

## Analisi R&S-Il Sole 24 Ore

# Migliorano i conti dei grandi gruppi nell'industria

■ Vendite in crescita per Fiat Auto, margine operativo netto in calo per Telecom Italia. Debiti in discesa per le società industriali, perdite su crediti in aumento per le banche. Il tutto in un contesto congiunturale positivo. Questi i dati salienti dei rendiconti dei gruppi industriali e bancari nel primo trimestre 2006, analizzati da R&S e dal Sole 24 Ore. L'utile netto del campione industriale ha superato in totale i 5,8 miliardi di euro. Quasi la metà di questa somma va ascritta all'Eni, ma sono stati anche significativi i risultati di St e Finmeccanica. Tra i fatti di rilievo di questo primo trimestre, la diminuzione del 3,2% dell'indebitamento finanziario, che ha portato il rapporto debiti-patrimonio netto dell'aggregato al di sotto dell'unità. Sono tornate a crescere, invece, le perdite su crediti dei principali gruppi bancari. Non succedeva dal primo trimestre 2003.

SERVIZIO A PAG. 36

ANALISI R&amp;S-ILSOLE 24ORE / I BILANCI AL 31 MARZO 2006

# Fiat spinge i ricavi dei gruppi industriali

Le forti vendite di auto fanno aumentare il giro d'affari aggregato delle imprese quotate - Cala il margine operativo netto di Telecom

## Perdite su crediti in aumento per gli istituti bancari

DI GIUSEPPE ODDO

**V**endite in crescita per Fiat, margine operativo netto in calo per Telecom; debiti in discesa per le società industriali, perdite su crediti in aumento per le banche. Il tutto in un contesto contrassegnato da un incremento dei profitti. Dai rendiconti del primo trimestre emergono diverse novità che aiutano a comprendere meglio le dinamiche economico-finanziarie dei grandi gruppi italiani quotati in Borsa. La prima riguarda il gruppo Fiat. Il settore auto della casa torinese, grazie al forte incremento delle vendite, ha chiuso il periodo gennaio-marzo 2006 con un utile di 49 milioni di euro, mentre nello stesso periodo dello scorso anno aveva registrato 166 milioni di perdite.

**Torino in ripresa.**

L'aumento dei ricavi di Fiat, oltre che di Eni ed Enel, ha contribuito a migliorare i conti del Top Industria (l'insieme delle società industriali più capitalizzate), il cui fatturato netto ha superato i 68 miliardi (+21% su base omogenea).

Hanno anche aumentato il giro d'affari Fastweb (+49%), per la continua espansione dei servizi a banda larga fino a casa dell'utente, e società come Aem e Terna, per la risalita dei prezzi dell'elettricità e dei combustibili.

Nel Top Industria non è compresa Parmalat. Pur essendo entrata nell'indice S&P-Mib il 31 marzo 2006, al posto di Res, la società di Collecchio, riapprodata in Borsa il 6 ottobre 2005 dopo qua-

si due anni di commissariamento, espone dati troppo sintetici che non consentono l'elaborazione degli schemi di R&S.

**ST torna a brillare.** Il medesi-

mo aggregato, al netto di costi di poco inferiori a 57 miliardi, ha inoltre visto crescere il margine operativo netto a 11,5 miliardi (+19%). Tra le società che, insieme all'Eni, hanno contribuito di più all'aumento del Mon ritroviamo ancora una volta la Fiat, con 322 milioni: un dato in recupero, anche se ancora contenuto.

La ST (semiconduttori) ha accresciuto il margine di ben 118 milioni — da 8 a 126 milioni — per il decremento dei costi di vendita e amministrazione e l'incremento del fatturato dovuto agli alti volumi di vendita.

