici, anche qui come nella precedente tabella rappresentati dalle sigle che si possono trovare alla fine della rispettiva voce di bilancio nel conto economico, si calcolano i punti in più o in meno **rispetto all'incidenza** dell'anno precedente; ad esempio se nel 2005 l'incidenza era del 10% e nel 2004 è del 12%, troveremo un +2%.

ANNI DI RIENTRO per azzeramento debiti Finanziari Netti con Cash Flow della gestione corrente in contanti: questo indice risponde alla domanda "se il cash flow (come sottoriportato) rimanesse costante negli anni al livello attuale, con il monte dei debiti finanziari in essere (qui compresi di infragruppo), al netto della liquidità, quanti anni impiegherebbe l'impresa per azzerarli?". L'indicatore è stato modificato riportandolo dal calcolo solo sui debiti finanziari a medio termine, al calcolo sui debiti finanziari netti totali. Il valore massimo di fondoscala +25 può anche significare un dato oltre tale valore, ma comunque non varia la valutazione qualitativa.

DEBITI FINANZIARI NETTI IN % DEL FATTURATO: per questo indicatore, nei debiti finanziari NON sono compresi i debiti infragruppo; esistono alcuni casi in cui i debiti infragruppo hanno una origine commerciale dovuta alla compravendita di prodotto, in altre situazioni invece tali debiti hanno natura puramente finanziaria; tuttavia dovendo adattarsi ad una standardizzazione di calcolo, necessaria in un'analisi su un così vasto numero di società, la scelta è stata di escluderli sempre, inserendo successivamente due indicatori di giorni medi di pagamento, uno comprensivo e l'altro che esclude tale valore; il confronto di questi due indicatori permetterà spesso di intuire se l'indebitamento finanziario deve essere in realtà aumentato del valore dell'infragruppo oppure no. Dove esiste un consolidato si ha comunque un indicatore complessivo spesso più equilibrato in quanto le situazioni intersocietarie si elidono. Nella liquidità a sottrazione sono compresi anche i titoli a breve termine (C III 6). I VALORI NEGATIVI DELL'INDICE RIGUARDANO I CASI IN CUI LA LIQUIDITÀ PREVALE SUL DEBITO. Le piccole società con bilancio abbreviato e senza una distinzione delle voci in nota integrativa, presentano valore nullo, ma l'indice è privo di significato.

TREND POSIZIONE FINANZIARIA NETTA CON INFRAGRUPPO:

La lunghezza delle barre non è confrontabile tra aziende diverse in quanto NON INDICA L'ENTITÀ DEL DEBITO MA SOLO IL TREND IN AUMENTO O DIMINUZIONE DA UN ANNO ALL'ALTRO!

Si confronta solo nel triennio della stessa azienda per verificare l'andamento del dato, per valutare il quale si deve fare riferimento all'indicatore della % dei debiti netti e all'entità dei debiti infragruppo.

INDICI:

MARGINE ECONOMICO COMPETITIVO MEC: è calcolato come somma algebrica %Margine Operativo Lordo +/- %Oneri Finanziari Netti da proventi. È chiamato "competitivo" poichè, in una visione semplificata della price-competition, è lo spazio disponibile per assorbire diminuzioni di fatturato dovute unicamente a sacrificio di margine (prezzi più bassi), in un momento di congiuntura recessiva (per cui al ribasso dei prezzi non corrisponde

aumento della quantità venduta ma solo un suo ipotetico mantenimento). Se si sacrificasse completamente questo margine, supponendo nulle le voci straordinarie, si arriverebbe ad un cash flow semplificato (utile + ammortamenti e accantonamenti) nullo. Quando questo margine è positivo, tende ad essere superiore al cash flow a causa delle imposte che incidono prima dell'utile netto. L'indicatore ha due limiti fisici che non può superare; dunque il fondo scala può anche significare un superamento di tali valori, che comunque mantengono la stessa valutazione qualitativa. Questo indice ha anche una valenza di tipo finanziario; nel senso che viene anche utilizzato nella definizione del rischio di default come "interest coverage" o copertura degli interessi passivi.

ROA: Return On Assets è il rapporto % tra utile operativo e totale attivo Ebit / Assets.

ROE: Return On Equity è il rapporto % tra utile netto e totale patrimonio netto contabile (Equity).

LEVERAGE: è il rapporto % tra totale attivo e patrimonio netto contabile; assimilabile al leverage di un'opzione call reale dove il sottostante è dato dal valore delle attività e il premio è dato dal valore dell'equity.

