

## R&S-IL SOLE 24 ORE In banca si allargano le perdite su crediti

Giuseppe Oddo ▶ pagina 35

# Analisi dei bilanci R&S-Il Sole 24 Ore

### I CONTI DEI GRANDI GRUPPI QUOTATI IN BORSA AL 31 MARZO 2008

**La congiuntura. Giù ricavi e risultati dei giganti nazionali del credito mentre Eni, Enel e Fiat incrementano il margine operativo netto**

# Più debito, ma l'industria batte le banche

Margini in forte aumento per i colossi di Stato - Il valore di Borsa dei principali istituti crolla di 51 miliardi

di **Giuseppe Oddo**

**L'**aggregato delle banche ruba la scena a quello delle imprese, battendo una serie di record negativi. Il primo riguarda i ricavi: i principali gruppi creditizi italiani presenti nell'indice Top Banche hanno chiuso il primo trimestre 2008 con un calo del margine d'intermediazione del 10,4%, il più accentuato dal 2001 (anno di avvio dell'Analisi dei bilanci di R&S-Il Sole 24 Ore).

#### CRISI ALLO SPORTELLO

Discesa vistosa per i ricavi da commissione, azzerati i proventi del trading, mentre crescono le perdite su crediti Ubi la migliore del settore

Il settore ha attraversato una fase di crescita quasi ininterrotta a partire dal secondo trimestre 2003, raggiungendo il picco dell'aumento dei ricavi nel primo trimestre 2006 (+12,5%). Ma ora la situazione è in rapido deterioramento come effetto riflesso della crisi dei mutui *subprime*.

Le cause di questo calo dei ricavi, scesi all'incirca a 15,6 miliardi di euro, vanno ricercate da un lato nella diminuzione delle commissioni di oltre il 6% (minore raccolta di risparmio gestito e di prodotti finanziari in genere. mi-

norio collocamenti e diminuita attività di banca d'affari) e dall'altro soprattutto nell'azzeramento della voce altri ricavi, dovuto ai minori proventi da *trading* e alle minusvalenze sui portafogli-titoli di proprietà dei grandi istituti. Il secondo record negativo riguarda il risultato corrente, crollato del 32%, a 4,6 miliardi, anche per l'incremento delle perdite su crediti (+13%), mentre il terzo riguarda gli utili, collassati di oltre il 48%, a 3,7 miliardi, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, anche per i minori proventi straordinari.

Le banche italiane mostrano in sostanza evidenti segni di sofferenza, come testimonia anche la perdita di valore in Borsa di 51 miliardi di euro - tra il marzo 2007 e il marzo 2008 - dei principali istituti.

Il gruppo maggiormente in affanno è UniCredit, il più esposto alla crisi dei *subprime*. La banca italo-tedesca che ha il quartier generale a Milano ha registrato ricavi in calo del 16,5%, un tracollo del risultato corrente e dei profitti rispettivamente del 49% e del 51%, e un ritorno sul patrimonio netto (Roe) di 7,1 punti. La contrazione degli utili di Intesa Sanpaolo ha sfiorato addirittura il 56%, a causa delle minori plusvalenze, a fronte di un risultato corrente diminuito del 17 per cento. Il risultato netto di Monte dei Paschi è calato del 25 per cen-

to. Mentre Ubi Banca s'è mossa in controtendenza con un utile in crescita del 13,5 per cento.

Veniamo ora al Top Industria. I gruppi industriali hanno chiuso il trimestre con ricavi in crescita del 18,6%, a 86,6 miliardi, e un utile netto in ripresa del 10 per cento. Con l'attuale fase di stagnazione dell'economia possono considerarsi risultati passabili. Se però escludiamo quelle energetiche, che beneficiano dei rialzi del greggio, e le ancora buone performance di Fiat, in diversi casi le società industriali presentano variazioni poco soddisfacenti del Margine operativo netto (o Ebit), quando non negative.

Così, per esempio, accanto a una Fiat, a un Enel, a un Eni, che vedono crescere i rispettivi margini del 38%, del 36,7% e del 21,4%, ritroviamo aziende che continuano a perdere colpi: il Mon di Telecom diminuisce del 16%, quello di Italcementi e Pirelli di circa l'11%, quello di Luxottica del 7,6%, quello di Tenaris del 6,1%, quello di Lottomatica del 3,6%, quello di A2A del 3,3 per cento.

Aumentano i margini in modo consistente anche l'azienda di semiconduttori italo-francese ST (+27,7%), Finmeccanica (+26,3%), Buzzi Unicem (+24,4%) e Prysmian (+14,1%).