È calato dell'8,6%, invece, il margine del gruppo Telecom, per i maggiori ammortamenti relativi alla crescita degli investimenti. L'andamento del

margine operativo aggregato è stato come sempre condizionato dalle società dell'energia — Eni, Enel, Aem, Terna — che hanno segnato un nuovo massimo storico per i rialzi del greggio, il cui prezzo medio in dollari, nel trimestre, è cresciuto del 30%, mentre sono scesi di quasi il 31% i margini di raffinazione espressi nella stessa valuta.

**In crescita i risultati.** L'utile netto ha superato nel suo insieme i 5,8 miliardi di euro. Quasi la metà di questa somma va ascritta all'Eni, ma sono stati an-



che significativi i risultati di ST e Finmeccanica. La prima è passata a un utile di 109 milioni di euro contro una perdita di 26 nello stesso periodo dell'anno precedente; la seconda è balzata da 6 a 379 milioni per la plusvalenza del collocamento in Borsa del 52,17% di Ansaldo STS.

Non deve invece trarre in inganno la discesa dell'utile consolidato dei gruppi Fiat e Mediaset, rispettivamente da 295 a 138 milioni e da 199 a 145 milioni. Entrambe avevano beneficiato, lo scorso anno, di corpose plusvalenze.

Quella di Fiat era collegata alla rottura del *master agreement* con General Motors, quella di Mediaset alla cessione di un pacchetto azionario della rete televisiva spagnola Telecinco.

**Scende l'esposizione.** Tra i fatti di rilievo di questo primo trimestre è molto positivo il calo del 3,2% dell'indebitamento finanziario, che ha portato il rapporto debiti-patrimonio netto dell'aggregato al di sotto dell'unità. L'esposizione finanziaria rappresenta in altre parole il 96% del capitale netto del Top Industria, contro il 104% del primo trimestre 2005.

Il gruppo che ha ridotto di più i debiti è Telecom. La contrazione — 4,6 miliardi — è prevalentemente dovuta al rimborso di prestiti obbligazionari. Il debito totale di Telecom al termine del primo trimestre ammonta a 47,5 miliardi, da cui la società detrae 6,7 miliardi di cassa e banche, 343 milioni di titoli e quasi 1,4 miliardi di altre partite. Hanno diminuito i debiti anche Eni ed Enel, mentre li hanno accresciuti ST, Fiat e Pirelli, quest'ultima primo azionista di Telecom attraverso la finanziaria Olimpia.

Per società quali Seat, Autogrill e Telecom, gli attivi immateriali (valore dei marchi, degli avviamenti, ecc.) rappresentano nell'ordine il 449%, il 232% e il 181% dei rispettivi patrimoni netti.

**La qualità del credito.** L'aumento delle perdite su crediti è l'elemento di vera novità sulle banche. L'ultimo di questi aumenti risale infatti al primo trimestre 2003. Da allora le perdite su crediti erano continuate a scendere in modo costante, fino al quarto tri-

mestre dello scorso anno.

Anche se l'incremento è modesto in valore assoluto, di 165 milioni, esso rappresenta comunque il 16% in più del primo trimestre 2005 e segna un'inversione di tendenza rispetto ai tre anni precedenti. Non potendo essere imputato alla congiuntura, che è di segno positivo, tale aumento potrebbe essere l'effetto di una nuova politica della Banca d'Italia volta ad accorciare la distanza tra i tempi (breve) di svalutazione dei crediti deteriorati delle banche europee e quelli (3-4 volte più lunghi) delle banche italiane. Si capirà meglio nel secondo trimestre.

I maggiori stanziamenti in assoluto hanno riguardato l'Unicredit Italiano, che soprattutto in seguito alla fusione con HypoVereinsbank ha contabilizzato perdite su crediti per 561 milioni, quasi la metà dei 1.173 milioni registrati dall'aggregato. La banca tedesca ha apportato all'UniCredit un carico di crediti deteriorati che è pari al 40% di quelli totali del Top Banche (43,7 miliardi).