Retention rate: E' SOLO INDICATIVO E PER UNA CORRETTA VALUTAZIONE NECESSITA DI RICALCOLO ESATTO, confronta la variazione del patrimonio netto con l'utile di bilancio; se inferiore a 100% indica che non è stato trattenuto tutto l'utile prodotto, se inferiore a 0 indica che possono essere state distribuite riserve o sono avvenuti cambiamenti nell'area di consolidamento; se maggiore del 100% indica possibili aumenti di capitale o rivalutazioni del patrimonio o cambiamenti nell'area di consolidamento.

AUTOFINANZIAMENTO che ha coperto la crescita delle vendite dell'anno prima (crescita solitamente simboleggiata con la lettera g): E' SOLO INDICATIVO E PER UNA CORRETTA VALUTAZIONE NECESSITA DI RICALCOLO ESATTO. Utilizza la % di utili ritenuti solo se questa è compresa tra 0 e 100, in caso contrario è molto probabile la preponderanza della variazione delle riserve e del capitale dell'area di consolidamento ecc.; calcolato come il rapporto tra utile trattenuto / vendite e il prodotto (variazione delle vendite x attivo circolante / vendite), utilizza tutti i dati dell'anno precedente, con esclusione della variazione delle vendite che è calcolata tra l'ultimo anno e quello precedente. In sostanza il dato 2005 valuta l'equilibrio finanziario del passaggio dal fatturato 2004 al fatturato 2005. Si valuta solamente la necessità di circolante LORDO causata dalle maggiori vendite, ecco perché non si considerano gli ammortamenti assieme all'utile. Se inferiore al 100%, la crescita ha richiesto risorse finanziarie ulteriori rispetto a quelle prodotte internamente. TALI RISORSE POSSONO ESSERE STATE OTTENUTE OPERATIVAMENTE DAI FORNITORI ANZICHE' FINANZIARIAMENTE DALLE BANCHE; si è scelto di considerare il circolante operativo lordo anziché netto per evitare i casi di incremento dei fornitori dovuti a investimenti fissi (cfr *Ciaran Walsh "Gli indici per la gestione dell'impresa" Financial Times Prentice Hall*) Ricercare l'equilibrio di questo indicatore ricalcolandolo internamente, permette di mantenere risorse finanziarie a disposizione per gli investimenti. In sostanza la ricerca dell'equilibrio avviene o aumentando la quota di utile trattenuta o riducendo il circolante operativo normalmente richiesto dalle vendite o programmando meglio il ritmo di crescita del fatturato se necessario.

ROTAZIONE DELLE SCORTE:

È il rapporto tra fatturato e scorte.

GIORNI MEDI INCASSO / PAGAMENTO SUL BREVE TERMINE con e senza infragruppo così calcolati:

INCASSO = (clienti a breve + clienti a medio – fondo svalutazione [+ crediti infragruppo]) / fatturato x 360

PAGAMENTO = (fornitori a breve + fornitori a medio [+ debiti infragruppo]) / (acquisti di materie e servizi + godimento beni di terzi) x 360; non si tiene conto dell' IVA, che è contenuta nei crediti e debiti ma non nelle voci di fatturato o di acquisto del conto economico. Nei giorni di incasso non si tiene conto degli effetti eventualmente ceduti ed ancora in circolazione. Per i giorni di pagamento il valore può essere innalzato dalla presenza di debiti verso fornitori di cespiti, la cui voce di acquisto non compare in conto economico.

RISK RATIO 1: Altman Z score (indicatore Basilea 2 non pubblicato, ottenibile a richiesta, ricordando che non è una valutazione soggettiva di chi scrive, bensì calcolata secondo standard predefiniti):

$1,2X1 + 1,4X2 + 3,3X3 + 0,6X4 + 1,0X5$

Dove X1 = Capitale Circolante Netto; X2 = Utile / Totale Attivo; X3 = EBIT / Totale Attivo; X4 = Equity Value / Totale Capitale di terzi; X5 = Fatturato / Totale Attivo

Si aggiunge un bonus relativamente al credit rating dell'azienda per cui:

Score = Z score + bonus, dove bonus 1,5 se rating AAA, 1 se rating AA+, 0,5 se rating A+, 0,25 se rating BBB+ o BBB, 0 da BBB- in giù. Indica tranquillità sopra 2,99 e rischio sotto 1,81.

Allo score così trovato si assegna un **Grado** : 8 se score >20; 7 se score tra 3 e 20 compreso; 6 se score tra 2,5 e 3 compreso; 5 se score tra 2 e 2,5 compreso; 4 se score tra 1,25 e 2 compreso; 3 se score tra 1 e 1,25 compreso; 2 se score tra 0,75 e 1 compreso; 1 se score è minore o uguale a 0,75.

Infine, la graduazione così ottenuta, viene diminuita di 1 punto se Ebit risulta negativo; invece se Ebit e Utile netto sono positivi e lo score è maggiore di 1, ma il Grado è minore di 3, allora il Grado viene alzato a 3.

Tale metodo segue le principali indicazioni riportate su Bloomberg per il calcolo dell'indicatore.

