

ANALISI DEI BILANCI R&S Dai profitti aziendali stock option più ricche

Giuseppe Oddo ▶ pagina 5

Analisi dei bilanci R&S - Il Sole 24 Ore

I CONTI AL 31 DICEMBRE 2006 DEI GRANDI GRUPPI QUOTATI

Industria e credito, pioggia di stock option

La ripresa fa salire margini e risultati delle principali società - In testa Eni, Enel, Fiat e Tenaris

Buoni affari. L'aggregato industriale ha chiuso l'anno con un giro d'affari di 282 miliardi di euro in crescita del 12% su base omogenea

COMPENSI AI MANAGER

Le banche maggiori hanno assegnato nel 2005-2006 benefici per 273 milioni. Le grandi imprese ne hanno distribuiti per 151 milioni
di **Giuseppe Oddo**

Un 2006 all'insegna della ripresa. I gruppi del Top Industria hanno registrato, nel complesso, margini e risultato corrente in crescita, pur avendo chiuso l'anno con un calo di utili del 4% anche per l'assenza delle componenti straordinarie che avevano caratterizzato il 2005.

Pioggia di utili anche sul settore creditizio, che ha chiuso il 2006 con un balzo dei profitti del 27,2%, a 15,4 miliardi di euro.

E annata d'oro anche per i manager: fra stock options e distribuzione gratuita di azioni, i dipendenti del Top Banche hanno ricevuto benefici totali per 205 milioni di euro, contro i 195 milioni del 2005. E, quando parliamo di dipendenti, ci riferiamo in primo luogo all'alta dirigenza aziendale: amministratori delegati, direttori generali e compagnia cantando. Sono questi i principali destinatari delle stock options.

Sommando il 2005 e il 2006, gli istituti del Top Banche hanno assegnato 400 milioni di euro, di cui 273 milioni sotto forma

di stock options: un record impressionante. Primo in classifica, con quasi 148 milioni di euro, l'Unicredit Italiano, seguito da Intesa (97 milioni), Popolare Milano (48 milioni), Sanpaolo-Imi (47 milioni), Capitalia (22 milioni) e Mediobanca (20 milioni).

L'annata è stata d'oro anche per i manager dell'industria. Nei medesimi due anni, le aziende del Top Industria hanno assegnato 151 milioni di euro di stock options, con Eni, Fiat ed Enel in testa (nell'ordine con 26,21,3 e 20,8 milioni di euro), seguite da Mediaset (14,6 milioni), Pirelli (13,3 milioni) e Seat (12,7 milioni).

L'aggregato industriale ha chiuso l'anno con un giro d'affari di 282,3 miliardi. L'incremento omogeneo rispetto al 2005 è stato del 12,1 per cento. Tra i gruppi di testa, quelli che hanno avuto il più consistente aumento di fatturato sono Eni (+16,8%), Enel (+15,8%) e Fiat (+11,4%). E una crescita ancora più marcata è stata registrata da Fastweb (+31,9%) e Terna (+20,3%). Nel caso di Tenaris e in quello di Lottomatica, invece, a far salire i ricavi, e i debiti, sono state soprattutto le acquisizioni.

Il margine operativo netto del Top Industria (o Ebit) è cresciuto del 12,8%, a 45,8 miliardi, ma è rimasto costante in rapporto al fatturato. In particolare, il

Mon della Fiat è progredito del 160%, quello di Tenaris del 44% e quelli di Eni e Enel di quasi il 9 per cento.

Fiat merita, però, un discorso a parte. Senza nulla togliere alla sua performance, e in particolare a quella di Fiat Auto, che ha registrato un forte aumento delle vendite, il margine del gruppo del Lingotto rappresenta ancora oggi il 3,3% del suo giro d'affari. È vero che Peugeot, Renault e Volkswagen si arrabattano sugli stessi livelli. Ma quel che conta è il confronto con la concorrenza. E la migliore concorrenza viene dal Giappone: Toyota, Nissan e Honda hanno margini pari, nell'ordine, al 9,8%, al 9,1% e al 6,7% dei rispettivi ricavi.

