

**ANALISI TRIMESTRALE R&S-IL SOLE 24 ORE****L'Azienda Italia ritrova Fiat**di **Giuseppe Oddo**

**R**icavi e utili in crescita per i grandi gruppi industriali italiani quotati in Borsa. Nel primo semestre, secondo l'analisi dei bilanci R&S-Il Sole 24 Ore, il giro d'affari aggregato è au-

mentato del 17,3% a 141,4 miliardi. A contribuire sono stati Eni, Enel e soprattutto Fiat, con un forte recupero dei margini.

Articoli ▶ pagina 43

Inchiesta di A. Malan ▶ pagina 17

# Il grande risveglio dell'auto

Forte recupero di margini per Fiat che spinge i conti dell'industria

**ANALISI DEI BILANCI R&S-IL SOLE 24 ORE****I CONTI DEI GRANDI GRUPPI AL 30 GIUGNO 2006**

**Eni continua a segnare nuovi record grazie ai rialzi del greggio  
Con un Roe del 53,6% Tenaris batte tutti per redditività**

**L'insieme delle principali banche aumenta i ricavi del 10%  
Il totale dei crediti deteriorati scende a 41,2 miliardi di euro**

**L'ANDAMENTO DEL SEMESTRE**

Le maggiori società italiane quotate in Borsa aumentano i ricavi e gli utili e riducono i debiti finanziari

di **Giuseppe Oddo**

**R**icavi e utili in crescita per i grandi gruppi industriali quotati in Borsa raggruppati nell'indice S&P-Mib. Nel primo semestre il loro giro d'affari è aumentato del 17,3% a valori omogenei, raggiungendo i 141,4 miliardi di euro. E i loro utili hanno superato i 12 miliardi con un incremento di circa il 16 per cento.

A contribuire in modo determinante all'aumento dei ricavi sono stati Eni, Enel e Fiat: l'Eni per i continui aumenti del prezzo del barile, l'Enel per l'espansione delle vendite di energia elettrica all'estero e la Fiat per l'incremento delle vendite di autoveicoli.

Il risveglio del gruppo con-

trollato dalla famiglia Agnelli è l'elemento più significativo di questa prima parte dell'anno. E trova conferma anche nella ripresa dei conti di Fiat Auto, che ha chiuso il semestre con un margine operativo netto (o Ebit) di 145 milioni di euro contro i 217 di perdita operativa dello stesso periodo dell'anno precedente.

Il maggiore aumento del Mon è stato registrato dall'Eni (+2,3 miliardi) grazie all'andamento della divisione esplorazione e produzione di idrocarburi, mentre Telecom Italia ha continuato a perdere terreno con una contrazione del Mon di quasi l'8% che conferma la tendenza già emersa nel primo trimestre.

Aumenti rilevanti del margine sono stati registrati anche da Enel (+430 milioni), Tenaris (+312 milioni), Aem di Milano (+252 milioni) e St (+245 milioni).

È inoltre migliorata rispetto al giugno 2005 l'esposizione finanziaria del Top Industria, con un calo del 6,7 per cento. La parte a breve termine

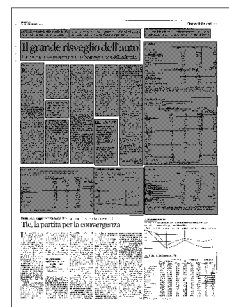
dell'indebitamento totale è diminuita da 38,7 a 33,5 miliardi di euro, mentre quella a medio-lungo termine s'è attestata a 103,8 miliardi contro i 108,5 della metà del 2005. Al 30 giugno 2006 i due terzi del debito di medio-lungo periodo era costituito da bonds.

Il gruppo che ha registrato la più forte contrazione dell'indebitamento è Telecom (-7,2 miliardi per il rimborso di prestiti obbligazionari con prevalente utilizzo di liquidità). Al contrario, hanno aumentato i debiti Enel, St e Pirelli (che detiene, attraverso la finanziaria Olimpia, il controllo di fatto della Telecom). L'indebitamento di Pirelli è salito a 3,2 miliardi nel semestre, contro i 2,2 dello stesso periodo del 2005.

