

Analisi dei bilanci R&S-IL Sole 24 Ore

I CONTI DEI GRANDI GRUPPI QUOTATI IN BORSA AL 31 DICEMBRE 2009

La congiuntura. L'insieme delle maggiori aziende

ha risentito del calo di domanda provocato dalla recessione

L'industria italiana perde il 37% dei profitti

Lo scorso anno il giro d'affari aggregato è caduto dell'11%, mentre i debiti sono cresciuti del 9%

di **Giuseppe Oddo**

La recessione pesa sui grandi gruppi, che accusano consistenti cali di domanda. Il Top Industria chiude il bilancio del 2009 con una diminuzione di fatturato del 12% su base omogenea, a 313 miliardi, non compensata da una pari riduzione dei costi (-9%), con una caduta del margine operativo netto (Mon) del 22% e una contrazione dell'utile netto del 37 per cento. E si riducono del 26% anche i profitti del Top Banche.

I gruppi che registrano il calo più accentuato del Mon sono Fiat (-72%), Buzzi Unicem (-59%), Mondadori (-53%), Cir (-48%), Tenaris (-47%), Mediaset (-39%), Eni (-33%), Prysmian (-32%), Impregilo (-31%), Italcementi (-25%), Luxottica e Geox (-22%), mentre non risentono della crisi Parmalat e Campari, il cui Mon sale rispettivamente del 24,5% e del 21 per cento. Anche Enel segna un +11%, al contrario di A2A il cui Mon scende del 13 per cento. Non deve trarre in inganno il rimbalzo nella seconda parte dell'anno dell'indice del Mon delle società industriali, trainato essenzialmente dal recupero di Fiat, il cui margine nel primo trimestre del 2009 è stato negativo.

Diminuiscono di 17.400 unità anche gli occupati del campione industriale, dato destinato ad aumentare per il crescente ricorso

alla cassa integrazione. Il gruppo che espelle il maggior numero di dipendenti è Fiat (-8.834) seguito da Telecom (-3.936), Geox (-1.635) e Pirelli (-1.486).

Scende anche il livello degli in-

vestimenti, sia tecnici che finanziari. Mondadori ha abbattuto quelli tecnici del 74%, Autogrill del 53%, Geox del 45,5%, Fiat del 37% e ST del 54 per cento.

Sono invece in aumento, a 214 miliardi, i debiti finanziari totali (+9,4% rispetto all'anno precedente). Gli incrementi più significativi in valore assoluto sono quelli di Fiat (+7,1 miliardi), Enel (+6,7 miliardi) ed Eni (+4 miliardi). Dalla struttura dell'indebitamento emerge una crescita a oltre 42 miliardi della quota a breve termine, mentre le obbligazioni

rappresentano circa il 60% della quota a medio-lungo termine, che sfiora i 172 miliardi. I debiti obbligazionari dell'aggregato sono aumentati in un anno di circa 25 miliardi, mentre quelli bancari sono diminuiti di 9. La "disintermediazione" del credito bancario, favorita da tassi d'interesse eccezionalmente bassi, è piuttosto evidente nei casi di Eni ed Enel. I due colossi pubblici dell'energia (idrocarburi ed elettricità) aumentano nell'insieme di quasi 16 miliardi la parte obbligazionaria e riducono di oltre 7,5 quella bancaria del debito.

Il rapporto debiti finanziari/patrimonio netto del campione migliora di cinque punti per l'aumento di capitale di Enel e il consolidamento in bilancio della spagnola Endesa. Ma resta sostanzialmente invariato al netto di questa operazione.

I gruppi finanziariamente più esposti sono Autogrill e Atlantia, il cui controllo fa capo alla famiglia Benetton. Essi hanno un indebitamento finanziario pari nell'ordine al 367,5% e al 279% dei rispettivi patrimoni netti. Fiat

è tra le case automobilistiche più indebitate con un'esposizione rispetto al patrimonio netto del 257% che si confronta con il 196% delle maggiori società del settore. E molto indebitate risultano anche Enel (con un debt-equity del 150% contro il 115% della concorrenza internazionale), Telecom Italia (con il 148% contro un dato medio di settore del 94%) ed Eni (con debiti pari al 50% del patrimonio netto, contro il 34% medio delle altre compagnie petrolifere). Proprio l'altro ieri Standard & Poor's ha tagliato da «AA-» ad «A+» il rating del gruppo del "cane a sei zampe".

