

## MEDIOBANCA-R&S

# Dopo tre trimestri l'industria frena

Giuseppe Oddo ▶ pagina 44

Tra le imprese con i più alti margini operativi figurano Eni, Enel, Aem e ST

L'indebitamento finanziario complessivo diminuisce del 4,5% a 138 miliardi di euro

# L'industria riduce gli utili

Al calo del risultato aggregato ha contribuito la perdita della Pirelli

### Istituti a confronto

Le società sono esposte in ordine decrescente di peso nell'indice di Borsa, situazione al 30/09/2006

	Risultato corrente *		Crediti v/clienti	
	Milioni di €	Var. % sul 2005	Milioni di €	Var. % su 31/12/05
UniCredit	5.829	27,2	429.584	0,7
Intesa	3.187	11,7	179.254	5,8
SanpaoloImi	2.558	17,8	150.184	7,7
Capitalia	915	-20,8	92.980	12,9
Mediobanca	783	13,2	22.810	4,8
BancaMps	1.099	14,4	88.791	6,3
Bp Verona Novara	833	20,7	46.507	15,7
Bpu	683	- 8,2	49.798	4,9
Banca Popolare Italiana	221	34,8	27.816	-0,5
Banca Lombarda	453	28,7	29.954	6,1
Banca Pop Mi	422	34,0	25.899	14,7
<b>Totale banche</b>	<b>16.983</b>	<b>16,6</b>	<b>1.143.577</b>	<b>5,0</b>

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

### CAMPIONI DI GUADAGNO

Nella classifica per redditività brillano Terna, Autostrade, Tenaris, Mediaset, Telecom ed Enel

di Giuseppe Oddo

**P**rofiti in discesa nei nove mesi del 2006. I gruppi del Top Industria (scheda a destra) hanno registrato in questo periodo un risultato netto aggregato di 16,1 miliardi di euro contro i 17,2 miliardi dell'anno precedente. La contrazione è derivata dal calo di utili di società, come la Fiat, che hanno dimezzato i profitti, ma soprattutto dal risultato negativo della Pirelli, che ha chiuso il rendiconto dei nove mesi in forte perdita con un passivo di quasi 1,5 miliar-

di contro i 300 milioni di utile dell'anno prima.

A mandare in "rosso" la società della Bicocca è stata la Telecom, che Pirelli controlla attraverso la finanziaria Olimpia. O meglio sono state le quotazioni di Borsa di Telecom, il cui titolo ristagna tra 2,2 e 2,3 euro mentre nel bilancio di Olimpia è iscritto al costo di 4,2 euro. Questa accentuata divergenza di valori — tra costo storico dell'azione Telecom e prezzo di mercato — ha obbligato Pirelli a svalutare il possesso di Olimpia, riducendo a 3 euro il valore di carico dell'azione Telecom. Il risultato di questa svalutazione si è tradotto in una pesante minusvalenza, di 2,1 miliardi, che ha mandato in perdita il conto economico consolidato del gruppo tuttora presieduto da Marco Tronchetti Provera.

La stessa Telecom, peraltro,

ha accusato un calo del margine operativo netto (Mon o Ebit), già emerso nei primi due trimestri del 2006. Nei nove mesi dell'anno questo calo è stato del 6,6%, pari a 390 milioni in valore assoluto. E anche se il fatto, nell'immediato, non desta preoccupazione, perché i margini di Telecom restano comunque robusti, esso è però un segno tangibile dell'accresciuta concorrenza nel settore.

Telecom segnala che la causa dell'erosione del margine vada ricercata nell'incremento degli ammortamenti, vale a dire nei maggiori investimenti effettuati dalla società nel periodo gennaio-settembre 2006, anche se i dati di R&S li indicano in poco più che stazionari ed evidenziano un calo del 10% (a 2 miliardi) degli investimenti in beni tangibili.

Sta di fatto che, nei nove mesi,

i conti del Top Industria hanno risentito di una sorta di effetto Telecom, che ne ha condizionato i risultati.

