

Analisi dei bilanci R&S-Il Sole 24 Ore

I CONTI AL 31 MARZO 2009 DEI GRANDI GRUPPI QUOTATI

La crisi abbatte i margini dell'industria

L'Ebit delle imprese cade del 26,5% e l'utile netto si riduce del 30% - Le banche aumentano gli incagli

La posizione finanziaria. L'indebitamento complessivo del campione sale dell'8% rispetto al primo trimestre 2008

CONTROCORRENTE

Geox, Tenaris, Lottomatica, Campari e Telecom Italia tra le aziende con il miglior rapporto tra redditività e ricavi

I SEGNI DELLA RECESSIONE

I nove maggiori gruppi bancari registrano nel loro insieme un rialzo del 125% delle perdite su crediti

di Giuseppe Oddo

La recessione avanza come un rullo compressore e abbatte i margini e gli utili delle imprese. Le maggiori società quotate, comprese nel Top Industria, chiudono il primo trimestre dell'anno con un calo di fatturato (su base omogenea) del 13% rispetto allo stesso periodo del 2008, a 78,3 miliardi di euro. In particolare, crollano del 33% i ricavi di StMicroelectronics, del 25% quelli di Fiat, del 24,5% quelli di Buzzi Unicem, di oltre il 23% quelli di Prysmian e Bulgari e del 20% quelli di Eni. Tra le società che invece aumentano le vendite spiccano Lottomatica (+30%), Impregilo (+25%) e A2A (+11%).

Cade del 26,5% anche il margine operativo netto (Ebit nel gergo degli analisti finanziari). A livello dei singoli gruppi assistiamo in certi casi a veri e propri tracolli. Fiat passa da +766 milio-

ni di Mon nel primo trimestre dello scorso anno a -48 milioni nel primo trimestre 2009. Si virava bruscamente da +71 a -253 milioni. Precipitano in rosso Buzzi Unicem e Bulgari, la prima con -12 milioni contro +102 nel 2008 e la seconda con -24 contro +22. Si riduce quasi a zero il margine di Cir (-91%), che controlla L'Espresso; scende in picchiata quello di Mondadori (-69%); perdono quota quelli di Pirelli (-59%), Italcementi (-56,5%), Mediaset (-46%) ed

Eni (-39%), mentre sale dell'84% il margine di Finmeccanica, del 44% quello di Parmalat e del 26% quello di Enel.

Ancora più indicativo è il rapporto tra Mon e fatturato: molto elevato per i grandi monopoli naturali come Terna (55%) e Atlantia (45%); inferiore ma consistente per Geox (30%), Tenaris (28%), Lottomatica (27%), Campari (23%) e Telecom Italia (20%); contenuto nei casi di Enel (18%) ed Eni (16%); debole per Mediaset (14,5%), A2A (14%), Luxottica (12%), Prysmian (8%) e Finmeccanica (6%).

Il peggioramento del saldo tra oneri e interessi finanziari dell'aggregato provoca un calo del 35% del risultato corrente e del 30% dell'utile netto.

L'indebitamento complessivo sale di quasi l'8% rispetto al primo trimestre 2008, a quota 197 miliardi, ed è sostanzialmente stabile rispetto al 31 dicembre.

Tra gennaio e marzo cresce invece di 2 miliardi il debito finanziario totale di Fiat, che sfiora i 23,4 miliardi. L'incremento deriva per 1,1 miliardi da una maggiore esposizione verso le banche, per 400 milioni da maggiori anticipazioni su cessazioni di crediti e per 500 milioni dall'effetto cambi. Nei suoi documenti Fiat espone una posizione finanziaria netta negativa di quasi 18,8 miliardi detrando dal totale alcune voci tra cui oltre 5 miliardi di "disponibilità e mezzi equivalenti".

Nel frattempo la casa torinese ha ricevuto il 20% di Chrysler Group, a cui la società di Detroit ha ceduto le proprie attività in base alla legge fallimentare Usa. Fiat ha diritto a un ulteriore 15% al raggiungimento di determinati obiettivi industriali e di vendita e ha un'opzione su un altro 16% che potrà esercitare tra gennaio e giugno 2013 dopo aver rimborsato tutti i prestiti sottoscritti dal Tesoro Usa. La rimanente quota di Chrysler è ripartita tra il fondo Veba (Voluntary employee benefit association) per il 55% e i governi americano e canadese per il restante 10 per cento.