Se però analizziamo i dati singoli, scopriamo che in alcuni casi la realtà appare più complessa.

problematica. Per esempio, nel caso di Enel, l'aumento del Mon deriva quasi per intero dal consolidamento del 67% di Endesa, la cui acquisizione ne ha appesantito l'esposizione, che sfiora i 61,9 miliardi. In particolare, il contributo di Endesa al Mon di Enel, che nel primo trimestre dell'anno ha raggiunto i 2,3 miliardi, è stato di 826 milioni. In cambio, Endesa è costata a Enel 44,5 miliardi di debiti finanziari (15,7 in carico alla società spagnola e 28,8 contratti da Enel per finanziare l'operazione). A livello di fatturato, invece, Endesa contribuisce per 3,6

#### LE AZIENDE PIÙ ESPOSTE

Tra le imprese con il più alto rapporto tra indebitamento e patrimonio netto Seat, Enel, Prysmian, Fiat, Impregilo e Telecom

miliardi ai 15,1 registrati da Enel al termine del trimestre.

Nel caso di Telecom, la discesa del Mon, provocata da modifiche del quadro normativo e tariffario, si abbina a una caduta del 35% del risultato corrente.

Mentre il dato molto positivo di Fiat va maneggiato con cautela. È vero che il gruppo ha migliorato la quota di mercato in Brasile e le vendite di veicoli commerciali, ma è anche vero che l'ha peggiorata in Europa occidentale rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (anche se essa risulta aumentata sul 31 dicembre 2007). Sul mercato italiano, inoltre, la quota risulta in calo nel confronto sia col primo trimestre 2007 sia col 31 dicembre dello stesso anno.

Sono inoltre cresciuti del 35,7%, rispetto al primo trimestre 2007, gli interessi passivi del Top Industria, e del 28,5% l'indebitamento finanziario.

Il gruppo più esposto è Seat, con debiti pari al 328% del patrimonio netto. La società ha per giunta chiuso il trimestre con 60 milioni di perdita corrente. Seguono Autogrill con il 251% di debiti su patrimonio, Enel col 248%, Atlantia col 242%, Prysmian col 207%, Mondadori col 166%, Fiat e Impregilo col 164%, Lottomatica col 162%, Fastweb col 151%, Telecom Italia col 143 per cento.

I gruppi hanno inoltre tratto un sospiro di sollievo, nel primo trimestre, dalla discesa della *tax rate* (la percentuale di profitti assorbita dalle imposte, calcolata solo sulle società in utile), passato dal 38% al 33 per cento. Nella manovra finanziaria per il 2008 varata dal governo Prodi era stata prevista una revisione all'ingiù delle aliquote fiscali: la diminuzione dell'Ires dal 33% al 27,5% e dell'Irap dal 4,25% al 3,9 per cento. La Robin Tax, approvata dal governo Berlusconi su proposta del ministro dell'Economia, Giulio Tremonti, si configura pertanto come un ripristino della vecchia Ires.

**GLI AGGREGATI**

**TOP INDUSTRIA**

Ne fanno parte A2A, Atlantia, Autogrill, Bulgari, Buzzi Unicem, Enel, Eni, Fastweb, Fiat, Finmeccanica, Geox, Impregilo, Italcementi, L'Espresso, Lottomatica, Luxottica, Mediaset, Mondadori, Parmalat, Pirelli & C., Prysmian, Seat, ST, Telecom Italia, Tenaris e Terna. Dal campione è uscita Alitalia sostituita con Geox

**TOB BANCHE**

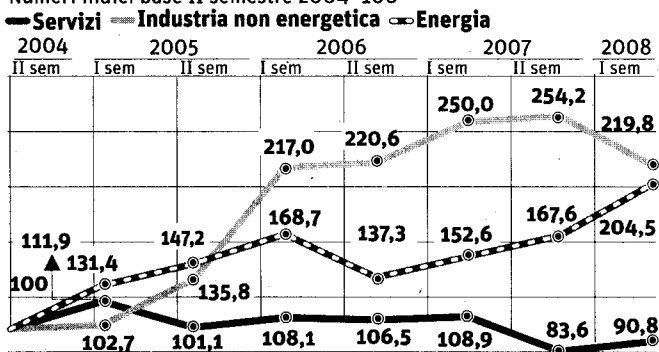
Ne fanno parte 9 gruppi rappresentativi del 60% del sistema creditizio sulla base degli impieghi a fine 2007: Intesa Sanpaolo, Banca Mps, Ubi, Banco Popolare, Banca Carige, Credito Valtellinese, Banca Popolare di Milano, Mediobanca, UniCredit.