Le società privilegiano, invece, una diversa rappresentazione del debito, detraendo dall'indebitamento totale attivi finanziari e disponibilità liquide (cassa, banche e titoli). Per i cinque maggiori gruppi industriali, il risultato di questa operazione è eclatante: da 172 miliardi di debito lordo complessivo a un netto apparente di 135. Fiat in particolare detrae dall'esposizione lorda oltre 12 miliardi di cassa e banche, liquidità presumibilmente in parcheggio proveniente dalla raccolta obbligazionaria.

La situazione non è migliore per le banche, che nel 2008 avevano riportato a conto economico benefici totali per 7 miliardi, di cui 3 per mancate svalutazioni di titoli negoziabili e 4 per risparmi fiscali. Gli undici gruppi creditizi censiti da R&S hanno chiuso il 2009 con un incremento dei ricavi che sfiora il 2,5%, a 67,9 miliardi. Ma hanno registrato al tempo stesso un aumento del 74% delle perdite su crediti, un peggioramento del 32% del risultato corrente e un calo del 26% dell'utile

netto totale. A far da sostegno alle banche sono state le attività finanziarie. Margine d'interesse e commissioni nette totali, cioè l'attività tradizionale, hanno accusato cali nell'ordine del 7,5% e del 6 per cento. In sostanza, nei dodici mesi il margine d'intermediazione è stato tenuto su dagli utili della negoziazione di titoli sul mercato. Senza questi profitti, realizzati grazie al positivo andamento delle Borse, irricavi totali dell'aggregato sarebbero senz'altro diminuiti.

Per il congelamento degli attivi finanziari ai valori storici - la misura di salvataggio dei bilanci bancari attuata nel 2008 con la modifica del principio contabile Ias 39 - gli istituti del Top Banche non hanno potuto iscrivere a bilancio, al 31 dicembre dello scorso anno, plusvalenze per 1,6 miliardi. Ma gli effetti di quel provvedimento sono ancora oggi largamente positivi: minori svalutazioni per 1,8 miliardi e mancati abbattimenti di riserve per 700 milioni. Se le banche europee avessero dovuto adeguare ai valori di mercato i 635 miliardi di attivi finanziari iscritti nei conti del 2008 avrebbero registrato maggiori oneri (sotto forma di svalutazioni) per 44 miliardi. Lo stesso vale per le banche giapponesi. A fronte di un congelamento di attivi per 122 miliardi di euro, i gruppi creditizi nipponici hanno evitato di iscrivere a bilancio maggiori oneri per 22 miliardi.

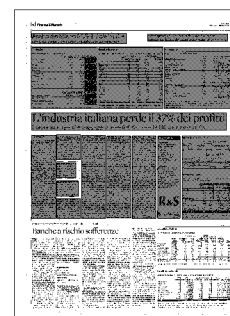
 <http://oddo.blog.ilsole24ore.com>

IN CONTROTENDENZA

Campari e Parmalat non risentono della crisi e registrano incrementi del margine operativo netto di oltre il 20%

INVESTIMENTI E OCCUPATI

Crollano gli investimenti tecnici di Mondadori, Autogrill, Geox e Fiat e si riducono di 17.400 unità i dipendenti



GLI AGGREGATI

Top Industria

■ A2A, Atlantia, Autogrill, Bulgari, Buzzi Unicem, Campari, Cir, Eni, Exxor, Fiat, Finmeccanica, Geox, Impregilo, Italcementi, Lottomatica, Luxottica, Mediaset, Mondadori, Parmalat, Pirelli & C., Prysmian, ST, Telecom Italia, Tenaris e Terna.

