

INDAGINE R&S - IL SOLE 24 ORE

Più debiti per l'industria

di **Giuseppe Oddo**

È di nuovo in crescita l'indebitamento finanziario aggregato dei gruppi industriali italiani quotati. Secondo R&S, l'aumento è stato del 36% a fine 2007, anche se la maggior parte dell'in-

cremento è venuta dall'Enel per il finanziamento dell'acquisto di Endesa. Le banche, dal canto loro, hanno aumentato del 10% le perdite su crediti.

Analisi ▶ pagina 44

R&S. Tornano a salire i debiti delle imprese italiane **Pag. 44**

Tornano a crescere i debiti dell'industria

I finanziamenti raccolti da Enel per acquisire Endesa fanno salire del 36% l'esposizione del campione

Analisi dei bilanci R&S-Il Sole 24 Ore

I CONTI DEI GRUPPI ITALIANI AL 31 DICEMBRE 2007

Dividendi. Le società che fanno parte dell'indice Top Industria distribuiranno complessivamente utili per 13,4 miliardi di euro

di **Giuseppe Oddo**

Lauti dividendi per i gruppi industriali italiani, ma debiti in aumento. I primi, a valore sull'esercizio 2007, hanno raggiunto i 13,4 miliardi di euro, di cui 3,8 già versati in acconto nello stesso anno. La parte del leone è spettata a Eni e Enel, rispettivamente con 4,8 e 3 miliardi distribuiti: profitti che sono andati a coprire le spese dello Stato e ad arricchire gli azionisti, piuttosto che a ridurre le tariffe dei consumatori.

L'indebitamento è invece cresciuto del 36%, superando i 189 miliardi, soprattutto per i finanziamenti raccolti dall'Enel per acquisire la spagnola Endesa.

Le società, in sostanza, hanno mancato di rafforzarsi a livello patrimoniale, destinando a dividendo una marea di utili. E si sono al tempo stesso appesantite a livello finanziario, con debiti pari a oltre il 118% del loro patrimonio, contro il 92,5% dell'anno precedente.

È aumentata da 28,9 a 39,8 miliardi la quota dei debiti a breve, che rappresenta poco più di un

quinto dell'indebitamento finanziario totale, e da 111 a 149,5 quella dei debiti a medio-lungo, costituita per oltre il 50% da prestiti obbligazionari. Questi ultimi sono cresciuti di quasi 12 miliardi.

Il debito totale di Telecom ha raggiunto i 41,3 miliardi, quello di Enel i 60,2, quello di Fiat ha sfiorato i 18 miliardi, Eni s'è attestato su

una cifra di poco inferiore ai 20 e Atlantia intorno ai 10.

Diverso il discorso sulla posizione finanziaria netta, che i gruppi calcolano detraendo dal debito totale le disponibilità liquide, i crediti finanziari e altre partite. In base a questa rappresentazione del debito, la posizione finanzia-

gli utili, riducono i crediti deteriorati, ma registrano più costi operativi e più perdite su finanziamenti

ria netta di Telecom, nel 2007, risulta negativa per 35,8 miliardi, quella di Enel per 55,8 miliardi, quella di Fiat per 10,4 miliardi, quella di Eni per 16,3 miliardi e quella di Atlantia per 9,2 miliardi.

In particolare, il gruppo Fiat detrae dal debito totale oltre 6,6 miliardi di liquidità (contro i 7,7 del 2006) e titoli con scadenza inferiore a 90 giorni per circa 300 milioni (contro i 224 dell'anno prima). E fornisce parallelamente un altro calcolo che, tramite ulteriori detrazioni, fa scomparire tutti i debiti e chiudere in positivo la posizione finanziaria netta, per 1,8 miliardi.