Questo "grado" indica tranquillità tra 6 e 8, rischio elevato tra 3 e 1, confine di attenzione a 4.

Come Equity Value si è utilizzato quello desunto dal nostro studio Top Tiles Calcolo dell'Equity Value.

RISK RATIO 2: Pseudo RATING (indicatore Basilea 2 non pubblicato, ottenibile a richiesta, ricordando che non è una valutazione soggettiva di chi scrive, bensì calcolata secondo standard predefiniti):

E' SOLO INDICATIVO E PER UNA CORRETTA VALUTAZIONE NECESSITA DI RICALCOLO ESATTO.

E' necessario sottolineare che il Rating non misura tanto l'efficienza, quanto la solidità; il termine "pseudo" indica con evidenza che questo proposto, **NON PUO' ESSERE CONSIDERATO COME UN VERO E PROPRIO RATING**. Tuttavia costituisce una prima **traccia** in questo senso.

Deriva dal confronto con una tabella Standard & Poor's che indica il valore mediano di una serie di ratios di analisi di bilancio, per le principali categorie di rating. Tra i ratios indicati da S&P, ne sono stati scelti 4, a maggior valenza finanziaria, più facilmente calcolabili in questo tipo di analisi e, quando possibile, ne è stata elaborata la media triennale (dunque i dati passati possono dare influenza positiva o negativa, eccetto nel caso in cui l'ultimo esercizio scade in perdita operativa e/o scade in posizione finanziaria negativa). Confrontando i valori ottenuti con quelli della tabella S&P e **calcolando una media ponderata dei valori di rating espressi da ciascuno di essi**, ne è scaturito il pseudo rating sintetico. IL SEGNO + APPARE QUANDO IL VALORE DI RATING E' NELLA META' PIU' VICINA AL GRADO SUPERIORE E IL SEGNO - APPARE QUANDO IL VALORE DI RATING E' NELLA META' PIU' VICINA AL GRADO INFERIORE. Quando l'azienda **non presentava sufficienti dati per il calcolo** anche a causa di accavallamenti non facilmente definibili, compare la sigla "n.d." cioè **NON DISPONIBILE** per il calcolo. In particolare può accadere che società con bilanci abbreviati senza indicazione analitica dei debiti, presentino un rating più elevato del loro standard, in quanto risultano a zero le voci finanziarie come ad es. le banche.

Table 1—Key Industrial Financial Ratios, Long-Term Debt

Three-year (2002 to 2004) medians

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
EBIT interest coverage (x)	23.8	19.5	8.0	4.7	2.5	1.2	0.4
EBITDA interest coverage (x)	25.5	24.6	10.2	6.5	3.5	1.9	0.9
FFO/total debt (%)	203.3	79.9	48.0	35.9	22.4	11.5	5.0
Free operating cash flow/total debt (%)	127.6	44.5	25.0	17.3	8.3	2.8	(2.1)
Total debt/EBITDA (x)	0.4	0.9	1.6	2.2	3.5	5.3	7.9
Return on capital (%)	27.6	27.0	17.5	13.4	11.3	8.7	3.2
Total debt/total debt + equity (%)	12.4	28.3	37.5	42.5	53.7	75.9	113.5

I quattro indicatori scelti sono: il secondo, il quarto, il quinto e il settimo, mediati tra loro con i seguenti pesi percentuali 30%,30%, 20%, 20%. Si è utilizzata la posizione finanziaria netta anziché il totale dei debiti.

CORPORATE RATINGS CRITERIA www.standardandpoors.com

Scale di rating delle varie agenzie:

	Moody's		Fitch		S&P	
	L.T.	S.T.	L.T.	S.T.	L.T.	S.T.
INVESTMENT GRADE	Aaa	P-1	AAA	F-1+	AAA	A-1+
	Aa1	P-1	AA+	F-1+	AA+	A-1+
	Aa2	P-1	AA	F-1+	AA	A-1+
	Aa3	P-1	AA-	F-1+	AA-	A-1+
	A1	P-1	A+	F-1	A+	A-1
	A2	P-1	A	F-1	A	A-1
	A3	P-2	A-	F-2	A-	A-2
	Baa1	P-2	BBB+	F-2	BBB+	A-2
	Baa2	P-3	BBB	F-3	BBB	A-3
	Baa3	P-3	BBB-	F-3	BBB-	A-3
SPECULATIVE GRADE	Ba1		BB+	B	BB+	B
	Ba2		BB	B	BB	B
	Ba3		BB-	B	BB-	B
	B1		B+	B	B+	B
	B2	Not Prime	B	B	B	B
	B3		B-	B	B-	B
	Caa1		CCC+	C	CCC+	C
	Caa2		CCC	C	CCC	C
	Caa3		CCC-	C	CCC-	C
	Ca		CC	C	CC	C
	C		C	C	C	C
			DDD	D	D	D
			DD	D		
			D	D		

OSSERVAZIONE SUI DUE RATIOS PRECEDENTI:

sono entrambi indicatori, seppure insufficienti, del grado di default risk dell'impresa.