La società dell'aggregato con la più alta percentuale di debiti

sul capitale netto (debt-equity) è Autogrill (476%), seguita da Atlantia (254%), Fiat (221%), Enel (213%), Prysmian (200%), Terna (190%), Lottomatica (162%), Telecom Italia (159%), Luxottica (118%) e Finmeccanica (92%). La società meno esposta è Geox, con un debt-equity inferiore

all'8 per cento.

Gli attivi immateriali rappresentano il 441% del patrimonio netto di Autogrill, mentre per Lottomatica, Telecom e Mondadori costituiscono rispettivamente il 230%, il 186% e il 184 per cento.

Il calo di redditività è forte anche per i primi nove gruppi creditizi, che formano il Top Banche. Questi presentano a livello aggregato un calo di valore delle commissioni del 21%, per le minori provvigioni del risparmio gestito e amministrato; calo compensato da un'impennata degli altri ricavi del 570%, pari a 700 milioni di euro. Il grosso dell'incremento (600 milioni) è attribuibile a UniCredit ed è rappresentato da utili da negoziazione di Borsa, da operazioni di copertura e da valutazione al fair value di titoli e contratti derivati.

L'aggravarsi della recessione emerge anche dal comparto bancario, che mostra nel primo trimestre 2009 un forte peggioramento delle perdite su crediti: +125%, pari a una crescita di 1,8 miliardi rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. An-

che in questo caso la maggior parte dell'aumento (986 milioni) è imputabile al gruppo UniCredit e una quota non meno importante (421 milioni) al gruppo Intesa Sanpaolo.



Top Banche

I risultati dei primi tre mesi. Dati in milioni di euro

	2008	2009	Variazione %
Margine d'interesse	10.373	10.364	-0,1
Commissioni nette	5.483	4.344	-20,8
Altri ricavi	132	884	569,7
Totale ricavi (margine di intermediazione)	15.988	15.592	-2,5
Costi operativi	-9.806	-9.250	-5,7
Perdite su crediti	-1.433	-3.222	124,8
Risultato corrente	4.749	3.120	-34,3
Saldo altri costi e ricavi non correnti	891	-85	109,5
Imposte	-1.617	-768	-52,5
Risultato di competenza di terzi	-291	-118	-59,5
Risultato netto	3.732	2.149	-42,4
Roe (punti)	9,9	5,6	-4,3
	Al 31/12/08	Al 31/3/09	Variazione %
Impieghi verso la clientela	1.442.085	1.421.928	-1,4
Raccolta diretta da clientela	1.476.486	1.465.370	-0,8
Raccolta indiretta da clientela *	529.291	521.726	-1,4
Patrimonio netto (inclusi terzi)	160.504	163.261	1,7

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

Il peggioramento è dovuto all'aumento degli incagli sul totale dei crediti deteriorati tra il dicembre 2008 e il marzo 2009. Lo stock dei crediti deteriorati al termine del primo trimestre è di 52,4 miliardi, 5 in più di fine 2008. L'incremento è determinato per 2 miliardi da UniCredit e per un miliardo a testa da Intesa Sanpaolo e Monte dei Paschi di Siena (Mps).

I crediti deteriorati dell'aggregato al 31 marzo 2009 sono il 3,7% di quelli totali alla clientela, a fronte del 2,7% nello stesso periodo dell'anno precedente e del 3,3% al 31 dicembre. Nel caso di Mps essi ammontano al 5,8% e a quasi il 55% dei mezzi propri, mentre in quello di Banco Popolare incidono per il 5,2% e per il 41% dei mezzi propri.

La caduta del 34% del risultato corrente (prima delle operazioni straordinarie e delle imposte) e il crollo del 42% dell'utile netto aggregato sono dovuti proprio al forte aumento delle perdite su crediti. La contrazione dei profitti è pesante per tutti gli istituti, ad eccezione di Banca Carige, Popolare di Milano e IMps.