La situazione debitoria appare più compromessa se i debiti totali dell'aggregato sono rapportati al patrimonio netto tangibile, depurato degli attivi immateriali. Questi risultano gonfiati soprattutto dalla voce avviamento, cioè dalla differenza tra prezzo di ac-

quisto di un'azienda e il suo valore patrimoniale.

In sostanza, alla fine dello scorso anno, il Top Industria risultava indebitato di 6 euro e 30 centesimi per ogni euro di patrimonio: un rapporto più che doppio rispetto a quello dell'anno precedente. E se dall'aggregato escludiamo l'Eni, uno dei gruppi più solidi, il rapporto diventa addirittura negativo: gli attivi immateriali superano il patrimonio netto.

Dunque, per molti gruppi l'avviamento costituisce la componente essenziale del patrimonio. È così, per esempio, per Seat (i cui *intangibles* rappresentano il 359% del suo patrimonio netto), Autogrill (224%), Lottomatica (204%), Telecom (191%) e Mondadori (186 per cento).

Nel caso dell'Enel, poi, gli attivi immateriali sono esplosi dai 3 miliardi del 2006 ai 28 del 2007,

FRAGILITÀ FINANZIARIA

Il rapporto tra indebitamento e patrimonio netto tangibile (al netto degli attivi immateriali) configura un quadro ancora più critico

BANCHE IN CHIAROSCURO

I maggiori istituti aumentano



per la già citata acquisizione di Endesa.

Sono inoltre cresciuti del 16%, nel 2007, gli interessi passivi totali, al netto di quelli attivi. Ha inciso parecchio, a questo proposito, l'incremento del costo del denaro di quasi il 39 per cento. Il tasso Euribor è salito dal 3,1% del 2006 al 4,3% del 2007.

Per quanto riguarda il conto economico, il Top Industria ha aumentato il giro d'affari del 7,5%, a 313 miliardi, contro aumenti ancora più sostenuti dei costi di gestione, di poco superiori all'8 per cento. Il margine operativo netto (o Ebit) è invece cresciuto, in media, di quasi il 4%, a 48,4 miliardi.

I gruppi che hanno fatto meglio sono Enel, Fiat, Tenaris, Mediaset, Buzzi-Unicem, Prysmian (cavi) e Lottomatica, mentre è proseguita la flessione dei margini di Eni e Telecom.

Il margine dell'Eni rappresentava il 23,5% del suo giro d'affari nel dicembre 2006 ed è calato al 22,3% nel dicembre 2007, mentre quello di Telecom Italia è sceso dal 23,5% al 18,6 per cento.

Il risultato corrente del Top Industria - in sostanza l'utile delle attività industriali - ha segnato un aumento di appena il 2,6%, a quasi 44 miliardi, per il peso degli oneri finanziari, anche se poi l'utile netto è risultato in crescita del 13%, a oltre 24 miliardi, grazie alle operazioni straordinarie e a un calo di imposte di 1,2 miliardi.

Per le banche, invece, è tutto grasso che cola, almeno finché dura. Gli istituti di credito hanno chiuso il 2007 con 66,7 miliardi di ricavi totali aggregati (+3,6%) e utili in aumento del 20%, a 18,6 mi-

GLI AGGREGATI

TOP INDUSTRIA

■ Ne fanno parte A2A (ex Aem), Alitalia, Mondadori, Atlantia, Autogrill, Bulgari, Buzzi Unicem, Enele, Eni, Fastweb, Fiat, Finmeccanica, L'Espresso, Impregilo, Italcementi, Lottomatica, Luxottica, Mediaset, Parmalat, Pirelli & C., Prysmian, Seat, ST, Telecom, Tenaris e Terna. Nel primo trimestre 2008 Alitalia è stata tolta dall'indice e sostituita da Geox