**Così sale il margine.** Ciononostante i dodici istituti dell'aggregato hanno chiuso il trimestre con un utile complessivo di oltre 4 miliardi (+29%) grazie all'incremento del margine d'intermediazione. Tutti hanno registrato un profitto, anche a livello di risultato corrente. Al primo posto, con oltre 1,3 miliardi, s'è collocato UniCredit, mentre Intesa e Sanpaolo Imi sono stati gli unici a superare i 500 milioni di utile (rispettivamente 751 e 519).

All'incremento del margine d'intermediazione hanno contribuito sia il margine d'interesse (+400 milioni) sia le commissioni nette (+700 milioni soltanto quelle di UniCredit) sia gli altri ricavi (+900 milioni), in particolare quelli per la negoziazione titoli. Intesa ha iscritto tra gli altri ricavi la plusvalenza sulle sue quote in Fiat e Parmalat, il Monte Paschi quella sulla vendita di azioni Bnl e Fiat.

## GLOSSARIO

### ■ Ppp

Acronimo di *Public-private partnership* (Partenariato pubblico-privato).

Cooperazione tra capitale pubblico e privato per la realizzazione di opere di interesse pubblico. Il sistema fu introdotto dal Governo britannico nei primi anni '90 con il programma di *Private finance initiative* (Pfi) per il coinvolgimento dei privati in

complesse realizzazioni infrastrutturali. Una delle prime è stato il tunnel sotto la Manica. Di solito, si tratta di progetti che generano reddito attraverso la riscossione di ricavi da utenza. È il caso delle autostrade e dei parcheggi. Con questo sistema la parte privata, in qualità di concessionario del servizio, recupera il proprio investimento. In altri casi, come per le scuole o gli ospedali, si tratta di opere in cui il privato eroga servizi o forniture alla pubblica amministrazione.

### ■ Facility management

Gestione integrata dei servizi e dei processi dei grandi edifici commerciali. L'attività si concentra sulla manutenzione strutturale degli stabili e degli impianti tecnologici connessi (elettricità e riscaldamento), sulla logistica, sulla pulizia, sulla sicurezza, sullo smaltimento rifiuti e così via.

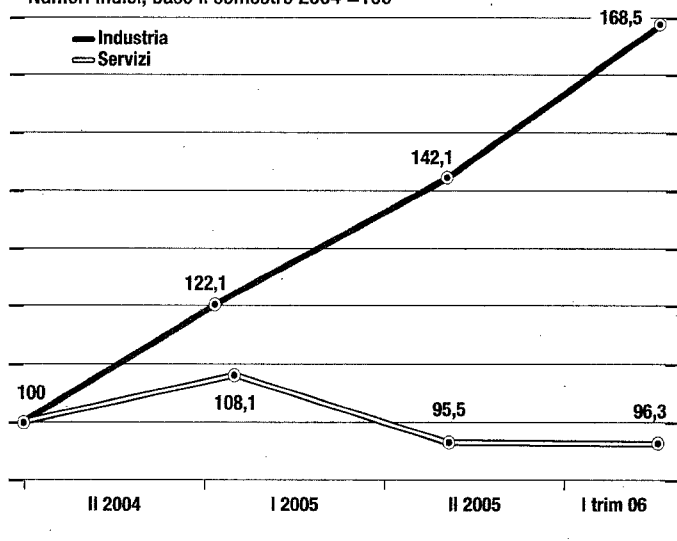
### ■ General contractor

Contraente generale: soggetto economico in grado, per dimensione e articolazione organizzativa, di progettare ed erogare l'opera o il servizio richiesto da un committente. In Italia assume particolare rilievo il Contraente generale dello Stato, ossia l'impresa o il consorzio stabile di imprese in grado di realizzare le commesse di enti pubblici: dall'esecuzione di grandi opere, alla manutenzione di reti stradali, ospedali e via dicendo. La qualifica è rilasciata dal ministero delle Infrastrutture, che comunica l'elenco delle imprese accreditate suddividendole in tre fasce in base alla complessità (e al costo) della commessa cui esse possono accedere. Il riconoscimento è ottenuto sulla base di requisiti generali (certificazione di qualità, posizione contributiva regolare, onorabilità del management) e di altri di natura specifica (adeguata capacità finanziaria, tecnica ed organizzativa e dotazione di personale professionalmente qualificato).