<http://oddo.blog.ilssole24ore.com>

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Aziende sotto la lente

Le società sono esposte in ordine decrescente di peso nell'indice di Borsa: situazione al 31/3/09

	Risultato corrente*		Debiti finanziari	
	Mln di €	Var. % 2008	Mln di €	% sul capitale netto al 31/3/09
Eni	3.922	-39,3	18.800	36,1
Enel	1.961	24,0	59.672	213,3
Telecom Italia	783	-5,2	42.908	158,6
Tenaris	448	-15,8	2.123	31,6
Atlantia	221	-14,3	10.307	253,7
Fiat	-279	n.c.	23.372	220,7
Finmeccanica	186	36,8	5.818	92,2
Luxottica	128	-25,1	3.190	118,2
Terna	146	3,5	4.277	190,0
Mediaset	113	-51,1	1.472	52,1
A2A	209	4,0	3.504	73,6
STMicroelectronics	-426	n.c.	1.990	29,6
Parmalat	38	35,7	508	16,8
Lottomatica	125	47,1	2.859	162,3
Buzzi Unicem	-45	n.c.	1.526	56,6
Davide Campari	39	5,4	486	49,1
Prismian	128	-5,9	1.079	199,8
Italcementi	36	-68,1	3.386	72,8
Geox	113	-2,6	39	7,9
Autogrill	-3	n.c.	2.522	475,8
Bulgari	-32	n.c.	340	42,9
Pirelli & C.	13	-87,9	2.329	101,2
Impregilo	50	51,5	970	113,2
CIR	34	-46,0	2.934	141,7
Arnoldo Mondadori Editore	2	-92,9	800	158,7
Totale industriali	7.910	-34,7	197.211	112,6

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

GLI AGGREGATI

Top Industria

■ Ne fanno parte A2A, Atlantia, Autogrill, Bulgari, Buzzi Unicem, Campari, Cir, Enel, Eni, Fiat, Finmeccanica, Geox, Impregilo, Italcementi, Lottomatica, Luxottica, Mediaset, Mondadori, Parmalat, Pirelli & C., Prysmian, StMicroelectronics, Telecom Italia, Tenaris e Terna. Rispetto al precedente campione sono uscite Fastweb, L'Espresso e Seat e al loro posto sono entrate Cira e Campari.

Top Banche

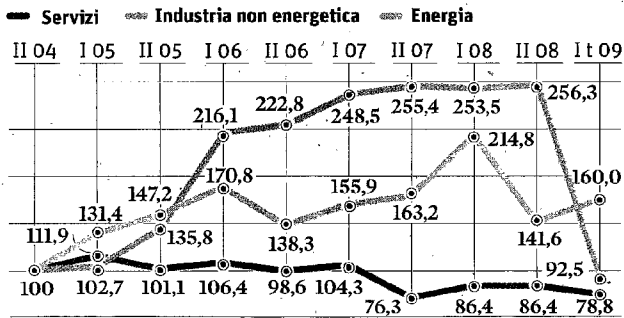
■ Ne fanno parte Banca Popolare di Milano, Banco Popolare, Carige, Credito Valtellinese, Intesa Sanpaolo, Mediobanca, Mps, Ubi, UniCredit



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 marzo 2009

	Risultato corrente*		Crediti v/clienti	
	Milioni di €	Var. % su 2008	Milioni di €	Var. % su 31/12/08
Intesa SanPaolo	1.634	-37,6	387.486	-1,9
UniCredit	1.596	-36,0	600.672	-1,9
BancaMps	377	-26,0	144.708	-0,4
UBI Banca	345	-40,9	96.892	0,5
Mediobanca	158	-78,5	39.596	0,3
Banca Carige	55	3,6	20.496	-2,0
Banco Popolare	424	-22,4	81.713	0,8
Banca Pop MI	108	16,7	31.556	-4,1
Credito Valtellinese	52	-5,8	18.809	2,4
Totale banche	4.749	-34,3	1.421.928	-1,4

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

Top Industria

I risultati dei primi tre mesi. **Dati in milioni di euro**

	2008	2009	Variazione %
Fatturato netto	87.742	78.343	-10,7
Costi di gestione	74.101	68.312	-7,8
Margine operativo netto	13.641	10.031	-26,5
Oneri e proventi finanziari	-1.524	-2.121	39,2
Risultato corrente	12.117	7.910	-34,7
Saldo costi e ricavi non correnti	170	1.089	540,6
Imposte	-4.891	-3.822	-21,9
Risultato di competenza di terzi	-669	-477	-28,7
Risultato netto	6.727	4.700	-30,1
Roe (punti)	18,7	12,2	-6,5
	Al 31/12/08	Al 31/3/09	Variazione %
Patrimonio netto degli azionisti	152.236	158.542	4,1
Patrimonio netto delle minoranze	16.515	16.654	0,8
Debiti finanziari	198.013	197.211	-0,4
Totale capitale	366.764	372.407	1,5
Debiti finanziari/Patrimonio netto in %	117,3	112,6	
Mezzi di terzi/PN degli azionisti in %	140,9	134,9	
Liquidità	27.522	25.190	-8,5