Altri gruppi, invece, mostrano andamenti di segno contrario. Eni in primo luogo, che si conferma la società più brillante a livello economico-finanziario. Ma anche Enel, Tenaris, Aem e St, i cui margini hanno registrato, negli stessi nove mesi, aumenti significativi, confermando la tendenza alla crescita già emersa a partire dal primo trimestre.



Il margine è aumentato anche per Fiat, ma a un livello ancora insoddisfacente, pari al 3,7% del giro d'affari.

L'unica nota negativa è quella di Alitalia, passata da un margine positivo di 44 milioni a una perdita operativa netta di 41 mi-

lioni nel solo terzo trimestre 2006 (focus in basso).

Le società industriali più redditizie sono quelle che gestiscono attività in monopolio o che occupano posizioni di mercato oligopolistiche o comunque dominanti. Per esempio, il Mon di Austrotrade e Terna (quest'ultima è proprietaria della rete elettrica nazionale) è pari rispettivamente al 55% e al 60% dei loro ricavi. Il Mon di Tenaris è pari al 35% del suo fatturato, mentre quello di Mediaset è inferiore, ma pur sempre del 28 per cento. Lo stesso rapporto, nei casi di Eni e Telecom, è del 24%, mentre nel caso dell'Enel scende al 16 per cento.

Nella parte bassa della classifica, accanto a Fiat, ritroviamo Pirelli, St e Finmeccanica, con un rapporto Mon-fatturato, nei nove mesi, rispettivamente dell'8,3%, del 7,7% e del 5,3 per cento.

È migliorata nel contempo la situazione debitoria del Top Industria. L'indebitamento totale dell'aggregato è sceso nei nove mesi del 4,5%, a 138 miliardi. E sono diminuiti di quasi il 16% gli interessi passivi nonostante l'incremento del costo del denaro. L'Euribor a tre mesi è infatti salito dal 2,13% dei nove mesi del 2005 al 2,91% dei nove mesi del 2006. Evidentemente le grandi imprese sono "coperte" contro il rischio di aumento dei tassi.

Il gruppo che ha ridotto di più l'indebitamento finanziario totale è Fiat (-4,4 miliardi), seguita

da Telecom (-4 miliardi) ed Eni (-2 miliardi). Ma a differenza di Eni, la cui esposizione complessiva rappresenta appena il 26% del suo patrimonio netto, Telecom e Fiat hanno un carico di debiti ancora pesante — nell'ordine, 47.945 milioni e 21.391 milioni — e accusano una diminuzione di liquidità.

Il settore del credito, in compenso, sembra godere di buona salute. Gli undici istituti del Top Banche (scheda a destra) hanno chiuso il rendiconto aggregato dei nove mesi con un utile netto totale di 12,3 miliardi, con un incremento del 27 per cento.

A questo risultato ha sostanzialmente contribuito l'incremento del 7,5% del margine d'intermediazione, cresciuto

### L'AVANZATA DEL CREDITO

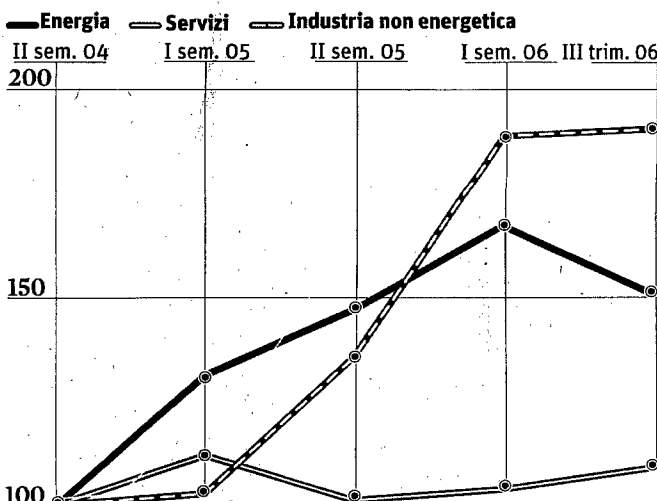
**Le banche aumentano i profitti del 27% con margine d'interesse e commissioni nette in forte crescita**

soprattutto per l'aumento del margine d'interesse (+7,6%) e delle commissioni nette (+6,6%), e l'esplosione delle operazioni straordinarie per un totale di 1,4 miliardi.