I debiti  
complessivi  
sono in discesa  
mentre i profitti  
crescono  
con Eni prima  
in classifica

## 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 marzo 2006

	Risultato corrente*		Crediti v/clienti	
	Mln di €	Var. % sul 2005	Mln di €	Var. % su 31/12/05
UniCredit	2.059	37,5	424.310	-0,5
Intesa	1.155	20,4	177.168	4,5
Sanpaololmi	836	47,2	144.170	3,3
BPU	280	22,8	46.483	2,1
BP Verona Novara	271	30,3	42.039	4,4
Capitalia	392	3,7	85.154	-3,3
Mediobanca	219	71,1	22.271	2,3
Bnl	174	-23,0	63.761	-0,8
Banca Pop. MI	163	14,8	23.037	2,1
BancaMps	466	43,8	83.145	-0,5
Banca Pop. Italiana	113	24,2	27.398	-2,0
Banca Lombarda	144	27,4	28.897	2,4
<b>Totale banche</b>	<b>6.272</b>	<b>29,0</b>	<b>1.167.833</b>	<b>1,2</b>

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

## Top banche

I risultati dei primi tre mesi

	3 mesi (mln di €)			3 mesi (% dei ricavi)		
	2005	2006	Var. %	2005	2006	Var.
Margine d'interesse	8.008	8.379	4,6	52,3	48,6	-3,7
Commissioni nette	5.338	6.045	13,2	34,8	35,1	0,3
Altri ricavi	1.980	2.811	42,0	12,9	16,3	3,4
Totale ricavi (margine di intermediazione)	15.326	17.235	12,5	100,0	100,0	—
Costi operativi	-9.456	-9.790	3,5	-61,7	-56,8	4,9
Perdite su crediti	-1.008	-1.173	16,4	-6,6	-6,8	-0,2
Risultato corrente	4.862	6.272	29,0	31,7	36,4	4,7
Saldo altri costi e ricavi	264	251	-4,9	1,7	1,5	-0,2
Imposte	-1.910	-2.374	24,3	-12,4	-13,8	-1,4
Risultato netto	3.216	4.149	29,0	21,0	24,1	3,1
Roe	13,4	15,3	1,9 punti			

	Al 31/12/05	Al 31/03/06	Var. %	Principali istituti (var. % 2005-2006)	
				Marg. d'int.	Ris. netto
Impieghi verso la clientela	1.154.007	1.167.833	1,2		
Raccolta diretta da clientela	1.208.257	1.221.788	1,1	UniCredit	15,3
Raccolta indiretta da clientela	685.850	699.931	2,1	Sanpaolo-Imi	16,5
Patrimonio netto (inclusi terzi)	116.116	119.990	3,3	Intesa	9,7

N.b. 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

## Gruppi sotto la lente

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

	Risultato corrente		Debiti finanziari	
	Mln €	Var. % sul 2005	Mln €	% su capitale netto al 31/3/06
Eni	5.845	32,8	11.054	26,6
Enel	1.452	8,9	12.294	60,4
Telecom Italia	1.311	-8,6	47.498	169,2
St	141	n.c.	2.754	37,9
Autostrade	212	5,5	9.660	267,7
Mediaset	260	-13,3	734	23,8
Fiat	188	n.c.	26.953	282,8
Lottomatica	84	-22,9	367	62,0
Finmeccanica	62	72,2	2.504	50,0
Terna	150	29,3	2.352	116,8
Pirelli & C.	129	13,2	3.124	53,3
Italcementi	136	106,1	2.978	67,2
Fastweb	-5	n.c.	691	40,2
Seat	-58	n.c.	3.653	399,2
Aem	212	58,2	6.064	158,6
Luxottica	170	31,8	1.799	87,5
Autogrill	19	0	1.210	250,0
Bulgari	21	10,5	101	14,4
Mondadori	40	n.c.	493	91,1
L'Espresso	47	6,8	467	79,3
<b>Totale industriali</b>	<b>10.416</b>	<b>26,7</b>	<b>136.750</b>	<b>96,2</b>