Top Banche

■ Banca Popolare di Milano, Banca Popolare di Sondrio, Bper (Banca Popolare dell'Emilia Romagna), Banco Popolare, Carige, Credito Valtellinese, Intesa Sanpaolo, **Mediobanca**, Monte dei Paschi di Siena, Ubi, UniCredit. Questi gruppi rappresentano quasi il 60% del sistema bancario in base agli impieghi.

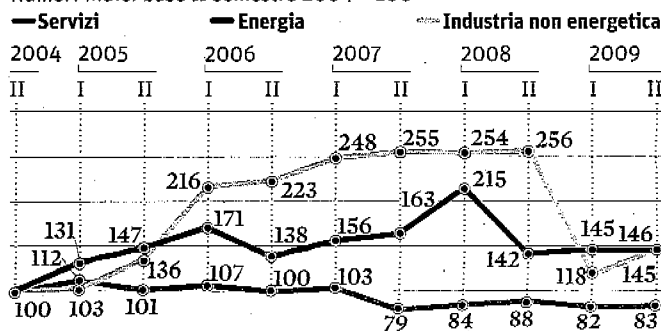


➔ PER SAPERNE DI PIÙ
R&S E MEDIOBANCA SU INTERNET
www.mbres.it

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 2009

	Risultato corrente*		Crediti verso clienti	
	Milioni di euro	Var. % sul 2008	Milioni di euro	Var. % sul 31/12/08
UniCredit	2.499	-54,9	564.986	-7,8
Intesa SanPaolo	3.216	-10,9	374.033	-5,4
Mediobanca	477	-18,5	39.385	-0,2
BancaMps	18	-94,2	152.413	4,9
Ubi Banca	358	-54,8	98.007	1,7
Banco Popolare	399	n.c.	95.350	6,0**
Banca Carige	259	-19,3	22.786	8,9
Bper	310	-40,6	45.442	13,0
Banca Pop. Sondrio	328	209,4	18.156	12,3
Banca Pop. Milano	198	-27,7	32.852	-0,1
Credito Valtellinese	144	-28,0	20.374	10,7
TOTALE BANCHE	8.206	-32,4	1.463.784	-2,3

(*) Ricavi operativi - costi di gestione - perdite su crediti; (**) su base omogenea, escludendo i crediti apportati da Banca Italease

Top Banche

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

	2008	2009	Variazione %
Margine d'interesse	44.608	41.276	
Commissioni nette	20.483	19.291	
Altri ricavi	1.160	7.284	
Totale ricavi (margine di intermediazione)	66.251	67.851	
Costi operativi	-44.446	-42.811	
Perdite su crediti	-9.671	-16.834	
Risultato corrente	12.134	8.206	
Saldo altri costi e ricavi non correnti	-3.023	1.347	
Imposte	24	-2.865	
Risultato di competenza di terzi	-878	-550	
Risultato netto	8.257	6.138	
Roe (punti)	5,5	3,7	
	Al 31/12/08	Al 31/12/09	Variazione %
Impieghi verso la clientela	1.498.568	1.463.784	
Raccolta diretta da clientela	1.540.047	1.576.625	
Raccolta indiretta da clientela *	540.005	579.131	
Patrimonio netto (inclusi terzi)	166.060	181.278	

Nota: i costi operativi comprendono personale, spese generali e ammortamenti. * Solo risparmio gestito.

Gruppi sotto la lente

Le società sono esposte in ordine decrescente di peso nell'indice di Borsa: situazione al 31/12/09