Diventa interessante osservarne l'eventuale convergenza o meno dei valori, in quanto calcolati con due approcci diversi.

La loro insufficienza a definire il reale grado di rischio gravante sull'impresa, non deve però indurre a trascurarne il responso, inteso come possibile segnale di allarme. E' infatti ormai ben noto, come la "difficoltà di ristrutturazione" aumenti più che proporzionalmente al grado di deterioramento dell'equilibrio aziendale.

FREE CASH FLOW DELLA GESTIONE CORRENTE IN % SUL FATTURATO:

si trova nella prima riga dell'area grigia in fondo, dopo il totale passivo e netto, è un flusso di cassa teorico, dato dal flusso di circolante netto della gestione corrente a cui vengono sottratte le imposte (utile dopo imposte + oneri straordinari - proventi straordinari + ammortamenti + accantonamenti), eliminando poi le voci di variazione del magazzino, quindi + variazione negativa scorte - variazione positiva scorte. Si considera, in questo caso, una gestione "in contanti" poiché tale flusso considera le vendite incassate subito e i costi pagati immediatamente. Tale indicatore prova ad esaminare quel flusso di cassa prodotto dalla gestione corrente, non immagazzinato, e al di fuori della logica finanziaria dei crediti e debiti operativi. Si vuole così dare una valenza maggiore alla problematica finanziaria: il Cash Flow comunemente utilizzato, Utile + Ammortamenti è in realtà un Flusso di Circolante Netto, che deve poi trovare allocazione o nelle scorte o nei crediti o nella liquidità mentre questo indicatore è simile al precedente, ma trascura la gestione straordinaria e considera l'eventuale impegno a magazzino come una sottrazione di cash alla gestione! È comunque possibile trovare il Cash Flow Utile + Ammortamenti nel volume di classifiche. Si utilizza questo valore anche per calcolare gli anni di rientro nei debiti finanziari netti come sopra spiegato.

CIRCOLANTE NETTO / ATTIVO A BREVE senza infragruppo:

il Circolante Netto è, nell'attivo di stato patrimoniale di un bilancio, quella quota di Scorte+Crediti (qui senza infragruppo)+Liquido eccedente i Debiti a breve (qui senza infragruppo); tra le passività è finanziato dall'eccedenza dei Mezzi Propri+Debiti a medio rispetto alle Immobilizzazioni attive. Il Circolante Netto, quando è positivo e consistente, costituisce un buon supporto all'equilibrio finanziario dell'impresa: può avere una struttura più o meno apprezzabile (come qualità dei crediti e delle scorte contenute, come coesistenza con margini di struttura e di tesoreria positivi o negativi) ma, se di buona qualità, permette di avere, a fronte di attività che dovrebbero essere disponibili a breve, passività a più lunga scadenza; ciò dovrebbe fornire un maggior spazio di manovra alla gestione. La decisione di non considerare l'infragruppo deriva dalla complessità della sua valutazione (si vedano recenti episodi di crisi aziendale). L'indicatore è qui calcolato come percentuale dell'attivo a breve di cui il circolante netto è parte. Non è un valore indicativo se, a causa della forma abbreviata del bilancio, non compare il dettaglio sia dei crediti che dei debiti.

Extra Yield of Invested Capital:

rappresenta il **RENDIMENTO EXTRA GENERATO DALLA GESTIONE OPERATIVA DELL'IMPRESA RISPETTO AL COSTO DI MERCATO DEL CAPITALE** (inteso come somma tra capitale finanziario e capitale

azionario) nell' ultimo esercizio. E' dato da $(NOPAT - WACC * Capitale Investito Operativo)$; dove NOPAT (Net Operating Profit After Tax quindi il rendimento dell'investimento impresa) = Margine Operativo Netto tassato come fosse utile finale, calcolato nel seguente modo: [MON reddito operativo netto da ammortamenti e svalutazioni, + (cioè storno, in quanto i costi di capitale si considerano dopo) rivalutazione annua fondo tfr (considerata come costo del capitale rappresentato dallo stesso fondo)] x (1-37,25%) dove il 37,25% rappresenta un tax rate medio per il 2004 tratto da Fisco Oggi; WACC (Weighted Average Cost of Capital) è la media ponderata del costo del capitale, ottenuta mediando il costo (meno imposte) del debito finanziario netto (debito finanziario netto utilizzato come peso), il costo dell'equity cioè dei mezzi propri (pesati con i mezzi propri tangibili) il costo del fondo TFR rappresentato dalla sua rivalutazione, considerata al 3% meno imposte (fondo tfr utilizzato come peso), e il costo dei fondi per rischi e oneri, considerati fondi di debito a costo zero (fondi utilizzati come peso); il Capitale Investito Operativo è dato dallo stato patrimoniale attivo, escluse le voci immateriali, finanziarie e liquide, meno i debiti verso fornitori e diversi.