N.b. Margine oper. netto - oneri finanziari netti +/- altri utili e perdite di natura fin.

**Top industria**

I risultati dei primi tre mesi

	3 mesi (mln di €)			3 mesi (% del fatturato)		
	2005	2006	Variaz. %	2005	2006	Variaz.
Fatturato netto	54.943	68.222	24,2	100,0	100,0	—
Costi di gestione	45.272	56.712	25,3	82,4	83,1	0,7
Margine operativo netto	9.671	11.510	19,0	17,6	16,9	-0,7
Oneri e proventi finanz.	-1.449	-1.094	-24,5	-2,6	-1,6	1,0
Risultato corrente	8.222	10.416	26,7	15,0	15,3	0,3
Saldo altri costi e ricavi	450	125	-72,2	0,8	0,2	-0,6
Imposte	-3.861	-4.676	21,1	-7,0	-6,9	0,1
Risultato netto	4.811	5.865	21,9	8,8	8,6	-0,2
Roe	17,9	18,5	0,6 punti			

	AI	AI	Variaz. %	Principali imprese (var. % 2005-2006)	
	31/12/05	31/03/06		Fatturato (omogeneo)	Ris. netto prima dei terzi
Patrimonio netto degli azionisti	126.607	132.834	4,9		
Patrimonio netto delle minoranze	9.369	9.379	0,1		
Debiti finanziari	141.315	136.750	-3,2	Eni	35,2
Totale capitale	277.291	278.963	0,6	Fiat	16,7
Debiti finanziari/patrimonio netto in %	103,9	96,2	—	Enel	19,8
Mezzi di terzi/Pn degli azionisti in %	119,0	110,0	—	Telecom Italia	5,8
Disponibilità e titoli negoziabili	27.282	30.615	12,2		

Nb: 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 società italiana è la sola di rilievo nell'edilizia continentale ad avere chiuso in rosso 2004 e 2005

# Impregilo maglia nera dell'Europa

Le grandi aziende del settore ricavano quote importanti di utili da attività di servizio più remunerative delle costruzioni