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. I giganti del settore hanno una vita utile delle riserve sempre più breve

Major del petrolio poco longeve

La ricerca

Spese di esplorazione in % del fatturato upstream

	2008		2008
Murphy Oil	8,2	Pemex	2,8
Hess	7,2	Occidental Petroleum	2,2
Omv	6,6	Rosneft	2,0
Eni	5,8	Lukoil	1,8
StatoilHydro	5,5	Total	1,5
Encana	4,3	ConocoPhillips	1,5
PetroChina	3,5	Chevron	1,4
Petrobras	3,3	ExxonMobil	1,4
Royal Dutch Shell	3,1	Marathon Oil	1,3
Cnooc	3,1	Bp	1,0
		Media	2,6

Il dividend yield

Dividendo in % della capitalizzazione

	2008		2008
Petrobras	11,7	Marathon Oil	3,5
Royal Dutch Shell	7,5	Encana	3,5
Bp	7,3	Chevron	3,4
Eni	7,0	PetroChina	3,1
Repsol Ypf	7,0	Petro-Canada	3,0
StatoilHydro	6,3	Gazprom	2,4
Lukoil	5,5	Occidental Petroleum	2,0
Cnooc	5,5	ExxonMobil	2,0
Total	5,4	Murphy Oil	2,0
Omv	5,3	Rosneft	1,6
ConocoPhillips	3,7	Hess	0,7
		Media	4,3

Lunga vita a Gazprom

Vita utile delle riserve di greggio e gas naturale (anni)

Gazprom (1)	53,1
Lukoil (1)	42,6
Gazprom (2)	33,6
PetroChina (3)	29,6
Rosneft (3)	26,3
Royal Dutch Shell (3)	25,8
Lukoil (2)	20,6
ConocoPhillips (3)	19,4
Bp (1)	14,9
Occidental Petroleum (3)	13,4
Cnooc (3)	13,0
Petrobras (3)	12,7
Total (3)	12,2
Bp (2)	11,8
Eni (3)	10,1
Chevron (3)	9,7
ExxonMobil (3)	9,0
StatoilHydro (3)	7,9

Note: (1) gas (2) greggio (3) greggio+gas

LA CONTESA DEL BARILE

Per Total, Eni, Chevron, ExxonMobil e StatoilHydro la durata residua oscilla tra 12 e 8 anni contro i 26 di Shell e i 53 di Gazprom nel gas

La discesa della domanda mondiale di petrolio cominciata nel secondo semestre dello scorso anno e il contestuale crollo dei prezzi degli idrocarburi hanno interrotto, dopo un quinquennio di profitti, la crescita economica delle società del settore. Le imprese hanno dovuto adeguare il valore delle riserve, degli avviamenti e delle partecipazioni alle nuove quotazioni del greg-

gio, affrontando pesanti svalutazioni. I primi risultati negativi sono emersi nel quarto trimestre 2008 con la statunitense ConocoPhillips in "rosso" per quasi 23 miliardi di euro, in cima a una lista di altre dodici società in perdita tra cui la messicana Pemex con -6 miliardi, l'inglese Bp con -2,4 miliardi, l'anglo-olandese Royal Dutch con -2 miliardi e la russa Lukoil (partecipata al 20% da ConocoPhillips) con -1,2 miliardi.

Nel primo trimestre 2009 le società in "rosso" sono rimaste tre: Pemex con -1,4 miliardi, la statunitense Hess con -42 milioni e Petro-Canada con -28 milioni. Ma un ciclo sembra essersi comunque chiuso. La domanda di greg-

gio è calata del 3,6% anche tra gennaio e marzo di quest'anno, con un'estrazione giornaliera di 84 milioni di barili contro il picco di produzione di oltre 87 milioni del quarto trimestre 2007.

Dietro gli Usa, che hanno mantenuto nel primo trimestre la posizione di primo paese consumatore con quasi 19 milioni di barili al giorno, gli Stati che "bruciano" più petrolio sono Cina (7,6 milioni di barili), Giappone (4,7), India (3,3) e Germania (2,5). L'Italia, con 1,6 milioni di barili, è molto staccata da questo gruppo di testa. Sul versante dell'offerta, invece, il 39% della produzione mondiale viene da paesi Opec come

Arabia Saudita, Iran, Iraq, Emirati, Venezuela e Kuwait, il 12% dalla Russia, il 9% dagli Usa, il 4,4% dalla Cina, il 4% dal Canada, il 3,6% dal Messico, il 3% a testa da Brasile e Norvegia e il 2% dalla Gran Bretagna.