Dovendo considerare il costo del debito finanziario ad un tasso di mercato e non al tasso particolare effettivo dell'azienda, per semplificazione si è utilizzato il tasso "corporate" dell'area Euro, come riportato nella rivista Economist, pari al 4,61%. Il costo del capitale netto è considerato pari a: 3,77% (rendimento netto titoli di stato BTP a 5 anni) come rendimento risk free, maggiorato di un premio di rischio di 2,822% (differenza tra inverso del Price/Earning medio TOPTIX meno tasso senza rischio), considerando 1 (quindi ininfluente) il coefficiente di rischio di mercato, cioè il Beta. Il valore del EYIC evidenzia **la CAPACITA' DI GENERARE VALORE RISPETTO AL CAPITALE INVESTITO DA PARTE DELL'IMPRESA**, senza considerare le effettive condizioni ad essa applicate dal mercato finanziario e senza considerare fattori di tipo non operativo : il concetto espresso dall'indicatore è di misurare il flusso di valore netto generato dalla gestione aziendale, dopo aver coperto il costo del capitale utilizzato in qualunque forma; il costo del debito finanziario viene considerato a un tasso di mercato; mentre vengono considerati debito generico il tfr (al costo della sua rivalutazione accantonata ogni anno nelle voci del personale) e i fondi diversi (a costo zero); anche al capitale netto (mezzi propri) viene assegnato un costo perché è normale che i soci pretendano un rendimento adeguato, altrimenti viene meno il motivo dell'impresa. Se l'azienda genera più valore di quanto le costerebbe, in condizioni "normali" il capitale impiegato, allora ha un EYIC positivo. La % a fianco del valore assoluto indica il peso sul capitale investito operativo come definito sopra. **Il EYIC è un indicatore utilizzato da chi osserva le aziende dal punto di vista del mercato, e dovrebbe essere ricalcolato in modo più preciso all'interno di ogni azienda, per avere un interessante punto di riferimento. Non potendo separare la quota finanziaria da quella commerciale, per ciascuna azienda, non sono stati considerati come finanziari i crediti e debiti infragruppo.**

Pur avendo controllato attentamente i dati, può essere subentrato qualche errore nella battitura al computer. Non possiamo quindi assumerci alcuna responsabilità per eventuali valori inesatti. Preghiamo però gli interessati di segnalarci quelli che, per la loro entità, stravolgerebbero completamente il dato considerato. Quando avremo ricevuto tali segnalazioni (che dovranno pervenire non oltre il 31/12/06), provvederemo a stilare schede corrette sostitutive.

INSERIMENTO DATI: Dott. SIMONE TORRE , laureato in Economia e Commercio all'Università di Bologna Amministratore in Ravenna.

Alcuni bilanci adottano nel 2005 i nuovi principi contabili IFRS; in tali casi i corrispondenti dati 2004 non sono omogenei se redatti ancora secondo l'italian gaap.

MARAZZI CONSOLIDATO riporta nel 2005 i dati di Marazzi Group mentre per il 2004 evidenzia ancora i dati di Finceramica, quindi i due dati corrispondono a consolidamenti diversi.

Per le società quotate sono state apposte delle indicazioni nelle schede di bilancio laddove si riscontrava una diversità nei criteri o consolidamenti tra il 2004 e il 2005 E SONO STATE EVENTUALMENTE CORRETTE LE VARIAZIONI DI FATTURATO CALCOLATE NELLA TABELLA SUL LATO DESTRO DELLA SCHEDA RICALCOLANDO LE TRA I VALORI OMOGENEI DI FATTURATO ED INDICANDO LA SIGLA IFRS A LATO.

Le pagine ed i dati inerenti ai servizi di Finanza & Futuro Banca non costituiscono offerta o consiglio di investimento e per esse si deve fare riferimento unicamente all'ufficio di Sassuolo dei promotori finanziari della stessa banca Tel. 0536800610.