	Risultato corrente*		Dati finanziari	
	Min di €	Var. % 2008	Min di €	% sul capitale netto al 31/12/09
Eni	13.351	-34,8	24.800	49,5
Enel	7.788	17,7	66.301	149,5
Tenaris	1.300	-47,3	1.004	14,9
Telecom Italia	2.904	5,9	40.152	148,1
Fiat	382	-85,2	28.527	256,7
Atlantia	1.063	-1,5	11.886	279,3
Luxottica	476	-20,8	2.717	98,7
Mediaset	448	-35,7	1.661	65,4
Finmeccanica	904	-8,2	6.508	99,4
Terna	704	34,4	4.299	171,8
STMicroelectronics	-736	n.c.	1.730	29,8
AZA	399	-28,9	4.694	102,2
Parmalat	234	15,8	252	7,7
Autogrill	173	-1,1	2.069	367,5
Prysman	359	18,1	1.036	148,4
Pirelli & C.	112	n.c.	1.795	71,9
Exor	-272	n.c.	1.308	24,3
Lottomatica	264	-8,0	2.729	143,9
Davide Campari	201	13,6	871	83,5
Buzzi Unicem	189	-70,2	1.811	66,8
Bulgari	-42	n.c.	249	31,8
Italcementi	369	-29,4	3.165	67,5
Cir	154	-21,4	2.761	118,4
Geox	130	-23,1	7	1,6
Impregilo	97	-32,2	1.087	120,5
Arnoldo Mondadori Editore	58	-51,3	529	96,9

(* Margine operativo netto - oneri finanziari netti +/- altri utili e perdite di natura finanziaria. Il totale è stato rettificato della perdita pro-quota di Fiat valutata al patrimonio netto in Exor

Top Industria

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

	2008	2009	Variazione %
Fatturato netto	352.245	312.943	-11,2
Costi di gestione	301.456	273.378	-9,3
Margine operativo netto	50.789	39.565	-22,1
Oneri e proventi finanziari	-8.848	-8.307	-6,1
Risultato corrente	41.941	31.258	-25,5
Saldo costi e ricavi non correnti	-1.586	-956	-39,7
Imposte	-14.595	-13.461	-7,8
Risultato di competenza di terzi	-2.326	-2.170	-6,7
Risultato netto	23.434	14.671	-37,4
Dipendenti	831.695	814.330	-2,1
Roe punti	18,3	9,5	8,8
	Al 31/12/08	Al 31/12/09	Variazione %
Patrimonio netto degli azionisti	151.248	169.198	11,9
Patrimonio netto delle minoranze	18.250	23.871	30,8
Debiti finanziari	195.621	213.948	9,4
Totale capitale	365.119	407.017	11,5
Debiti finanziari/Patrimonio netto in %	115,4	110,8	
Mezzi di terzi/PN degli azionisti in %	141,4	140,6	
Liquidità	27.269	35.774	31,2

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.

Focus. La recessione ha fatto crescere del 72% i crediti deteriorati, a 85 miliardi

Banche a rischio sofferenze

Poco meno di un quinto degli attivi dei primi dieci gruppi bancari italiani è impiegato in strumenti finanziari il cui valore è legato alle oscillazioni dei mercati. Parliamo di una cifra che sfiora i 408 miliardi di euro, costituita per la quasi totalità da attività al fair value, cioè bond, azioni e derivati valutati con parametri di mercato. Per quanto possano sembrare elevate, queste forme di impiego sono di gran lunga inferiori a quelle dei maggiori istituti europei e americani. Per i gruppi creditizi dell'Unione europea gli attivi finanziari al fair value rappresentano infatti, mediamente, il 43% delle attività totali, e per i gruppi americani il 34% (anche se il dato statunitense è sottostimato per l'ampio ricorso alla compensazione dei derivati). Ciò rende il sistema bancario italiano relativamente più stabile e sicuro.

Ma dove è investita questa massa di attività finanziarie? Il 54%, pari a 220,5 miliardi, è impiegata in titoli di debito (titoli di stato, bond di enti pubblici e banche e altri titoli), il 10% in azioni e quote di fondi, il 31,5%, pari a 128 miliardi, in derivati detenuti per scopi speculativi (altra cosa sono i derivati di copertura) e il 4,5% in altre poste. Quella dei bond pubblici, pari a poco più di un terzo della massa totale investita, è la categoria di titoli tipicamente considerati senza rischio. Ma dopo la crisi di solvibilità dello stato greco, che ha messo in evidenza la fragilità finanziaria di altri paesi europei, e dopo gli interventi pubblici di salvataggio del sistema bancario internazionale, la percezione del rischio associato a questi titoli è visibilmente cresciuta.