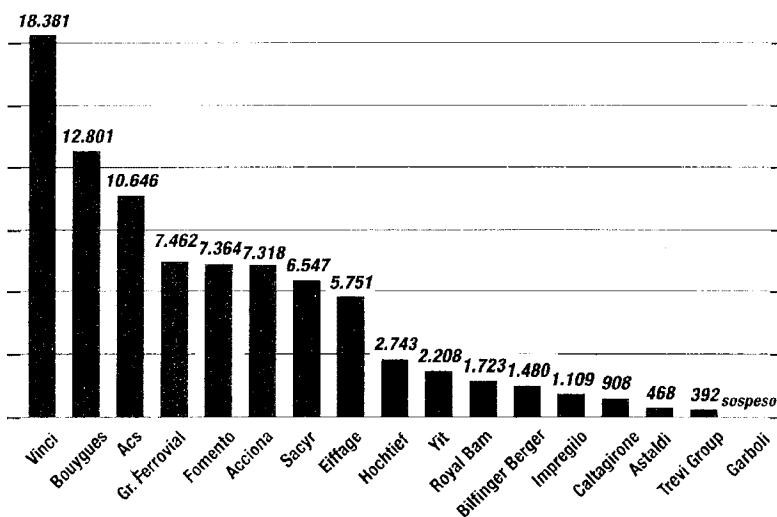
## I giganti delle opere pubbliche

Principali società delle costruzioni quotate nell'eurozona

Società	Fatturato 2005 mln €	Margine operativo netto/fatt. %	Roe	Debiti fin. capitale netto %
Bouygues (F)	24.073	7,3	21,9	100,6
Vinci (F)	21.543	7,0	23,1	137,7
Hochtief (D)	13.653	1,2	5,3	47,5
Acs (E)	12.114	6,7	32,5	239,2
Grupo Ferrovial (E)	8.989	9,7	24,2	374,1
Eiffage (F)	8.497	4,7	27,6	56,5
Royal Bam (N)	7.425	4,7	36,0	182,0
Fomento de Const. (E)	7.090	9,3	23,2	63,0
Bilfinger Berger (D)	6.206	1,6	6,1	52,4
Acciona (E)	4.853	10,6	11,3	96,5
Sacyr Vallehermoso (E)	4.177	14,8	29,1	432,6
Yit (Fi)	3.024	7,5	38,3	59,4
Impregilo (I)	2.318	-5,2	nc	221,5
Caltagirone (I)	1.288	12,3	14,4	30,5
Astaldi (I)	969	6,3	14,2	185,9
Trevi Group (I)	484	6,0	15,5	173,5
Garboli (I)	155	-19,4	nc	190,9
<b>Totale</b>	<b>126.858</b>	<b>6,4</b>	<b>18,2</b>	<b>150,2</b>

## Dal più grande al più piccolo

I gruppi delle costruzioni ordinati per capitalizzazione; milioni di euro, 16 giugno 2006



Sono il fanalino di coda dell'Europa, per giro d'affari, redditività e capitalizzazione di Borsa. Per spiegare la distanza che separa le aziende italiane di costruzione dalla migliore concorrenza internazionale basta solo dire che il gruppo francese Bouygues, leader del settore, ha concluso il 2005 con oltre 24 miliardi di euro di fatturato, 832 milioni di utile netto e un valore di Borsa di 18,4 miliardi (al 16 giugno 2006). L'Impregilo, unica impresa italiana appena comparabile per dimensione ai big europei, ha registrato, invece, nello stesso anno un fatturato di 2,3 miliardi e una capitalizzazione di 1,1 miliardi. E se proprio un record le va attribuito è quello di unico gruppo europeo di rilievo ad aver chiuso i conti di questi due anni in rosso: -89 milioni nel 2004 e -358 nel 2005. Controllata dalla famiglia Romiti, attraverso la Gemina, fino alla metà dello scorso anno, l'Impregilo ha segnato nel 2005 una perdita operativa netta di 121 milioni scontando oneri straordinari per 350 derivanti da attività non strategiche. E, per far fronte alla sua delicata situazione finan-

ziaria, ha varato un aumento di capitale da 650 milioni che ha aperto le porte della società a nuovi azionisti: Gavio, Techint, Autostrade e Efibanca (riunite nella Igli, ormai socio di maggioranza relativa con il 18%). Il gruppo ha potuto così rimborsare 550 milioni di bond in scadenza nel maggio e nel giugno dello scorso anno, anche se i suoi debiti superano di oltre due volte il patrimonio netto.

Il secondo gruppo italiano delle costruzioni, Caltagirone, anch'esso quotato, può contare su un fatturato di 1,3 miliardi e su un utile netto di 114 milioni; il terzo, Astaldi, a sua volta quotato, ha ricavi per quasi un miliardo e profitti per 32 milioni, mentre nelle posizioni successive figurano quattro gruppi non quotati: la Ferfina della famiglia Bruno (735 milioni di giro d'affari nel 2004); l'Impresa Pizzarotti (593 milioni), che controlla la Garboli; la cooperativa ravennate Cmc (494 milioni) e la Grassetto, del gruppo Gavio. Quest'ultimo è presente in Borsa attraverso la Sias e l'Autostrada Torino-Milano.