Ancora una volta Seat è l'impresa più indebitata del Top Industria, con un'esposizione complessiva pari al 400% del suo patrimonio netto. La seguono Autostrade (265%), Autogrill (254%) e Fiat (248%). L'azienda con il più basso rapporto tra debiti totali e patrimo-

nio netto è invece Tenaris, seguita da Bulgari (26%), Eni (29%), St (37%), Parmalat (41%) e Mediaset (42%).

In diminuzione di quasi l'11%



anche gli interessi passivi al netto di quelli attivi.

Sempre a livello aggregato, sono crollati i proventi dalle operazioni straordinarie: da 1,4 miliardi nel primo semestre 2005 essi sono passati a 75 milioni nel primo semestre 2006. Fa eccezione Finmeccanica, che ha contabilizzato una plusvalenza netta di 417 milioni per il collocamento in Borsa del 60% di Ansaldo Sts.

La liquidità dell'aggregato, ossia le disponibilità e i titoli negoziabili, è diminuita del 7% rispetto alla fine dello scorso anno, ma alcuni gruppi l'hanno accresciuta in modo consistente: di 2,7 miliardi Eni, di 2,2 Lottomatica e di 1,5 St.

Il positivo andamento dei conti del Top Industria emerge anche dall'ultima riga del bilancio, che evidenzia una crescita dell'utile netto aggregato del 16%, a 12,2 miliardi. I più brillanti risultati semestrali sono stati conseguiti da Eni, Finmeccanica e Tenaris (famiglia Rocca). Al contrario, Telecom ha accusato una flessione di quasi 300 milioni: il suo utile netto ha sfiorato gli 1,5 miliardi contro gli 1,8 del primo semestre 2005.

In cima alla classifica della redditività calcolata con il Return on equity (ritorno sul patrimonio netto) ritroviamo Tenaris con un Roe annualizzato del 53,6 per cento. Al secondo posto c'è Eni, con un Roe del 32,4 per cento. Il gruppo petrolifero del "cane a sei zampe" dispone peraltro di quasi 4,5 miliardi di liquidità, accanto a 11,6 miliardi di debiti e a 39,9 di patrimonio netto. E in terza posizione c'è Mediaset, con un Roe del 31,3 per cento. I gruppi energetici del Top Industria sono di gran lunga i più redditizi: il loro Roe medio è di poco superiore al 29 per cento. I gruppi manifatturieri e quelli dei servizi hanno invece un Roe medio marcatamente più basso: del 15,3% i primi e del 10,8% i secondi.

Ha chiuso il semestre con risultati positivi anche il settore bancario. Il margine d'intermediazione aggregato — vale a dire i ricavi — degli istituti di credito compresi nel Top Banche

è aumentato di quasi il 10%, superando i 34 miliardi, e il loro utile netto aggregato ha raggiunto gli 8,4 miliardi, con una crescita del 31% rispetto al primo semestre 2005. In particolare, UniCredit ha accresciuto i profitti del 48%, Capitalia, Sanpaolo-Imi e Monte dei Paschi di Siena li hanno mediamente aumentati del 30% e Intesa di circa il 23 per cento.

Il buon andamento dei ricavi è stato tra l'altro determinato dall'incremento del margine d'interesse, che è stato consistente per Sanpaolo-Imi, Capitalia e Popolare Milano, e dall'incremento delle commissioni nette, in cui si sono distinti UniCredit e ancora una volta Sanpaolo-Imi. Sono tornate a decrescere, invece, sia pure in modo contenuto, le perdite su crediti dell'aggregato, che nel primo trimestre 2006 erano risultate per la prima volta in aumento dopo le continue diminuzioni a partire dal primo trimestre 2003.

Sono altresì aumentati i proventi netti dalle operazioni straordinarie. Capitalia ha iscritto a bilancio 133 milioni di utili straordinari per la vendita di titoli Generali e Mediobanca. E UniCredit ha contabilizzato 600 milioni derivanti per la maggior parte dalla vendita della Splitska Banka da parte della controllata HypoVereinsbank. In controtendenza la Bnl, che per allinearsi ai criteri di valutazione della capogruppo francese Bnp Paribas ha dovuto caricare sul suo conto economico oneri straordinari per oltre 500 milioni.

In calo l'ammontare dei crediti deteriorati, scesi a 41,2 miliardi contro i 44,3 di fine 2005. Il primato negativo in questo campo spetta sempre a Capitalia, che peraltro ha decisamente migliorato la sua situazione. Il gruppo capitolino ha quasi 5,8 miliardi di crediti deteriorati che rappresentano il 6,4% dei suoi crediti totali alla clientela.