TOP BANCHE

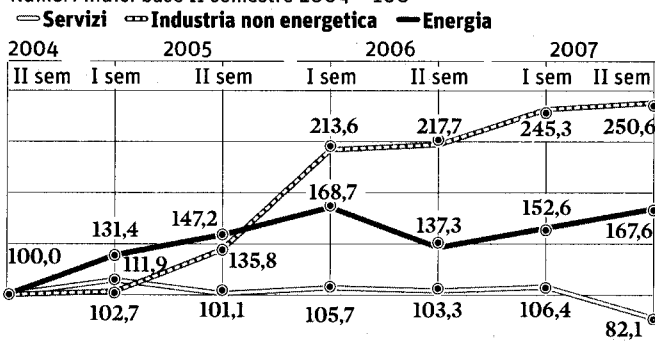
■ Ne fanno parte Intesa-Sanpaolo, Mps, Ubi, Banco Popolare, Carige, Credito Valtellinese, Popolare Milano, Mediobanca e UniCredit. Rispetto al settembre 2007 è uscita Capitalia, incorporata con effetto 1° ottobre 2007 in Unicredit, e sono entrate Carige e Credito Valtellinese



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



Banche a confronto

Le società sono esposte in ordine decrescente di peso nell'indice di Borsa; situazione al 31 dicembre 2007

	Risultato corrente *		Crediti v/clienti	
	Milioni di €	Var. % sul 2006	Milioni di €	Var. % su 31/12/06
Unicredit	9.088	1,4	574.206	6,9
Intesa SanPaolo	6.237	9,1	335.273	4,4
Ubi Banca	1.276	-5,3	92.729	11,0
Mediobanca	1.119	15,2	29.936	13,8
Banco Popolare	741	-47,3	84.551	14,4
Mps	1.088	-11,6	106.322	15,6
Banca Carige	321	40,2	17.017	8,8
Banca Popolare Milano	553	4,1	29.767	13,1
Credito Valtellinese	199	38,2	13.754	20,2
Totale banche	20.622	0,4	1.283.555	8,1

* Ricavi operativi - costi di gestione - perdite su crediti

liardi; anche se buona parte di questi utili è venuta da operazioni straordinarie. I tre quarti dei profitti sono stati realizzati da Intesa-Sanpaolo (7,3 miliardi) e UniCredit (6,6 miliardi). Ma, da un'analisi di bilancio più approfondita, la performance generale dell'aggregato appare meno brillante. Il Top Banche ha infatti scontato, a fine 2007, un aumento dei costi operativi (+4,3%) e delle perdite su crediti (+10,3%). Di conseguenza il risultato corrente è rimasto sostanzialmente allineato a quello dell'anno precedente (+0,4 per cento).

I ricavi sono stati sostenuti dal forte aumento del margine di interesse (+10%). Infatti, quando i tassi d'interesse salgono, le banche adeguano subito i tassi attivi, che portano utili ai loro bilanci, e lasciano per lo più invariati quelli passivi, di cui beneficiano i depositanti.

È invece calato, a circa 35 miliardi di euro, lo stock dei crediti deteriorati. Il 48,5% di questi crediti appartiene a UniCredit, inclusa la quota di Capitalia, e il 21,8% a Intesa-Sanpaolo. È stato UniCredit a influenzare il calo complessivo di questa voce. La banca milanese di piazza Cordusio ha ridotto i suoi crediti deteriorati di circa 3 miliardi. Credito Valtellinese, Carige e Monte dei Paschi registrano la più alta incidenza di crediti deteriorati sui crediti totali alla clientela (nell'ordine, 5,8%, 4,2% e 3,7 per cento).