È arretrato, invece, del 14,5%, a 1,035 miliardi di euro, il margine di Mediaset; calo dovuto alla minore raccolta pubblicitaria; e tuttavia esso ha sfiorato il 28% del giro d'affari. Neanche Eni, Enel e Telecom sono riuscite a far meglio del gruppo della famiglia Berlusconi.

Sono diminuiti, nel 2006, i debiti del Top Industria (-5,2%) ed è di pari passo diminuito il rapporto debiti-patrimonio netto (dal 101,4% del 2005 al 91,5% del 2006). L'indebitamento è calato di 6,2 miliardi per Telecom e di 5,6 per Fiat, ma è aumentato di 2,5 per Lottomatica, di 2 per Tenaris e di 800 milioni per Pirelli.

Sono anche scesi gli interessi

passivi al netto di quelli attivi dell'aggregato, nonostante la crescita del costo del denaro. È decisamente migliorato, in particolare, il saldo tra interessi e oneri finanziari di Fiat, che però continua ad essere negativo: il gruppo è passato da -601 milioni del 2005 a -320 del 2006. È invece attivo il saldo di Eni: +930 milioni, contro i +218 dell'anno precedente.

L'aggregato ha visto crollare, inoltre, le poste non correnti (differenza tra proventi e oneri straordinari), crollo che è alla base della contrazione dell'utile netto. Le poste non correnti sono passate, in totale, da +2,1 miliardi nel 2005 a -2 miliardi nel 2006. Gli oneri hanno cioè superato, nel complesso, i proventi. Un solo esempio: Pirelli ha registrato 1,5 miliardi di oneri straordinari dopo aver svalutato per 2,1 miliardi, nel terzo trimestre 2006, la partecipazione in Olimpia. Ogni azione Telecom posseduta da Olimpia (ex holding di controllo del gruppo telefonico) è stata rettificata a 3 euro, a fronte di un valore storico di 4,2. Per questo il gruppo ha chiuso il bilancio in perdita. E hanno chiuso in "rosso" anche Alitalia e Fastweb.



Passiamo al settore bancario. Il Top Banche ha registrato una pioggia di utili per il buon andamento dei ricavi (+9,1%), il calo delle perdite su crediti (-2,3%) e l'aumento di oltre il 200% delle operazioni straordinarie. L'andamento dei ricavi è stato positivo in ogni sua componente: il margine d'interesse è cresciuto del 9,5% (con picchi del 21% e del 15% per Popolare Milano e Capitalia); le commissioni nette sono aumentate del 5,8% (con picchi del 30% per Popolare Italiana e del 12% per Popolare Milano e UniCredit); e gli altri ricavi hanno segnato un balzo del 17% (con UniCredit che ha beneficiato dei risultati della divisione markets & investment banking).

Con le perdite su crediti sono anche calati i crediti deteriorati. Questi sono ammontati a 36,1 miliardi di euro, di cui il 40% a carico di UniCredit. Il sistema bancario italiano resta tuttavia distante dalla migliore concorrenza europea. I crediti deteriorati del Top Banche rappresentano il 3% dei crediti totali alla clientela e il 29,5% del patrimonio netto dell'aggregato, contro una media europea dello 0,8% e dell'8,6% rispettivamente.

Ciò nulla toglie ai progressi dei nostri istituti e di alcuni di essi in particolare. Ci riferiamo a Capitalia: i crediti deteriorati della banca sono stati pari, nel 2006, al 5,8% dei suoi crediti alla clientela e al 57,1% del suo patrimonio netto; nel 2000 ammontavano, invece, rispettivamente, al 13,8% e al 157,5 per cento. Pur rimanendo il più esposto del Top Banche, non si possono disconoscere i passi da gigante compiuti dal gruppo creditizio romano in questi sei anni.