Ceramiche:		Nazione	Nr. Scheda
DITTA			
INDUSTRIA SPAGNOLA DELLA CERAMICA	S.I.	España	Scheda 001
ADOBE CERAMICAS	S.I.	España	Scheda 002
ALBARO CERAMICAS	S.I.	España	Scheda 003
ALCALAGRES	S.A	España	Scheda 004
ALFA CERAMICA	S.A	España	Scheda 005
ALFA PORCELANICO	S.A	España	Scheda 006
ARCE CERAMICAS	S.I.	España	Scheda 007
ARGENTA CERAMICA	S.I.	España	Scheda 008
AZTECA CERAMICA	S.I.	España	Scheda 009
AZTECA GRES	S.I.	España	Scheda 010
AZULEJERA ALCORENSE I	S.I.	España	Scheda 011
AZULEJERA LA PLANA	S.A	España	Scheda 012
AZULEJERA TECNICA	S.A.	España	Scheda 013
AZULEJO ESPAÑOL	S.I.	España	Scheda 014
AZULEJOS ALCOR	S.I.	España	Scheda 015
AZULEJOS ALCOR I	S.I.	España	Scheda 016
AZULEJOS BORJA	S.I.	España	Scheda 017
AZULEJOS ONUBA	S.I.	España	Scheda 018
AZULEJOS PLAZA	S.A.	España	Scheda 019
AZULEV	S.A.	España	Scheda 020
AZULINDUS & MARTI	S.A	España	Scheda 021
AZULMAT	S.I.	España	Scheda 022
BALDOCER	S.A	España	Scheda 023
BALLESMAR	S.I.	España	Scheda 024
BALLESTER PORCAR	S.I.	España	Scheda 025
BIZCOCHADOS MIJARES	S.I.	España	Scheda 026
BODYCER	S.I.	España	Scheda 027
CAÑADA	S.A	España	Scheda 028
CENIT CERAMICAS	S.A.	España	Scheda 029
CERACASA	S.A.	España	Scheda 030
CERAMICA ALTENAR	S.I.	España	Scheda 031
CERAMICA ARTIA	S.I.	España	Scheda 032
CERAMICA CAS	S.I.	España	Scheda 033
CERAMICA DECORONDA	S.A	España	Scheda 034
CERAMICA ESTILKER	S.I.	España	Scheda 035
CERAMICA GOMEZ	S.A.	España	Scheda 036
CERAMICA KERSA	S.I.	España	Scheda 037
CERAMICA LEONI	S.I.	España	Scheda 038
CERAMICA MAPISA	S.A.	España	Scheda 039
CERAMICA MERIDIANO	S.A.	España	Scheda 040
CERAMICA MONTGO	S.I.	España	Scheda 041
CERAMICA NULENSE	S.A.	España	Scheda 042
CERAMICA SALONI	S.A.	España	Scheda 043
CERAMICA SAN GENIS	S.A.	España	Scheda 044
CERAMICA SANTARELA	S.I.	España	Scheda 045
CERAMICA SUGRAÑES	S.A.	España	Scheda 046
CERAMICA VILAR ALBARO	S.I.	España	Scheda 047
CERAMICAS AZAHAR	S.A.	España	Scheda 048
CERAMICAS BELCAIRE	S.A.	España	Scheda 049
CERAMICAS DE BELLAVISTA	S.A.	España	Scheda 050
CERAMICAS DEL FOIX	S.A.	España	Scheda 051
CERAMICAS FANAL	S.A.	España	Scheda 052
CERAMICAS GALA	S.A.	España	Scheda 053
CERAMICAS GAYA	S.A	España	Scheda 054
CERAMICAS MIMAS	S.I.	España	Scheda 055
CERAMICAS NOMDEDEU	S.A.	España	Scheda 056
CERAMICAS PEÑARROYA	S.A.	España	Scheda 057
CERAWORLD CERAMICAS	S.A	España	Scheda 058
CERCOS LOPEZ	S.A.	España	Scheda 059
CERPA	S.I.	España	Scheda 060
CERYPSA CERAMICAS	S.A.	España	Scheda 061
COTTOCER	S.I.	España	Scheda 062
CRISTAL CERAMICAS	S.A.	España	Scheda 063
DECOCER	S.A.	España	Scheda 064
DECORKER	S.I.	España	Scheda 065
DELTAKER	S.A.	España	Scheda 066
DETALLES CERAMICOS	S.I.	España	Scheda 067
DUAL GRES	S.A.	España	Scheda 068
DUNE CERAMICA	S.I.	España	Scheda 069
EEC TILES	S.I.	España	Scheda 070
EGEUM 2000	S.I.	España	Scheda 071
EL BARCO	S.I.	España	Scheda 072
EMIGRES	S.I.	España	Scheda 073
EQUIPE CERAMICAS	S.I.	España	Scheda 074
ESTILOS CERAMICOS	S.A.	España	Scheda 075
ESTUDIO CERAMICO	S.I.	España	Scheda 076
EXAGRES	S.A.	España	Scheda 077