PER SAPERNE DI PIÙ  
**R&S E MEDIOBANCA SU INTERNET**  
[www.mbres.it](http://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 marzo 2008

	Risultato corrente*		Crediti v/clienti	
	Milioni di €	Var. % su 2007	Milioni di €	Var. % su 31/12/2007
UniCredit	1.505	-49,2	589.001	2,2
Intesa SanPaolo	1.642	-17,3	361.920	1,8
Mediobanca	156	-36,6	30.496	1,9
UBI Banca	403	-3,6	92.872	0,2
BancaMps	357	-12,5	107.749	1,3
Banco Popolare	323	-26,1	85.783	1,5
Banca Carige	54	-47,6	18.247	7,2
Banca Pop Milano	106	-38,0	30.202	1,5
Credito Valtellinese	52	10,6	14.917	8,5
<b>Totale banche</b>	<b>4.598</b>	<b>-32,1</b>	<b>1.331.187</b>	<b>1,9</b>

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

**Top Industria**

Dati del I trimestre dell'anno. In milioni di euro

	2007	2008	Variaz. %
Fatturato netto	73.025	86.606	18,6
Costi di gestione	60.999	72.946	19,6
Margine operativo netto	12.026	13.660	13,6
Oneri e proventi finanziari	-985	-1.629	65,4
Risultato corrente	11.041	12.031	9,0
Saldo costi e ricavi non correnti	109	152	39,4
Imposte	-4.705	-4.870	3,5
Risultato di competenza di terzi	-406	-666	64,0
Risultato netto	6.040	6.647	10,0
Roe (punti)	17,3	18,7	1,4
	<b>Al 31/12/07</b>	<b>Al 31/3/08</b>	<b>Variaz. %</b>
Patrimonio netto azionisti	146.039	148.518	1,7
Patrimonio netto minoranze	13.018	12.822	-1,5
Debiti finanziari	186.366	184.739	-0,9
Totale capitale	345.423	346.079	0,2
Debiti finanziari/patrimonio netto (%)	117,2	114,5	-
Mezzi di terzi/Pn degli azionisti (%)	136,5	133,0	-
Liquidità	28.825	24.163	-16,2

Nota: 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

**Top Banche**

Dati del I trimestre dell'anno. In milioni di euro

	2007	2008	Variaz. %
Margine d'interesse	9.056	10.223	12,9
Commissioni nette	5.723	5.367	-6,2
Altri ricavi	2.614	-12	-100,5
Totale ricavi (margine di intermediazione)	17.393	15.578	-10,4
Costi operativi	-9.328	-9.521	2,1
Perdite su crediti	-1.290	-1.459	13,1
Risultato corrente	6.775	4.598	-32,1
Saldo altri costi e ricavi non correnti	3.130	998	-68,1
Imposte	-2.453	-1.621	-33,9
Risultato di competenze di terzi	-326	-282	-13,5
Risultato netto	7.126	3.693	-48,2
Roe (punti)	20,7	9,8	-10,9
	<b>Al 31/12/07</b>	<b>Al 31/3/08</b>	<b>Variaz. %</b>
Impieghi verso la clientela	1.306.052	1.331.187	1,9
Raccolta diretta da clientela	1.418.694	1.420.797	0,1
Raccolta indiretta da clientela*	708.129	655.008	-7,5
Patrimonio netto (inclusi terzi)	164.763	163.208	-0,9

Nota: i costi operativi comprendono personale, spese generali e ammortamenti. Il Roe è calcolato su base annua, (\*) solo risparmio gestito

**Gruppi sotto la lente**

Le società sono esposte in ordine decrescente di peso nell'indice di Borsa: situazione al 31/3/2008

	Risultato corrente *		Debiti finanziari	
	Mln di €	Var. % su 2007	Mln di €	% sul capitale netto al 31/3/08
Eni	6.464	24,5	19.930	44,7
Enel	1.707	7,8	61.888	248,5
Tenaris	448	-3,7	2.351	45,7
Telecom Italia	861	-35,0	38.827	143,0
Fiat	619	15,9	17.362	163,9
Atlantia	257	10,3	9.981	242,1
Finmeccanica	139	93,1	3.315	64,0
Luxottica	171	-18,2	2.948	116,5
A2A	215	-13,7	3.225	66,3
Mediaset	231	-6,9	1.203	40,0
ST	73	17,7	1.659	26,5
Terna	139	-11,5	2.878	123,3
Parmalat	28	-12,5	550	20,2
Lottomatica	85	0	2.667	162,0
Pirelli & C.	95	-1,0	1.711	53,7
Buzzi Unicem	95	30,1	1.304	52,8
Geox	116	4,5	34	7,8
Prysmian	136	51,1	1.087	207,4
Autogrill	3	-87,5	1.469	251,1
Italcementi	110	-20,9	2.971	65,2
Bulgari	24	-7,7	205	24,7
Fastweb	-7	n.c.	1.351	151,5
Mondadori	28	-26,3	870	166,3
Impregilo	33	-34,0	1.119	163,6
Espresso	21	-25,0	427	77,5
Seat PG	-60	n.c.	3.407	328,2
<b>Totale industriali</b>	<b>12.031</b>	<b>9,0</b>	<b>184.739</b>	<b>114,5</b>