IL MERCATO**Top Industria**

È l'indice comprendente Aem, Alitalia, Autogrill, Autostrade, Bulgari, Enel, Eni, Fastweb, Fiat, Finmeccanica, Italcementi, L'Espresso, Lottomatica, Luxottica, Mediaset, Mondadori, Parmalat, Pirelli, Seat, ST, Telecom Italia, Tenaris, Terna. Per quest'ultima, consolidata in Enel fino al 15.9.2005, è stato rettificato il risultato. I dati Alitalia, invece, sono quelli della relazione del quarto trimestre 2006 completati con stime R&S.

Top Banche

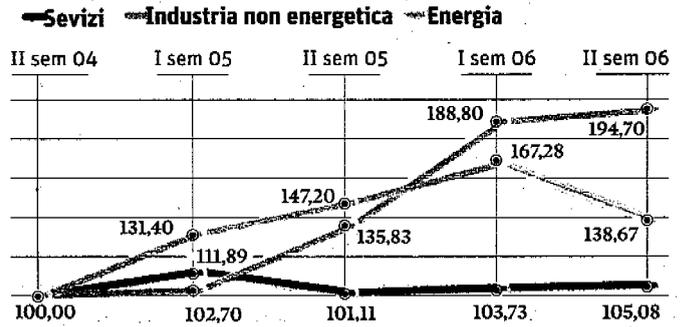
Ne fanno parte Intesa, Banca Lombarda, Banca Mps, Popolare Italiana, Bpu, Popolare di Milano, Banco Popolare di Verona e Novara, Capitalia, Mediobanca, Sanpaolo-Imi e Unicredit. Nel 2007 Intesa e Sanpaolo-Imi si sono fuse in Intesa-Sanpaolo e Bpu e Banca Lombarda in Ubi.

R&S

Per saperne di più
R&S e Mediobanca su internet
www.mbres.it

Gli effetti della congiuntura

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

**Istituti a confronto**

Le società sono esposte in ordine decrescente di peso nell'indice di Borsa; situazione al 31 dicembre 2006

	Risultato corrente *		Crediti v/clienti	
	Milioni di €	Var. % sul 2005	Milioni di €	Var. % su 31/12/05
UniCredit	7.500	37,3	441.320	3,8
Intesa	3.692	9,1	190.830	12,6
SanpaoloImi	2.547	-0,1	157.800	13,1
Capitalia	1.461	-5,9	96.012	16,5
Mediobanca	975	8,8	26.307	20,9
BancaMps	1.086	5,8	91.941	10,1
Bp Verona Novara	1.151	22,8	45.244	12,3
Banca Pop Italiana	119	n.c.	28.736	2,7
Bpu	919	13,9	52.674	11,0
Banca Lombarda	590	17,8	30.576	8,3
Banca Pop Mi	528	32,3	26.313	16,6
Totale banche	20.568	21,3	1.187.753	9,1

* Ricavi operativi - costi di gestione - perdite su crediti

Top IndustriaI risultati dei dodici mesi. **Dati in milioni di €**

	2005	2006	Variaz. %
Fatturato netto	247.153	282.302	14,2
Costi di gestione	206.578	236.519	14,5
Margine operativo netto	40.575	45.783	12,8
Oneri e proventi finanziari	-4.683	-3.798	-18,9
Risultato corrente	35.892	41.985	17,0
Saldo altri costi e ricavi	2.123	-2.023	n.c.
Imposte	-15.982	-18.802	17,6
Risultato netto	22.033	21.160	-4,0
Roe (punti)	20,0	18,0	-2,0
	al 31/12/05	al 31/12/06	Variaz. %
Patrimonio netto degli azionisti	132.002	138.733	5,1
Patrimonio netto delle minoranze	9.616	10.179	5,9
Debiti finanziari	143.616	136.212	-5,2
Totale capitale	285.234	285.124	0
Debiti finanziari/Patrim. netto in %	101,4	91,5	
Mezzi di terzi/Pn degli azionisti in %	116,1	105,5	
Liquidità	26.303	29.176	10,9

Nota: onde evitare duplicazioni, l'aggregato non comprende le società la cui controllante è inclusa nel Top Industria. Il margine operativo netto (cosiddetto 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