Accanto a quello di mercato c'è oggi un rischio crescente di controparte, vale a dire di qualità dell'emittente, trasversale a tutte le categorie di titoli, compresi i titoli di stato. Non a caso l'esplosione della

crisi greca ha costretto le maggiori banche a rendere pubbliche le esposizioni verso Porto-

gallo, Irlanda, Grecia e Spagna (Pigs). Quelle italiane in particolare, secondo dati ancora parziali, hanno in portafoglio titoli Pigs per valori modesti: 3,7 miliardi. Così suddivisi: UniCredit per 1,6 miliardi, Intesa Sanpaolo per quasi 1,1, Mediobanca per 400 milioni, Monte Paschi per 350, Banco Popolare per 244.

Nel campione inoltre figurano attività illiquide, prive di mercato e in quanto tali valutate in modo discrezionale - i famigerati titoli di Livello 3 -, pari al 4% di tutti gli attivi considerati al fair value. Il dato è in linea con quello europeo, ma di molto inferiore a quello Usa, dove raggiungono il 12 per cento.

Le attività illiquide rappresentano il 16% del patrimonio netto tangibile dei maggiori gruppi creditizi nazionali. Questo stesso dato sale al 55% nel resto d'Europa e balza addirittura al 75% negli States, dove il sistema è esposto a rischi maggiori.

Ma il grosso dell'attivo bancario, in Italia, è costituito da 1.465 miliardi di crediti alla clientela. Tra questi la massa dei crediti deteriorati, che ha sfiorato a fine 2009 gli 85 miliardi. La cifra - pari al 5,8% dei crediti totali alla clientela, con punte del 10% per Banco Popolare - è pressoché doppia rispetto all'anno precedente. Il 44% di quest'importo, 37 miliardi, è costituito da incagli, cioè crediti il cui rimborso è temporaneamente sospeso per difficoltà del prestatore, che potrebbero tornare in bonis o trasformarsi in sofferenze per il prolungarsi della crisi.

Non solo: l'ammontare dei crediti deteriorati rappresenta in media il 79% del patrimonio netto tangibile del campione (il patrimonio netto depurato degli attivi immateriali), con punte del 143% per Banco Popolare e del 104% per Monte Paschi. Il 52% di questi crediti è totalmente assistito da garanzie.

Il caso limite è quello di Banca Carige, i cui crediti di dubbia esigibilità sono garantiti solo al 28 per cento. UniCredit e Intesa Sanpaolo sono rispet-

tivamente "coperti" per il 47% e per il 58%, mentre la banca più virtuosa è Popolare di Sondrio con garanzie totali sul 78% dei crediti inesigibili.

Per altro verso, il basso livello di sofisticazione finanziaria del sistema bancario italiano fa da ammortizzatore ai contraccolpi della crisi internazionale e alle sue possibili recrudescenze. I dieci gruppi in questione concentrano in media in Italia il 71% della loro esposizione per cassa, pari a 1.141 miliardi di euro. Solo UniCredit eroga all'estero la maggior parte dei suoi crediti, il 54%, la metà dei quali in Europa. Quota europea che si riduce al 15% per Intesa Sanpaolo e Monte Paschi.

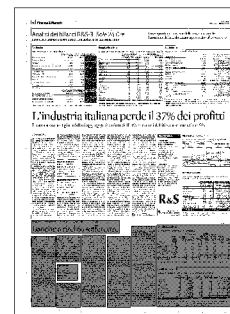
L'esposizione è per oltre il 54% verso imprese non finanziarie e per quasi il 24% verso altri soggetti, principalmente famiglie.