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

**Focus.** Delle 45 società sbarcate in Borsa negli anni della bolla speculativa ne restano in vita 34

# La «new economy» non è scomparsa

**C**osa resta oggi in Borsa delle società quotate negli anni della bolla speculativa quando centinaia di migliaia di risparmiatori furono spinti ad acquistare titoli "tecnologici", accecati dall'illusione di moltiplicare il capitale nel breve periodo? Dei 45 titoli che sbarcarono al Nuovo mercato (ormai soppresso) ne sopravvive un discreto numero: 34. Ma è positivo il bilancio di quell'esperienza?

Per la Borsa lo è di certo. Probabilmente, in altre condizioni, parecchie delle società che in quella circostanza furono catapultate in Piazza Affari non avrebbero trovato l'appoggio per compiere questo passo o lo avrebbero trovato a condizioni più onerose. Per alcune di esse sarebbe stato, forse, un bene, dato che la quotazione non ne impedì il disastro.

Opengate, Gandalf, Tecnodifusione, Finmatica, Tc Sistema, Cto e Algol fallirono nel giro di qualche anno. Finmatica, dapprincipio quotata al mercato principale, fu travolta da un'inchiesta della magistratura e il suo azionista, Pier Luigi Crudele, arrestato. Parliamo di un'azienda che era arrivata a capitalizzare quanto il Monte dei Paschi e più di Capitalia e Edison. E Freedomland, anche se non fallì, fu ugualmente un fiasco; con coda giudiziaria, anche in questo caso, a carico del fondatore, Virgilio Degiovanni.

Diverso il discorso per i risparmiatori. Per loro la *new economy* è stato un bagno di sangue. L'assalto ai titoli "tecnologici" da parte dei piccoli avvenne mentre il mercato era ai massimi. E per recuperare i livelli del giugno 1999, che

Con le offerte pubbliche iniziali le 45 società del Nuovo mercato portarono all'incasso 4,738 miliardi di liquidità. E altri 3 li rastrellarono con successivi aumenti di capitale. In tutto fanno 7,7 miliardi.

Oltre un terzo di questa somma, quasi 1,7 miliardi, fu raccolta dall'allora e.Biscom - l'odierna Fastweb -, creata dal finanziere Francesco Micheli e dall'ex amministratore delegato di Omnitel e Vodafone Italia Silvio Scaglia per portare la fibra ottica a banda larga e i connessi servizi multimediali a casa dell'utente. Quell'operazione, effettuata con eccezionale tempismo, mentre la capitalizzazione di Borsa era al culmine, rimase per anni il più grande collocamento privato, superato nel maggio 2006 solo da quello della Saras, della famiglia Moratti. E oggi a conti fatti si può dire che Fastweb è stata una delle poche realtà del Nuovo mercato ad aver agito con un consistente progetto industriale. Non a caso è riuscita a raggiungere il pareggio operativo nel 2007 (anche se chiude il bilancio ancora in perdita) ed è stata oggetto di un'Opa da 3 miliardi di euro da parte dell'elvetica Swiscom: denaro ritornato nelle tasche degli investitori.

Freedomland, promettendo un servizio integrato di Internet tv e televisione interattiva, rastrellò sul mercato 346 milioni di euro. Ma l'offensiva della magistratura fece emergere l'inconsistenza dei suoi piani d'impresa. Degiovanni fu accusato di falso in prospetto per aver dichiarato decine di migliaia di abbonamenti fittizi. L'operazione andò a monte. Su quei 346 milioni raccolti in Borsa che erano ciò che restava della Freedomland lanciò poi un'Opa la Content, la quale vendette successivamente all'Eutelia.

Il 10% dei flussi netti provenienti dal mercato, pari a 3,8 miliardi, fu incassato, e bruciato, dalle sette società poi dichiarate fallite.