Top BancheI risultati dei dodici mesi. **Dati in milioni di €**

	2005	2006	Variaz. %
Margine d'interesse	31.309	34.284	9,5
Commissioni nette	20.599	21.794	5,8
Altri ricavi	7.075	8.290	17,2
Totale ricavi (margine di intermediazione)	58.983	64.368	9,1
Costi operativi	-36.932	-38.819	5,1
Perdite su crediti	-5.097	-4.981	-2,3
Risultato corrente	16.954	20.568	21,3
Saldo altri costi e ricavi	667	2.011	201,5
Imposte	-5.485	-7.142	30,2
Risultato netto	12.136	15.437	27,2
Roe (punti)	13,2	15,4	2,2
	al 31/12/05	al 31/12/06	Variaz. %
Impieghi verso la clientela	1.088.443	1.187.753	9,1
Raccolta diretta da clientela	1.197.383	1.305.076	9,0
Raccolta indiretta da clientela	651.192	679.728	4,4
Patrimonio netto (inclusi terzi)	111.354	122.565	10,1

Nota: i costi operativi comprendono personale, spese generali e ammortamenti

Aziende sotto la lente

Le società sono esposte in ordine decrescente di peso nell'indice di Borsa; situazione al 31/12/06

	Risultato corrente *		Debiti finanziari	
	Milioni €	Var % 2005	Milioni €	% su cap. netto al 30/12/06
Eni	21.129	12,6	11.699	28,4
Enel	4.639	9,4	13.603	71,5
Telecom Italia	5.131	5,0	44.774	165,2
Tenaris	2.210	48,2	2.772	64,0
Fiat	1.387	n.c.	20.188	201,2
St	633	104,9	1.617	21,7
Autostrade	1.135	7,8	9.895	256,2
Luxottica	689	26,4	1.485	67,8
Mediaset	1.017	-16,4	1.067	36,4
Finmeccanica	543	-7,8	3.360	62,7
Parmalat	229	136,1	700	34,1
Terna	570	32,3	2.489	115,3
Lottomatica	141	-28,1	2.861	152,7
Aem	538	60,6	5.279	125,4
Pirelli & C.	619	13,8	2.939	62,7
Italcementi	902	29,0	2.597	55,7
Seat	322	-1,2	3.592	334,1
Autogrill	272	7,9	1.008	181,0
Fastweb	-168	n.c.	1.136	85,5
Bulgari	155	15,7	94	12,7
Mondadori	174	9,4	868	178,6
L'Espresso	144	5,9	435	75,8
Alitalia	-426	n.c.	1.754	n.c.
Totale industriali	41.985	17,0	136.212	91,5

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

Focus. Con l'Opa su Endesa il gruppo italiano dovrebbe collocarsi terzo in Europa dopo Eon e Edf

Enel gigante dei ricavi con 45 miliardi

MERCATO AZIONARIO

Cez, Fortum, Endesa e Rwe i titoli elettrici europei che si sono rivalutati di più in Borsa nel periodo 2004-2007

Le 15 maggiori imprese europee quotate che operano nella produzione e nella distribuzione di elettricità e gas naturale hanno fatturato, nel loro insieme, 361 miliardi di euro nel 2006 e capitalizzano in Borsa oltre 550 miliardi. Tra queste aziende figura anche l'Enel, unica società italiana comparabile ai più grandi concorrenti di taglia europea. È proprio l'Enel a dato la scossa al settore elettrico del Vecchio Continente con il recente lancio dell'Opa sulla Endesa, la principale società spagnola del settore.

Al termine dell'operazione, tuttora in corso, Enel avrà il controllo congiunto di Endesa, insieme con Acciona, che la affianca nell'offerta. Tutto dipenderà dal numero delle adesioni all'Opa.