Le attività fuori bilancio, pari a circa 600 miliardi, rappresentano invece il 27% del totale degli attivi bancari. Si tratta di impegni potenziali verso terzi che potrebbero diventare effettivi in caso di difficoltà della clientela. Il problema non è tanto rappresentato dall'elevato ammontare di questi crediti, quanto dalla solvibilità del singolo debitore. Oltre 200 miliardi di crediti fuori bilancio sono a basso rischio di default, 60 miliardi sono speculativi e 320 senza un rating esterno rilasciato da una primaria agenzia internazionale.

G.O.

MINE VAGANTI

Oltre la metà dei 600 miliardi di euro di esposizione creditizia fuori bilancio è priva di un rating esterno



La qualità dell'attivo

Dati di bilancio al 31 dicembre 2009. In percentuale

	Rating corrente (outlook)*	Crediti deteriorati			Creditori affidabili sul tot. dei crediti con rating	Attività al fair value su totale attivo	Attivi illiquidi sul Pn tangibile	Leva** (volte)
		Quota sul totale v. clienti	Tasso di copertura	Con garanzia totale				
Banca Carige	A- (neg)	6,3	24,8	27,5	80,7	21,7	41,6	16,2
Banca Mps	A- (stab)	6,7	40,4	57,3	99,6	17,3	5,4	22,2
Bper	A- (neg)	7,1	37,1	40,7	61,8	5,7	12,3	15,9
Banca Pop Milano	A- (neg)	5,3	26,7	43,5	98,2	9,8	33,7	14,2
Banca Pop Sondrio	A (stab) (1)	3,1	29,0	77,5	70,3	13,3	1,2	13,1
Banco Popolare	A- (neg)	10,2	27,9	61,7	83,3	10,5	9,1	19,1
Credito Valtellinese	A- (stab) (1)	5,3	36,2	63,5	n.d.	2,9	4,5	16,3
Intesa Sanpaolo	A+ (stab)	5,5	40,6	57,7	74,9	21,6	11,7	21,4
Ubi Banca	A (neg)	4,6	29,0	45,4	78,4	7,2	2,6	17,1
UniCredit	A (stab)	5,5	46,2	47,0	70,5	21,0	23,7	24,4
Media Italia		5,8	40,5	52,2	75,8	17,9	14,8	20,8
Maggiori gr. europei	-	2,3	52,3	n.d.	n.d.	43,2	54,9	28,7

(*) Rating emesso da S&P se non diversamente specificato; (**) totale attivo tangibile/patrimonio netto tangibile; (1) Fitch Ratings

I crediti extrabilancio

Esposizioni creditizie nette fuori bilancio - anno 2009. Dati in miliardi di euro

	V/ banche	V/ clientela	Totale	Investm. grade (%)	Speculative grade (%)	Senza rating (%)	In % del totale attivo
Banca Carige	0,3	2,9	3,2	12,2	0,7	87,1	8,9
Banca Mps	7,9	27,9	35,8	38,3	2,3	59,4	15,9
Bper	0,2	7,2	7,4	26,7	13,0	60,3	12,5
Banca Pop Mi	0,8	11,9	12,7	n.c.	n.c.	n.c.	28,6
Banca Pop So	0,1	4,3	4,4	47,0	10,9	42,1	18,7
Banco Popolare	2,2	12,3	14,5	54,8	5,5	39,7	10,7
Credito Valtellinese*	0,3	2,7	3,0	n.c.	n.c.	n.c.	12,3
Intesa Sanpaolo	72,4	136,7	209,1	35,7	20,9	43,4	33,5
Ubi Banca	2,6	15,0	17,6	36,1	11,1	52,8	14,4
UniCredit	104,8	194,1	298,9	33,9	3,7	62,4	32,2
TOTALE	191,6	415,0	606,6	35,2	10,1	54,7	26,9

Nota: le esposizioni fuori bilancio includono tutte le operazioni finanziarie diverse da quelle per cassa (garanzie rilasciate, impegni, derivati, ecc.) che comportano l'assunzione di un rischio creditizio, qualunque sia la finalità di tali operazioni (negoiazione, copertura, ecc.). (*) Per i rating, si tratta delle sole esposizioni verso banche