## AGGREGATO

**Top Industria.** Ne fanno parte Aem, Alitalia, Autogrill, Autostrade, Bulgari, Enel, Eni, Fastweb, Fiat, Finmeccanica, Italcementi, L'Espresso, Lottomatica, Luxottica, Mediaset, Mondadori, Parmalat, Pirelli & C., Seat, St, Telecom Italia, Tenaris e Terna.

**Top Banche.** Ne fanno parte Banca Intesa, Banca Lombarda, Banca Mps. Bnl, Bpu, Banca Popolare Italiana, Banca Popolare di Milano, Banco Popolare di Verona e Novara, Capitalia, Mediobanca, Sanpaolo-Imi e UniCredit.



PER SAPERNE DI PIÙ  
**R&S E MEDIOBANCA SU INTERNET**  
[www.mbres.it](http://www.mbres.it)

**Top Industria**

	2005	2006	Variaz. %
Fatturato netto	117.760	141.431	20,1
Costi di gestione	97.959	117.382	19,8
Margine operativo netto	19.801	24.049	21,5
Oneri e proventi finanziari	-2.543	-1.935	-23,9
Risultato corrente	17.258	22.114	28,1
Saldo altri costi e ricavi	1.366	75	-94,5
Imposte	-8.124	-10.010	23,2
Risultato netto	10.500	12.179	16,0
ROE	19,0	20,0	1,0 punti
	<b>al 31/12/05</b>	<b>al 30/06/06</b>	<b>Variaz. %</b>
Patrimonio netto degli azionisti	132.341	133.913	1,2
Patrimonio netto delle minoranze	9.609	9.231	-3,9
Debiti finanziari	143.874	137.257	-4,6
Totale capitale	285.824	280.401	-1,9
Debiti finanziari/Patrim. netto in %	101,4	95,9	—
Mezzi di terzi/PN degli az. in %	116,0	109,4	—
Disponibilità e titoli negoziabili	29.560	27.484	-7,0

I risultati dei primi sei mesi. Onde evitare duplicazioni, l'aggregato non comprende le società la cui controllante è inclusa nei Top industria. Il margine operativo netto (ebit) corrisponde alla differenza tra ricavi e costi della gestione tipica, compresi gli ammortamenti. Oneri e proventi finanziari comprendono i risultati netti pro-quota di consociate valutate al patrimonio netto; dati in milioni di €

**Aziende sotto la lente**

Le società sono esposte in ordine decrescente di peso nell'indice di Borsa situazione al 30 giugno 2006

	Risultato corrente *		Debiti finanziari	
	Milioni €	Var % su 2005	Milioni €	% su Cap. netto al 30-06-06
Eni	11.251	32,3	11.560	29,0
Enel	2.916	17,5	15.023	79,1
Telecom Italia	2.501	-9,0	43.877	171,7
Tenaris	1.066	53,8	779	21,9
Autostrade	529	13,0	9.633	264,8
ST	317	574,5	2.640	36,8
Fiat	684	n.c.	23.430	247,6
Mediaset	645	-13,4	1.143	42,3
Luxottica	365	29,9	1.821	90,9
Finmeccanica	241	35,4	2.576	53,5
Terna	332	48,9	2.258	116,0
Parmalat	73	97,3	763	40,9
Italcementi	475	50,8	2.943	67,7
Pirelli & C.	271	-10,0	3.222	56,4
AEM	327	112,3	5.829	147,5
Autogrill	97	7,8	1.172	254,2
Seat PG	16	-74,6	3.627	399,4
Lottomatica	75	-47,9	1.159	60,3
Fastweb	-69	n.c.	765	54,5
Bulgari	54	54,3	168	25,6
Mondadori	81	-4,7	610	144,5
L'Espresso	96	-1,0	468	87,3
Alitalia	-229	n.c.	1.791	144,8
<b>Totale industriali</b>	<b>22.114</b>	<b>28,1</b>	<b>137.257</b>	<b>95,9</b>

\* Margine operativo netto -oneri finanziari netti +/- altri utili e perdite di natura finanziaria.