Ipotizziamo che Enel si aggiudichi il 60% di Endesa e lo consolidi in bilancio. In tal caso — al netto delle dimissioni che s'è impegnato ad effettuare dopo l'Opa — il gruppo italiano potrebbe contare, sin d'ora, su un giro d'affari intorno ai 45 miliardi di euro. Enel cederà, infatti, alla tedesca Eon, per 10 miliardi di euro, la Viesgo in Spagna, la partecipazione in Endesa Italia e quella nella Snet in Francia. Con 45 miliardi di ricavi, l'operatore controllato dallo Stato, tramite il Tesoro e la Cassa Depositi e Prestiti, salirebbe al terzo posto nella graduatoria delle maggiori società europee del settore, collocandosi dietro la Eon e la francese Edf e lasciandosi alle spalle un altro gigante tedesco: la Rwe.

Analizziamo, intanto, il settore così come appare in questo momento. Tra le 15 aziende del campione messo a punto da R&S, la società di ricerche e studi di Mediobanca, quattro sono inglesi (National Grid, Centrica, Scottish & Southern Energy e Scottish Power), tre spagnole (Endesa, Iberdrola e Gas Natu-

ral, di cui la prima in procinto di passare all'Italia), due francesi (Edf e Gaz de France) e due tedesche (Eon e Rwe). Dal punto di vista proprietario, quelle tedesche e britanniche sono imprese ad azionariato diffuso, ad eccezione di Scottish Power, conquistata da Iberdrola con una scalata da 17 miliardi di euro. Di Gaz de France e Edf lo Stato francese continua ad essere padrone, possedendone nell'ordine l'80,2% e l'87,3% del capitale. E si distinguono per una robusta presenza pubblica anche la ceca Cez (67,6% la quota dello Stato), la finlandese Fortum (50,6%) e l'Enel (32,2%).

Eon, Rwe e Fortum in particolare hanno avviato nel corso di questi anni un processo di riqualificazione industriale che le ha portate a dismettere le attività diverse dall'energia — e, per quanto riguarda Fortum, a cedere le attività nell'*upstream* petrolifero — e a concentrarsi esclusivamente su elettricità e gas naturale.

Le società del campione, nel 2006, hanno aumentato il fatturato del 16% grazie all'aumento dei prezzi e dei volumi erogati di energia, con incrementi superiori alla media da parte di Centrica (+22%) e di Gaz de France ed Eon (entrambe intorno al 21%). È invece diminuito di circa 1,5 miliardi l'utile netto aggregato del campione, arretrando, rispetto al 2005, a 33,5 miliardi di euro. Ma il calo è apparente. Nel precedente esercizio, infatti, alcune di queste società avevano messo a segno operazioni straordinarie che ne avevano accresciuto i profitti in modo transitorio.

Il margine operativo netto del campione rappresenta il 14,3% del suo giro d'affari, con punte del 30,8% per Fortum, del 27,1% per National Grid, del 26,7% per Endesa, del 25,1% per Cez e del 24,1% per Iberdrola. Enel, invece, si colloca nella parte bassa della classifica: il suo margine incide per il 14,1% sul suo fatturato. Le società del settore più redditizie, in Italia, sono Terna e Snam Rete Gas: il margine operativo supera i ricavi, in entrambi i casi, di oltre il 50 per cento.

L'indebitamento finanziario totale del campione sfiora i 177 miliardi di euro, con debiti pari al 90% del patrimonio netto. Imprese come Centrica, Edf e Iber-

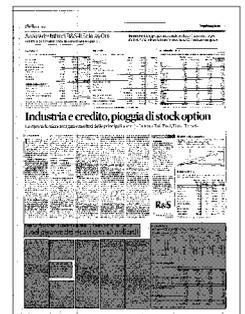
drola presentano un livello di esposizione superiore alla media, ma non preoccupante, mentre i debiti finanziari di National Grid — caso unico — superano di quattro volte e mezzo il suo patrimonio netto.

Le società di gran lunga meno indebitate sono Cez ed Eon. Ma tra le più virtuose possiamo inserire anche Enel, con un rapporto debiti-patrimonio netto di poco superiore al 70%, per il momento (si vedrà poi, a conclusione dell'Opa).

Nel periodo compreso tra il 1° gennaio 2004 e il 13 aprile 2007, l'indice europeo di Borsa del settore, elaborato dall'ufficio studi di Mediobanca, ha registrato una performance positiva del 134,6%, contro il 76,9% dell'indice di settore italiano.