Il campione di R&S compren-



de 23 compagnie integrate. Sono escluse, per assenza o insufficienza di dati, Saudi Aramco, l'irania Naic, Kuwait Petroleum, Pétroleos de Venezuela, la malese Petronas, l'algerina Sonatrach, la cinese Sinochem, la spagnola Cepsa, l'indiana Ongc e la russa Surgutneftegas.

Nonostante il settore si caratterizzi per una notevole solidità, la struttura patrimoniale delle aziende è andata deteriorandosi essenzialmente per l'aumento dei debiti. La compagnia più solida è la statunitense ExxonMobil, con un capitale netto dodici volte più grande dell'esposizione finanziaria, seguita da Occidental (anch'essa Usa), il cui capitale netto supera di dieci volte l'indebitamento. Ben patrimonializzate sono anche le altre due statunitensi Chevron e Murphy, la cinese PetroChina, Royal Dutch Shell e Lukoil, con un rapporto capitale netto-debiti finanziari compreso tra sette e quattro volte e mezzo.

ExxonMobil è anche la compagnia con maggiori mezzi liquidi, pari a oltre due volte e mezzo i debiti finanziari, seguita da Murphy e Chevron, mentre all'opposto si collocano ConocoPhillips, la canadese Enca, la russa Rosneft e l'italiana Eni, che hanno una liquidità inferiore al 10% dei debiti.

Pur essendo la più solida a livello patrimoniale, ExxonMobil lo è relativamente meno se la si osserva dall'angolo della durata delle riserve. Agli attuali ritmi di produzione, senza rimpiazzare con nuove riserve il greggio e il gas estratti, la supermajor americana esaurirebbe tutti i suoi giacimenti in nove anni. Ma questo è un problema comune alla maggior parte delle società (grafico a destra). La vita utile delle riserve della norvegese StatoilHydro è di poco meno di 8 anni, quella di Chevron di poco meno di dieci, quella di Eni di poco più di dieci, quella di Bp limitatamente al petrolio non raggiunge i 12 anni, mentre la stessa Bp nell'estrazione di gas naturale ha

una vita residua di quasi 15 anni.

La società in assoluto più longeva a livello di riserve è la russa Gazprom: 53 anni nel gas e oltre 33 nel petrolio. Un'altra azienda russa, Lukoil, occupa il secondo posto, con oltre 42 anni nel gas e più di 20 nel petrolio. E appena dopo ritroviamo PetroChina, la cui vita utile negli idrocarburi (petrolio e gas) supera i 29 anni. L'unica società occidentale in grado di competere su questo terreno è Royal Dutch Shell, che sfiora i 26 anni.

L'aumento della vita residua delle riserve è la scommessa più grande delle major, in grado di determinarne il futuro o il declino. Il grosso delle riserve si trova in Stati mediorientali chiusi alle società occidentali o a profondità marine quasi inaccessibili oppure nelle sabbie bituminose del Canada e del Venezuela, sotto i ghiacci della Siberia occidentale, nelle acque poco profonde del Caspio, insomma dove i costi di produzione e trasporto sono spesso proibitivi e diventano convenienti a mano a mano che il prezzo del petrolio sale. Ciò spiega la corsa delle major all'Iraq, i cui costi di produzione sono molto competitivi.

Per garantirsi un futuro, accanto alle acquisizioni di società e giacimenti, bisogna spingere sulla ricerca. E qui spuntano le sorprese. La società che nel 2008 ha investito di più in esplorazione è Murphy, che ha speso l'8,2% del suo fatturato *upstream*, seguita da Hess (7,2%) e dall'austriaca Omv (6,6%). Eni si colloca al quarto posto, con il 5,8%, e al quinto ritroviamo StatoilHydro, con il 5,5 per cento. I giganti sono nella parte bassa della graduatoria. In nona posizione con il 3,1% c'è Royal Dutch Shell; la francese Total è quindicesima con l'1,5%, a pari merito con ConocoPhillips; sedicesima è Chevron con l'1,4%, insieme con ExxonMobil; e Bp con l'1% è il fanalino di coda.

G.O.

© RIPRODUZIONE RISERVATA