g.oddo@ilssole24ore.com

Top Industria

Risultato dei 12 mesi. **Dati in milioni di euro**

	2006	2007	Var. %
Fatturato netto	291.308	313.014	7,5
Costi di gestione	244.727	264.601	8,1
Margine operativo netto	46.581	48.413	3,9
Oneri e proventi finanziari	-4.016	-4.746	18,2
Risultato corrente	42.565	43.667	2,6
Saldo costi e ricavi non correnti	-532	549	-203,2
Imposte	-19.088	-17.861	-6,4
Risultato di competenza di terzi	-1.607	-2.176	35,4
Risultato netto	21.338	24.179	13,3
Roe (in punti)	17,9	20,0	2,1
	Al 31/12/06	Al 31/12/07	Var. %
Patrimonio netto degli azionisti	140.234	145.297	3,6
Patrimonio netto delle minoranze	10.194	14.775	44,9
Debiti finanziari	139.214	189.301	36,0
Totale capitale	289.642	349.373	20,6
Debiti finanziari/patrim. netto in %	92,5	118,3	-
Mezzi di terzi/Pn degli azionisti in %	106,5	140,5	-
Liquidità	30.629	29.222	-4,6

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

Risultato dei 12 mesi. **Dati in milioni di euro**

	2006	2007	Var. %
Margine d'interesse	33.418	36.769	10,0
Commissioni nette	21.773	22.343	2,6
Altri ricavi	9.217	7.595	-17,6
Totale ricavi (margine di intermediazione)	64.408	66.707	3,6
Costi operativi	-38.610	-40.283	4,3
Perdite su crediti	-5.260	-5.802	10,3
Risultato corrente	20.538	20.622	0,4
Saldo altri costi e ricavi non correnti	3.185	7.358	131,0
Imposte	-7.148	-8.330	16,5
Risultato di competenza di terzi	-1.061	-1.040	-2,0
Risultato netto	15.514	18.610	20,0
Roe (punti)	13,2	13,6	0,4
	Al 31/12/06	Al 31/12/07	Var. %
Impieghi verso la clientela	1.187.742	1.283.555	8,1
Raccolta diretta da clientela *	1.304.842	1.399.523	7,3
Raccolta indiretta da clientela	795.651	703.080	-11,6
Patrimonio netto (inclusi terzi)	140.652	163.316	16,1

Nota: i costi operativi comprendono personale, spese generali e ammortamenti. I dati di conto economico e stato patrimoniale al 31 dicembre 2006 includono gli effetti delle fusioni di Intesa con il Sanpaolo IMI, Bpu Banca con la Banca Lombarda Piemontese, Banco Popolare di Verona e Novara con la Banca Popolare Italiana e Unicredit con Capitalia, operative rispettivamente dal 1° gennaio 2007, dal 1° aprile 2007, dal 1° luglio 2007 e dal 1° ottobre 2007. (*) Solo risparmio gestito

Gruppi sotto la lente

Le società sono esposte in ordine decrescente di peso nell'indice di Borsa; situazione al 31/12/07

	Risultato corrente *		Debiti finanziari	
	Mln di €	Var. % su 2006	Mln di €	% sul capitale netto al 31/12/07
Eni	19.953	-5,6	19.830	46,3
Enel	6.260	31,6	60.169	252,9
Telecom Italia	3.718	-27,5	41.322	153,1
Fiat	2.719	96,0	17.951	159,2
Tenaris	2.076	5,0	2.731	53,4
Atlantia	1.105	-2,1	10.150	253,1
Luxottica	757	8,9	3.184	128,8
Finmeccanica	578	6,3	3.384	62,3
ST	530	-7,2	1.508	23,1
Mediaset	1.095	7,7	1.389	48,6
A2A (ex Aem)	598	4,9	4.748	98,1
Terna	606	9,0	2.837	124,8
Parmalat	152	97,4	589	21,9
Pirelli & C.	395	-36,2	1.660	43,6
Lottomatica	181	29,3	2.658	153,4
Buzzi Unicem	828	28,6	1.255	49,9
Prysmian	453	106,8	1.051	231,5
Autogrill	282	4,4	1.374	219,5
Bulgari	165	6,5	176	22,6
Italcementi	837	-7,2	2.854	60,0
Seat PG	361	12,1	3.375	300,3
Fastweb	-48	n.c.	1.335	147,5
Impregilo	92	-53,5	1.030	152,4
Mondadori	174	-1,1	855	168,6
L'Espresso	163	14,8	417	76,4
Alitalia	-363	n.c.	1.469	295,0
Totale industriali	43.667	2,6	189.301	118,3