Le principali imprese ita-

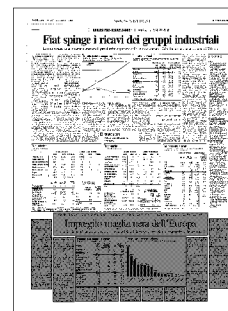
liane del settore godono della qualifica di *general contractor* dello Stato (glossario in alto). Caltagirone, con un margine operativo netto pari al 12,3% del fatturato, mostra buoni livelli di redditività ed è anche il gruppo con il minore indice di indebitamento su scala europea. Tuttavia realizza la maggior parte degli introiti (circa 900 milioni) nella produzione di cemento, attraverso la Cementir. Il suo fatturato nelle costruzioni ammonta a 190 milioni e deriva dal comparto delle grandi opere, in cui è presente attraverso Vianini Lavori (ingegneria civile) e Vianini Industria (traversine ferroviarie e manufatti in cemento per acquedotti).

I gruppi italiani hanno performance deludenti. Il *Return on equity*, ossia il rapporto tra l'utile e il patrimonio netto, delle tre migliori società italiane (Caltagirone, Astaldi e Trevi) è inferiore di circa cinque punti alla media europea e meno della metà del Roe della finlandese Yit, dell'olandese Royal Bam e delle spagnole Acs e Sacyr Vallehermoso. Hanno un Roe peggiore solo le tedesche Ho-

chtief e Bilfinger Berger e la spagnola Acciona.

Le aziende italiane sono poco presenti nell'Europa dell'Est, dove si stima uno sviluppo sostenuto delle grandi opere infrastrutturali e dove l'edilizia residenziale rappresenta ancora un quarto del mercato delle costruzioni. A differenza dell'Europa Occidentale, dove le aspettative di crescita del settore sono poco più del 2% per il 2006 e dell'1,5% per il biennio successivo, i mercati dell'Est promettono incrementi del 7-8% l'anno nello stesso triennio, che salgono al 10% per i soli lavori pubblici.

I gruppi italiani si discostano inoltre da quelli dell'eurozona anche per modello produttivo. Le grandi imprese europee hanno diversificato in settori poco esposti ai cicli della congiuntura: dalle concessioni autostradali, ai servizi portuali e aeroportuali; dalla gestione di parcheggi, al



*facility management* immobiliare (glossario in alto), ai media. Alcune aziende sono presenti nelle grandi infrastrutture tecnologiche delle telecomunicazioni e dell'energia. Per esempio, Bouygues ha rilevato di recente una quota di Alstom (impianti per la produzione di energia e mezzi di trasporto ferroviario), mentre Acs possiede una partecipazione in Unìon Fenosa (generazione di elettricità).

^ Pur restando ancorate per il 50-70% del loro giro d'affari al settore d'origine, le aziende europee ricavano in sostanza quote crescenti di fatturato da attività terziarie che presentano rendimenti mediamente superiori a quello delle costruzioni.

Il gruppo italiano che ha adottato un modello analogo è l'Impregilo. Ma nel suo caso la diversificazione è stata una fonte di perdite. Impregilo gestisce 1.500 chilometri di autostrade in Argentina, Cile e Brasile, ma ha dovuto svalutare queste attività — soprattutto in Argentina — per il mancato rispetto dei piani tariffari e dei termini delle concessioni da parte delle autorità concedenti. Il comparto delle concessioni ha così inciso negativamente sul risultato di gruppo, per -67,5 milioni di euro. Per non parlare dell'esito disastroso dell'attività di gestione dei rifiuti solidi urbani nella regione Campania. Che ha aggravato la perdita consolidata di Impregilo di altri 105 milioni.

**G.O.**