**Istituti a confronto**

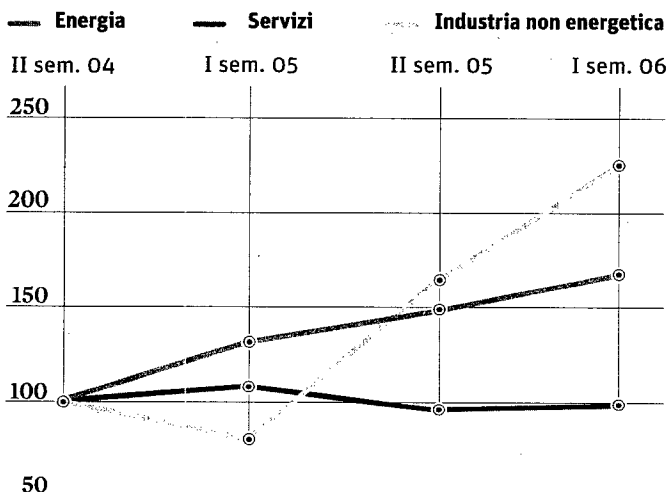
Le società sono esposte in ordine decrescente di peso nell'indice di Borsa; situazione al 30 giugno 2006

	Risultato corrente *		Crediti verso clienti	
	Milioni di euro	Var. % sul 2005	Milioni di euro	Var. % su 31/12/05
UniCredit	4.194	43,9	430.148	0,8
Intesa	2.077	12,0	176.023	3,9
Sanpaolo-Imi	1.709	31,2	147.330	5,6
Capitalia	659	-15,4	89.800	9,0
Mediobanca	486	24,3	22.954	5,5
Mps	773	17,5	86.124	3,1
Bnl	438	8,1	65.996	2,7
Bp Verona Novara	526	27,1	44.640	11,1
Bpu	503	-9,7	49.583	4,5
Banca Lombarda	313	32,6	29.832	5,7
Popolare Milano	368	75,2	23.977	6,2
Popolare Italiana	113	-3,4	27.571	-1,4
<b>Totale</b>	<b>12.159</b>	<b>23,6</b>	<b>1.193.978</b>	<b>3,5</b>

\*Ricavi operativi - costi di gestione - perdite su crediti

**Gli effetti della congiuntura**

Andamento del margine operativo netto (Ebit) del Top industria; numeri indici, base II semestre 2004 = 100

**Top Banche**

	2005	2006	Variaz. %
Margine d'interesse	16.235	17.530	8,0
Commissioni nette	10.687	11.728	9,7
Altri ricavi	4.121	4.821	17,0
Totale ricavi (margine di intermed.)	31.043	34.079	9,8
Costi operativi	-18.812	-19.587	4,1
Perdite su crediti	-2.392	-2.333	-2,5
Risultato corrente	9.839	12.159	23,6
Saldo altri costi e ricavi	-41	530	n.c.
Imposte	-3.395	-4.298	26,6
Risultato netto	6.403	8.391	31,0
ROE (punti)	14,0	16,3	2,3
	<b>al 31/12/05</b>	<b>al 30/06/06</b>	<b>Variaz. %</b>
Impieghi verso la clientela	1.153.922	1.193.978	3,5
Raccolta diretta da clientela	1.269.147	1.307.570	3,0
Raccolta indiretta da clientela	618.421	622.910	0,7
Patrimonio netto (inclusi terzi)	116.088	117.933	1,6

Il risultato dei primi 6 mesi. Onde evitare duplicazioni, l'aggregato non comprende le società la cui controllante è inclusa nell'indice Mediobanca30. I costi operativi comprendono personale, spese generali e ammortamenti. Il roe è stato calcolato su base annua. Dati in milioni di €

**Focus.** Le 15 maggiori società telefoniche europee capitalizzano in Borsa 468 miliardi

# Tlc, la partita per la convergenza

## CHI INVESTE DI PIÙ

Vodafone e Telenor hanno i più alti tassi d'investimento.

Telecom al di sotto della media del campione

L'Europa delle quindici maggiori compagnie di servizi di telecomunicazione vale un giro d'affari di oltre 311 miliardi di euro e una capitalizzazione di Borsa di quasi 468 miliardi. Il maggior gruppo europeo quotato in Borsa è la britannica Vodafone (telefonia mobile), che il mercato valuta 98 miliardi di euro, mentre la prima azienda per fatturato è la tedesca Deutsche Telekom, con un giro d'affari a fine 2005 di 59,6 miliardi di euro.