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

Focus. Il dissesto dei mutui subprime ha contagiato i principali gruppi di credito italiani

La crisi Usa è già costata 4 miliardi

Gli effetti della crisi Usa

Risultato netto dell'attività di negoziazione. In milioni di euro

	Trimestri 2006				Trimestri 2007				Totale anno	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2006	2007
Carige	19	-23	30	13	20	5	4	5	39	34
Mps	176	50	24	272	88	126	18	-42	522	190
Popolare Milano	45	-28	31	27	57	-84	-5	-35	75	-67
Banco Popolare	132	67	102	108	176	106	40	19	409	341
Credito Valtellinese	6	5	9	7	5	5	-1	2	27	11
Intesa Sanpaolo	492	326	348	633	438	332	133	-64	1.799	839
Mediobanca	75	-91	27	24	79	-12	54	19	35	140
Ubi Banca	50	31	39	43	50	24	6	2	163	82
UniCredit (1)	834	616	562	406	951	782	32	-321	2.418	1.444
Totale	1.829	953	1.172	1.533	1.864	1.284	281	-415	5.487	3.014

(1) Situazione pro-forma data da somma Unicredit + Capitalia

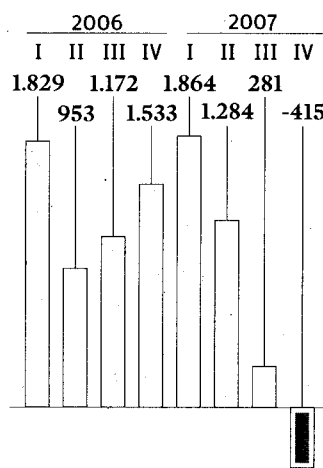
UniCredit e Intesa Sanpaolo le più colpite

Allineamenti di valore imputati e non imputati a conto economico; in milioni di euro

	Risultato della negoziazione. Variazione 2006-2007	Svalutazioni nette non portate a conto economico nel 2007	Totale
Unicredit	-974	-1.200	-2.174
Intesa Sanpaolo	-960	-343	-1.303
Mps	-332	-115	-447
Popolare di Milano	-142	-49	-191
Ubi Banca	-81	-106	-187
Banco Popolare	-68	25	-43
Credito Valtellinese	-16	3	-13
Carige	-5	-3	-8
Mediobanca	105	166	271
Totale	-2.473	-1.622	-4.095

Evoluzione trimestrale

Risultato di negoziazione del Top Banche nel periodo I trim 2006-IV trim 2007. In milioni di euro



Quanto è costato, finora, agli istituti del Top Banche il dissesto dei mutui *subprime* sul mercato Usa? Secondo R&S, società di ricerche e studi di Mediobanca, una stima di prima approssimazione porta a circa 4 miliardi di euro.

La crisi finanziaria americana è arrivata in Italia soprattutto per "contagio", colpendo indistintamente tutte le banche, anche quelle che non avevano investito nei *subprime*. E i primi effetti sono stati avvertiti nell'ultimo trimestre 2007.

Ma come si arriva ai 4 miliardi? La cifra si ottiene sommando le voci che han-

no maggiormente risentito delle turbolenze di questi mesi: il risultato netto delle attività di negoziazione, che si riflette nel conto economico, e le svalutazioni nette che non passano dal conto economico ma sono imputate ad apposita riserva del patrimonio netto.

La prima voce è risultata in calo, a livello aggregato, di quasi 2,5 miliardi, essen-

zialmente per la caduta dei valori di mercato delle attività finanziarie: attivi liquidi che la banca acquista per rivenderli a breve termine e ottenerne un profitto, costituiti da titoli di debito, azio-

ni o derivati speculativi.