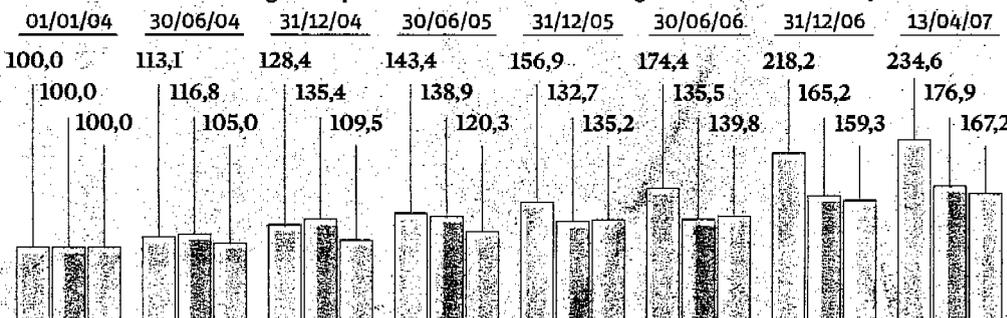
Tutti i titoli hanno segnato un rialzo delle quotazioni. I balzi di prezzo più consistenti, nell'arco di tempo considerato, sono stati conseguiti da Cez (+567,6%), Fortum (+267,4%), Endesa (+166,1%) e Rwe (+161,1%) e, tra le *utilities* quotate in Italia, da Acea (+204,3%), Asm di Brescia (+179,4%) e Hera (+172,8%).

G.O.

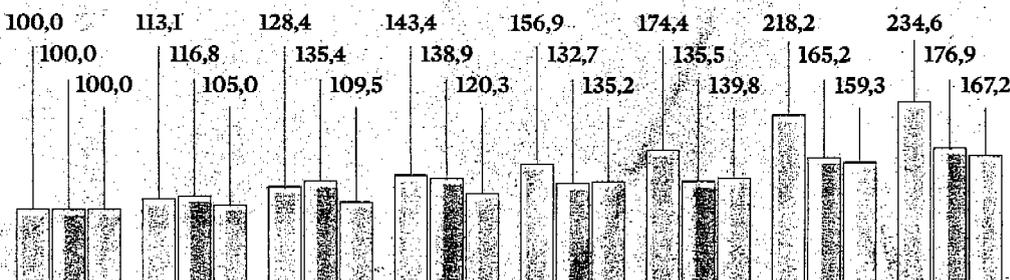


Utilities in Borsa

Andamento di Borsa delle società elettriche e del gas; indici 01/01/2004=100



01/01/04 30/06/04 31/12/04 30/06/05 31/12/05 30/06/06 31/12/06 13/04/07



Fonte: elab. Us Mediobanca

L'Europa del kilowattora

Fatturato 2006 delle principali società elettriche europee quotate. Dati in milioni di €

		Paese d'origine	Altri Paesi	Totale	% estero
De	E.On	38.043	29.716	67.759	43,9
Fr	Edf *	31.927	27.005	58.932	45,8
De	Rwe	26.607	17.649	44.256	39,9
It	Enel *	32.389	5.108	37.497	13,6
Es	Endesa	9.520	10.117	19.637	51,5
Fr	Gaz De France *	19.323	8.319	27.642	30,1
Gb	Centrica	17.772	6.725	24.497	27,5
Gb	Scottish & Southern Energy	15.878	—	15.878	—
Gb	National Grid	7.188	6.909	14.097	49,0
Es	Iberdrola	8.714	2.303	11.017	20,9
Pt	Edp	8.623	1.727	10.350	16,7
Es	Gas Natural	N.d.	N.d.	10.348	N.d.
Gb	Scottish Power	7.842	940	8.782	10,7
Cz	Cez *	N.d.	N.d.	5.806	N.d.
Fi	Fortum *	1.171	3.320	4.491	73,9
	Totale	224.990 (1)	119.838 (1)	360.989	34,8 (1)

* Società a controllo statale. (1) Escluse Gas Natural e Cez