Telecom Italia si colloca in quinta posizione, con una capitalizzazione di 41,6 miliardi e ricavi a fine 2005 per quasi 30 miliardi. Le prime tre società quotate — Vodafone, la spagnola Telefónica e Deutsche Telekom — rappresentano all'incirca la metà della capitalizzazione dell'intero campione.

Quasi tutti gli operatori qui esaminati perseguono una strategia d'integrazione tra telefonia fissa e telefonia mobile, ad eccezione di Vodafone e Bt. La prima è quasi esclusivamente concentrata nei cellulari; la seconda, dopo lo scorporo della Mmo2 (poi denominata O2), è assente dal radiomobile. La O2 è stata successivamente acquisita da Telefónica, nel febbraio 2006, per circa 26 miliardi e cancellata dal listino di Borsa.

Deutsche Telekom, France Télécom, Telefónica e la danese Tdc realizzano all'estero oltre il 40% dei rispettivi ricavi. Questa quota sale al 57% nel caso della finno-svedese TeliaSonera e all'83% in quello della Vodafone, mentre la parte di fatturato estero di Telecom Italia supera appena il 20% ed è destinata a scendere con la vendita delle attività brasiliane. La società italia-

na, inoltre, trae dal radiomobile il 43% del suo giro d'affari, a fronte del 48% di Deutsche Telekom, del 42% di France Télécom e del 33% di Telefónica.

Telecom Italia, particolarmente forte nel suo mercato interno, è la compagnia con la più alta incidenza del margine operativo netto sul fatturato (24% nei primi sei mesi del 2006). Nei casi di Deutsche Telekom, France Télécom e Telefónica il Mon rappresenta, invece, nell'ordine il 14%, il 21% e il 19% dei rispettivi fatturati. Telefónica e Vodafone hanno realizzato lo scorso anno il maggior incremento di fatturato (+25% la prima, +10% la seconda).

Il margine operativo netto del campione è aumentato del 6,5% nel 2005. Tra le quindici aziende del settore, l'unica ad aver registrato una perdita operativa netta è la greca Ote (-52 milioni di euro contro i +614 milioni dell'esercizio 2004) che sta pagando il costo di un massiccio piano di pre-pensionamenti che coinvolge circa un terzo dei dipendenti.

Le uniche società ad aver chiuso in perdita i conti del 2005 sono la Vodafone, che ha iscritto a bilancio un "rosso" di 31,7 miliardi dovuto alla svalutazione degli avviamenti, e la Ote medesima con un passivo di 217 milioni.

I maggiori incrementi di utile in valore assoluto sono stati registrati da France Télécom (+2,7 miliardi) e da Deutsche Telekom (+4 miliardi). Il miglioramento dell'operatore tedesco è dovuto per la maggior parte alla riduzione degli oneri finanziari derivante dal calo dei debiti e alla contabilizzazione di maggiori proventi per imposte anticipate.

Telecom Italia s'è invece distinta, nel 2005, per la maggiore crescita dell'indebitamento finanziario: +9,3 miliardi impiegati prevalentemente nel completamento dell'Opa sulla Tim. Hanno inoltre aumentato i debiti Vodafone (+7,2 miliardi per l'acquisto di azioni proprie) e Telefónica (+6,7 mi-

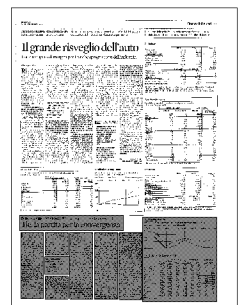
liardi per l'acquisto della Celsky Telecom e di operatori sudamericani minori).

Nel rapporto debiti-patrimonio netto, Telecom Italia appare in una posizione di minor squilibrio rispetto a Telefónica e Bt. Ma si trova in una posizione decisamente più svantaggiata se il suo debito viene rapportato al margine operativo lordo e al margine operativo netto. Tra le grandi solo Deutsche Telekom ha migliorato in modo decisivo la struttura finanziaria, riducendo il rapporto debiti-patrimonio netto al di sotto dell'unità.