La seconda voce non ha gravato sul risultato d'esercizio, ma ha comportato

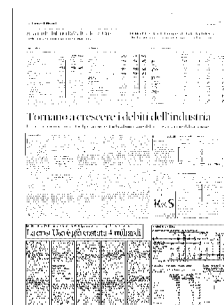
I CONTRACCOLPI

UniCredit e Intesa, le più esposte alle turbolenze di questi mesi, hanno avuto conseguenze contenute

l'iscrizione di perdite a decurtazione di riserve patrimoniali, per un totale di 1,6 miliardi.

Il gruppo bancario più colpito è stato UniCredit,

che il 31 dicembre 2007 registrava una riduzione dell'attività di negoziazione di circa un miliardo e svalutazioni per 1,2 miliardi. La quota dei titoli detenuti da Uni-



Credit che avevano come sottostante mutui *subprime* è dichiarata pari a 164 milioni, in calo rispetto ai 354 del giugno 2007. E nel febbraio 2008 essa è diminuita a 118 milioni.

UniCredit, inoltre, deteneva, attraverso la tedesca Bhv, cinque *conduit* cui facevano capo, sempre a fine 2007, attività finanziarie per 10,2 miliardi. Si tratta di società integralmente consolidate nei conti della banca: Arabella, domiciliata a Jersey; Salomè, domiciliata a Dublino; Black Forest e Bavaria Universal Funding Corporation, entrambe domiciliate nel Delaware; e Bavaria Trr, chiusa nel febbraio 2008. Tali veicoli erano costituiti da investimenti in titoli, mutui residenziali e commerciali, prestiti personali, finanziamenti a piccole imprese e crediti commerciali. La maggior parte di queste attività risultava valutata al cosiddetto *fair value* (5,5 miliardi); il resto, al costo ammortizzato (4,7 miliardi).

Parte dei titoli emessi dai *conduit* è stata sottoscritta da società del gruppo UniCredit, per un ammontare di 5,7 miliardi a fine 2007, mentre la banca ha in essere impegni e garanzie rilasciati a favore dei medesimi *conduit*, per ulteriori 7,9 miliardi.

Ricapitolando, UniCredit a fine 2007 aveva un'esposizione netta al rischio *subprime* pari - secondo R&S - a quasi 16 miliardi, con oneri sul conto economico per 431 milioni.

L'effetto *subprime* sul gruppo Intesa-Sanpaolo è stato invece di 1,3 miliardi, di cui circa un miliardo di minori proventi da negoziazione. Ma, anche in questo caso, la banca non dichiara un'esposizione diretta in titoli *subprime* a rischio di perdita, ma indiretta attraverso investimenti in attività finanziarie appartenenti all'area definita di "contagio".

Si tratta di strumenti derivati le cui quotazioni hanno risentito delle turbolenze americane anche in maniera significativa, e che hanno in

parte come sottostante mutui residenziali Usa o rapporti comunque riferibili al mercato immobiliare o al credito al consumo.

L'esposizione netta complessiva, a fronte di questi impieghi, è stata di 584 milioni e l'impatto sul bilancio è risultato negativo per 311 milioni.

Ricapitolando, Intesa-Sanpaolo a fine 2007 aveva un'esposizione netta al rischio di 6,4 miliardi, con oneri in conto economico per un totale di quasi 500 milioni.

Mediobanca è l'unico istituto del Top Banche a non aver subito contraccolpi dalla crisi Usa.

Piazza Affari ha tuttavia "punito" il sistema bancario italiano. A tutto il dicembre 2007, gli istituti quotati in Borsa avevano complessivamente perduto, rispetto ai dodici mesi precedenti, 26,3 miliardi di capitalizzazione. E altri 39,9 miliardi sono andati distrutti tra dicembre e marzo 2008.

G.O.