Ceramiche:		Nazione	Nr. Scheda
DITTA			
FERRAES CERAMICA	S.A.	España	Scheda 078
FLAMA 2	S.I.	España	Scheda 079
GAMA DECOR	S.A.	España	Scheda 080
GAROGRESS	S.A.	España	Scheda 081
GRES BLANC	S.A.	España	Scheda 082
GRES DE ANDORRA	S.I.	España	Scheda 083
GRES DE VALLS	S.A.	España	Scheda 084
GRES FORT	S.A.	España	Scheda 085
GRES LUNA	S.A.	España	Scheda 086
GRESITEC	S.A.	España	Scheda 087
GRESPANIA	S.A.	España	Scheda 088
MARAZZI IBERIA CONSOLIDADO	GRUPO	España	Scheda 089
GUILLAMON BOU	S.A.	España	Scheda 090
HALCON CERAMICAS	S.A.	España	Scheda 091
HIJOS DE CIPRIANO CASTELLO ALFONSO	S.I.	España	Scheda 092
HIJOS DE FRANCISCO GAYA FORES	S.I.	España	Scheda 093
IBEROALCORENSE	S.I.	España	Scheda 094
INALCO	S.A.	España	Scheda 095
INDUSTRIA COOPERADORA DEL AZULEJO	S.I.	España	Scheda 096
ITALCERAMICA	S.A.	España	Scheda 097
KEA CERAMICA	S.A.	España	Scheda 098
KERABEN	S.A.	España	Scheda 099
KERAMEX	S.A.	España	Scheda 100
KERAMIA CERAMICAS	S.I.	España	Scheda 101
KERLUX	S.A.	España	Scheda 102
KISS CERAMIC	S.A.	España	Scheda 103
LA ARANDA ALCORENSE	S.I.	España	Scheda 104
LA PLATERA	S.A.	España	Scheda 105
L'ANTIC COLONIAL	S.A.	España	Scheda 106
LEVANTINA	S.A.	España	Scheda 107
LUCENA CERAMICAS	S.A.	España	Scheda 108
MARAZZI IBERIA	S.A.	España	Scheda 109
MAYOLICA	S.I.	España	Scheda 110
MERCURY CERAMICA	S.I.	España	Scheda 111
METROPOL CERAMICA	S.I.	España	Scheda 112
MODACER	S.A.	España	Scheda 113
NATUCER	S.A.	España	Scheda 114
NAVARTI CERAMICA	S.I.	España	Scheda 115
NEOCER	S.I.	España	Scheda 116
NOVOGRES	S.A.	España	Scheda 117
NUEVOS PRODUCTOS CERAMICOS	S.A.	España	Scheda 118
ONDA-KERAMIKOS	S.A.	España	Scheda 119
ONIX CERAMICA	S.I.	España	Scheda 120
PAMESA CERAMICA	S.I.	España	Scheda 121
PARTHENON CERAMICA	S.I.	España	Scheda 122
PERONDA CERAMICAS	S.A.	España	Scheda 123
PLANOMYR	S.A.	España	Scheda 124
PORCELANICOS HDC	S.A.	España	Scheda 125
PORCELANITE	S.I.	España	Scheda 126
PORCELANITE DOS	S.I.	España	Scheda 127
PORCELANOSA	S.A.	España	Scheda 128
PORCELANOSA GRUPO	A.I.E	España	Scheda 129
REAL CERAMICA	S.A.	España	Scheda 130
REALONDA	S.A.	España	Scheda 131
ROIG CERAMICA	S.A.	España	Scheda 132
RUMBOMAR	S.A.	España	Scheda 133
STUDI FLAMA	S.I.	España	Scheda 134
STYLNUL	S.A.	España	Scheda 135
SUCESORES DE MANUEL GOMEZ GOMEZ Y CIA (BdD)	S.I.	España	Scheda 136
SUGRAÑES GRES CATALAN	S.A.	España	Scheda 137
SUPERCERAMICA	S.A.	España	Scheda 138
TAULELL	S.A.	España	Scheda 139
TECNOFOC	S.A.	España	Scheda 140
TENDENCIAS CERAMICAS	S.I.	España	Scheda 141
TERRA CUITA	S.A.	España	Scheda 142
TOZETO	S.I.	España	Scheda 143
TREBOL ESTUDIO CERAMICO	S.A.	España	Scheda 144
TRES F DECORACIONES MANUALES	S.I.	España	Scheda 145
UNDEFASA	S.A.	España	Scheda 146
UNIVERSAL CERAMICA	S.I.	España	Scheda 147
VENIS	S.A.	España	Scheda 148
VENUS CERAMICA	S.A.	España	Scheda 149
ZIRCONIO	S.A.	España	Scheda 150
Materie:		Nazione	Nr. Scheda
DITTA			
INDUSTRIA SPAGNOLA DEI MATERIALI		España	Scheda 150 bis
ALMIBERIA	S.A.	España	Scheda 151
ALQUIMIA TECNICA	S.I.	España	Scheda 152