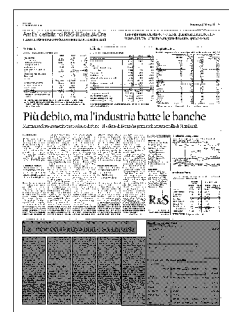
Tra le 34 imprese che riuscirono a superare indenni la momentanea ondata di euforia borsistica oggi la prima per giro d'affari è la Esprinet, che ha chiuso il 2007 con 2,4 miliardi di fatturato, 67 di margine operativo netto e 31,4 di utile. L'azienda, attiva nel settore della rivendita di personal computer, occupa 1.134 dipendenti ed è tra l'altro uno dei primi operatori

sul mercato spagnolo. Al secondo posto troviamo Fastweb, con 1,4 miliardi di ricavi, 13,4 milioni di margine e una perdita netta di 125 milioni. In terza posizione spicca Tiscali, fondata da Renato Soru, oggi presidente della Regione Sar-

## BILANCIO

Tra le società dell'ex Nuovo mercato Esprinet è prima per fatturato e Fastweb è in pareggio operativo

segnò lo sbarco in Borsa della prima società del Nuovo mercato, Piazza Affari ha impiegato nove anni. Nel frattempo, quel poco che è arrivato nelle tasche dei risparmiatori è venuto dai dividendi: 693 milioni. Ma 17 delle 45 imprese non hanno mai distribuito un centesimo.



degna, con 911 milioni di fatturato, che però non ha mai raggiunto il pareggio operativo. Seguono Cdc e Eutelia. La prima ha un fatturato di 470 milioni e ha chiuso il 2007 in sostanziale pareggio. La seconda, a fronte di 449 milioni di ricavi, registra una perdita operativa e chiude il bilancio in "rosso". Le rimanenti realizzano nel loro insieme un giro d'affari di quasi 3,2 miliardi, un margine operativo di 247 milioni e un utile netto di 97.

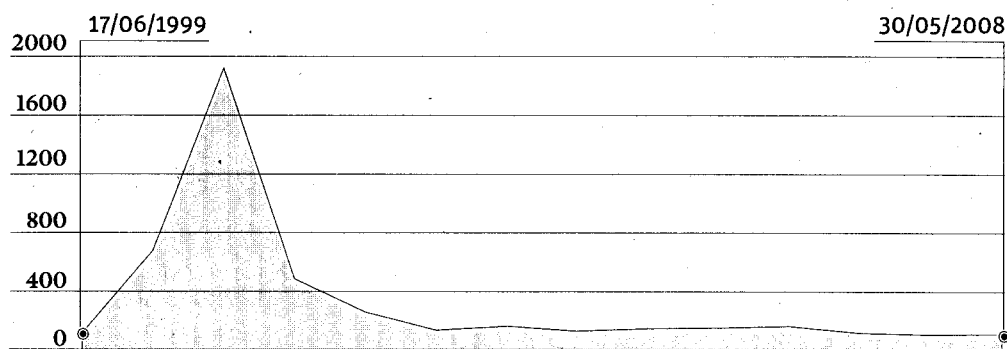
Due aziende, Biosearch Italia e Novuspharma, si sono rivelate interessanti nel campo della ricerca biotecnologica. La prima è stata incorporata da Vicuron a sua volta acquisita nel 2005 dal colosso farmaceutico Pfizer. La seconda è stata fusa nella Cell Therapeutics.

Tra le imprese emerse dal Nuovo mercato non va trascurata la Cairo Communication, da cui è nato in questi anni un dinamico gruppo editoriale, e la Replay, che costituisce un apprezzato fornitore di servizi informatici, presente anche in Germania.

Oltre a Tiscali e Eutelia, sono tutt'oggi in perdita operativa Fullsix, Chl, Mondo Tv, Data Service, Kaitech, Poligrafica San Faustino e Retelit.

## Quotazioni sulle montagne russe

Indice dei corsi di Borsa; 17 giugno 1999= 100



## I mezzi raccolti e quelli resi agli investitori

In migliaia di euro

	Data Ipo	Raccolta Ipo	Aumenti di capitale	Dividendi	Opa	Saldo
		a	b	c	d	(a+b-c-d)
Fastweb (ex E. Biscom)	III-00	1.684.336	1.099.958	353.452	3.002.451	-571.609
Eutelia (ex Nts, ex Freedomland)	IV-00	346.411	-	-	163.251	183.160
Datamat	X-00	203.154	6.057	17.612	111.006	80.593
Novuspharma	XI-00	200.000	-	-	-	200.000
Bioserch Italia	VII-00	184.748	-	-	-	184.748
Altri		2.119.815	1.905.460	321.757	30.280	3.673.238
<b>Totale</b>		<b>4.738.464</b>	<b>3.011.475</b>	<b>692.821</b>	<b>3.306.988</b>	<b>3.750.130</b>

G.O.