Le quindici società del campione hanno inoltre accresciuto del 9,8% gli investimenti in immobilizzazioni tecniche, passando dai 34,5 miliardi del 2004 ai 37,9 del 2005. Il valore più elevato, lo scorso anno, lo ha contabilizzato Deutsche Telekom (8,3 miliardi di euro), mentre i più alti tassi d'investimento rispetto alle immobilizzazioni tecniche lorde sono stati registrati da Vodafone (12,6%) e dalla norvegese Telenor (12,5%). Telecom Italia, con un tasso d'investimento del 5%, s'è invece collocata al di sotto della media del campione (pari al 6,6%).

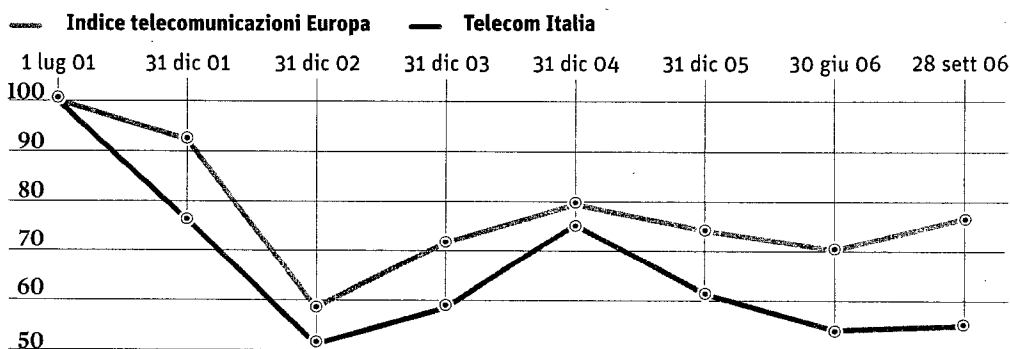
Non solo: l'operatore italiano e la Portugal Telecom hanno registrato nel 2005 il più basso grado di indipendenza finanziaria. I loro debiti sono stati 5 volte più grandi della loro capacità di autofinanziarsi.

G. O.



**Telecom Italia in Borsa**

Indice dei corsi base, 1° luglio 2001 = 100; Telecom Italia ordinaria vs indice generale Europa

**Le principali società europee di Tlc**

	Capit. al 6/10/06 (mln €)	12 mesi 2005			6 mesi 2005		6 mesi 2006	
		Fatturato totale (mln €)	Estero (%)	Tlc mobili (%)	Mon/fatt. (%)	Df/Cn* (%)	Mon/fatt. (%)	Df/Cn** (%)
Deutsche Telekom	55.740	59.604	42,6	47,8	16,7	88,7	13,7	91,6
France Télécom	48.417	49.038	42,0	42,3	23,8	176,4	21,1	176,2
Vodafone Group	98.340	42.407	83,0	95,6	16,6	14,1	19,9	23,7
Telefonica	67.321	37.882	48,1	32,7	19,3	212,9	18,9	407,0
Telecom Italia	41.585	29.919	20,6	43,3	27,6	189,4	24,1	171,7
Bt Group	32.760	28.195	13,4	—	14,1	1.951,0	13,2	454,6
Kpn	20.935	11.811	25,4	48,9	18,4	181,4	21,8	196,0
Teliasonera	23.297	9.488	56,8	50,4	18,6	19,7	22,7	24,6
Telenor	17.690	8.685	54,2	53,6	16,6	72,9	19,6	90,2
Portugal Telecom	11.097	6.385	34,3	54,7	18,6	289,8	15,2	228,0
Tdc	5.627	6.246	49,0	58,8	13,8	69,2	14,4	4.077,2
Swisscom	15.100	6.210	0,6	37,5	30,5	32,6	23,3	29,9
Ote	9.509	5.475	7,1	32,0	14,5	76,2	16,5	73,0
Belgacom	11.027	5.435	13,1	40,1	39,3	15,7	23,8	18,4
Telekom Austria	9.410	4.365	25,5	55,0	14,7	114,1	17,8	118,1
<b>Totale</b>	<b>467.855</b>	<b>311.145</b>	<b>41,8</b>	<b>47,0</b>	<b>19,6</b>	<b>76,2</b>	<b>18,7</b>	<b>99,3</b>

(\*) Dati al 31/12/2005. (\*\*) Dati al 30/06/2006