Ceramiche:			
DITTA		Nazione	Nr. Scheda
BORAX ESPANA	S.A.	España	Scheda 153
CASZAMA	S.I.	España	Scheda 154
CHILCHES MATERIALS	S.A.	España	Scheda 155
COMERCIAL QUIMICA MASSO	S.A.	España	Scheda 156
COPLOSA	S.A.	España	Scheda 157
DECOROIL	S.I.	España	Scheda 158
EXPERIENCIA CERAMICA	S.A.	España	Scheda 159
GARDENIA QUIMICA	S.A.	España	Scheda 160
HERAMIKA	S.I.	España	Scheda 161
HERCHA QUIMICA	S.I.	España	Scheda 162
LAMBERTI ADITIVOS CERAMICOS	S.A.	España	Scheda 163
LLANSA	S.A.	España	Scheda 164
MARIO PILATO BLAT	S.A.	España	Scheda 165
MINERALS I DERIVATS	S.A.	España	Scheda 166
PRODUCTOS MINERALES	S.A.	España	Scheda 167
PROQUIAL	S.I.	España	Scheda 168
QUIMIALMEL	S.A.	España	Scheda 169
ZSCHIMMER E SCHWARZ ESPAÑA	S.A.	España	Scheda 170
Smalti:			
DITTA		Nazione	Nr. Scheda
INDUSTRIA SPAGNOLA DEGLI SMALTI CERAMICI		España	Scheda 170 bis
AL FARBEN	S.A.	España	Scheda 171
APLICACIONES Y COLORES CERAMICOS	S.I.	España	Scheda 172
BARNICES Y COLORES	S.A.	España	Scheda 173
CERFRIT	S.A.	España	Scheda 174
COLOR ESMALT	S.A.	España	Scheda 175
COLORANTES CERAMICOS LAHUERTA	S.I.	España	Scheda 176
COLORES CERAMICOS	S.A.	España	Scheda 177
COLORES OLUCHA	S.I.	España	Scheda 178
COLORIFICIO CERAMICO BONET	S.A.	España	Scheda 179
COLORKER PORCELANICO	S.A.	España	Scheda 180
COLORKER	S.A.	España	Scheda 181
COLOROBIA ESPAÑA	S.A.	España	Scheda 182
COLORONDA	S.I.	España	Scheda 183
ESMALDUR	S.A.	España	Scheda 184
ESMALGLASS	S.A.	España	Scheda 185
ESMALTES	S.A.	España	Scheda 186
FERRO SPAIN	S.A.	España	Scheda 187
FRITTA	S.I.	España	Scheda 188
GOROMAR XXI	S.I.	España	Scheda 189
COLORKER CONSOLIDADO	Grupo	España	Scheda 190
COLOROBIA ESPAÑA CONSOLIDADO	Grupo	España	Scheda 191
FRITTA CONSOLIDADO	Grupo	España	Scheda 192
TORRECID CONSOLIDADO	Grupo	España	Scheda 193
ITACA	S.A.	España	Scheda 194
JOHNSON MATTHEY CERAMICS	S.A.	España	Scheda 195
METCO PENINSULAR	S.I.	España	Scheda 196
PARTNERGLASS	S.I.	España	Scheda 197
PRODUCTORA DE ESMALTES Y COLORANTES	S.I.	España	Scheda 198
QUIMICER	S.A.	España	Scheda 199
SAN ALF QUIMICAS	S.A.	España	Scheda 200
SMALTICERAM ESPAÑA	S.I.	España	Scheda 201
TORRECID	S.A.	España	Scheda 202
TOTESMALT	S.I.	España	Scheda 203
VERNIS	S.A.	España	Scheda 204
VIDREPUR	S.A.	España	Scheda 205
VIDRES	S.A.	España	Scheda 206
WENDEL EMAIL IBERICA	S.A.	España	Scheda 207
Cogenerazione:			
DITTA		Nazione	Nr. Scheda
ONDA COGENERACION	S.I.	España	Scheda 208
Atomizzato:			
DITTA		Nazione	Nr. Scheda
INDUSTRIA SPAGNOLA DELL'ATOMIZZATO		España	Scheda 208 bis
ARCILLAS ATOMIZADAS	S.A.	España	Scheda 209
ATOMIZACIONES MINERALES	S.A.	España	Scheda 210
ATOMIZADAS DE ALCORA	S.A.	España	Scheda 211
ATOMIZADORA	S.A.	España	Scheda 212
EUROATOMIZADO	S.A.	España	Scheda 213
NUEVAS ATOMIZADAS	S.I.	España	Scheda 214
TIERRA ATOMIZADA	S.A.	España	Scheda 215
Serigrafia:			
DITTA		Nazione	Nr. Scheda
SILVANO LASSI	S.I.	España	Scheda 216
TOSI SPAIN	S.A.	España	Scheda 217