Popolare di Milano, Capitalia e Banco Popolare di Verona e Novara hanno registrato un balzo del margine d'interesse (+17% la prima, +14% la seconda, +10% la terza). L'istituto che ha totalizzato il maggior incremento percentuale di commissioni è invece UniCredit: la banca che ha inglobato la tedesca HypoVereins ha incassato 700 milioni di proventi in più, rispetto allo stesso periodo del 2005, soprattutto per commis-

## Gli effetti della congiuntura

Andamento del margine operativo netto (Ebit) del Top industria; numeri indici, base II semestre 2004=100



.....

.....

sioni su fondi comuni.

Di più difficile valutazione, invece, il fenomeno delle perdite su crediti per il loro andamento altalenante nel corso

dei nove mesi. Esse sono aumentate del 13% nel primo trimestre, diminuite del 13,3% nel secondo e ritornate a crescere del 28,3% nel terzo, con un aumento medio del 7,4% nel periodo gennaio-settembre.

L'UniCredit, che con 1,8 miliardi di perdite su crediti rappresenta circa il 50% della somma complessivamente stanziata dagli undici istituti, ha iscritto a questo voce 200 milioni di euro in più. Le rettifiche di bilancio hanno coinvolto l'area *retail* delle componenti italiana ed austriaca della banca. La componente tedesca, invece, le ha ridotte lievemente per la favorevole situazione dell'attività *corporate*.

Tra gli istituti che hanno attuato operazioni straordinarie per importi rilevanti, Capitalia ha contabilizzato 300 milioni di proventi dalla vendita delle partecipazioni in Generali, Mediobanca, Fiat e Fineco Assicurazioni; Mediobanca ha segnato utili per 155 milioni in gran parte sulla cessione della quota nella Ferrari, e UniCredit un miliardo dalla dismissione di Splitska Banka e zS Banca.

I crediti deteriorati del Top Banche hanno superato al 30 settembre 2006 i 39 miliardi di euro, rappresentando il 3,4% dei crediti totali verso la clientela. Erano 42 miliardi il 31 dicembre 2005.

Capitalia resta la banca più esposta, con crediti deteriorati in discesa ma pur sempre pari al 6,2% di quelli totali alla clientela.

## Top Industria

I risultati dei nove mesi, dati in milioni di €

	2005	2006	Variazione %
Fatturato netto	178.477	210.138	17,7
Costi di gestione	148.461	174.644	17,6
Margine operativo netto	30.016	35.494	18,3
Oneri e proventi finanziari	-3.755	-2.878	-23,4
Risultato corrente	26.261	32.616	24,2
Saldo altri costi e ricavi	3.161	-1.928	n.c.
Imposte	-12.173	-14.558	19,6
Risultato netto	17.249	16.130	-6,5
ROE (punti)	20,6	17,8	-2,8
	<b>al 31/12/05</b>	<b>al 30/09/06</b>	<b>Variazione %</b>
Patrimonio netto degli azionisti	132.381	136.816	3,4
Patrimonio netto delle minoranze	9.625	9.725	1,0
Debiti finanziari	144.652	138.094	-4,5
Totale capitale	286.658	284.635	-0,7
Debiti finanziari/Patrimonio netto in %	101,9	94,2	-
Mezzi di terzi/PN degli azionisti in %	116,5	108,0	-
Liquidità	26.413	27.467	4,0

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

## Gruppi sotto la lente

Le società sono esposte in ordine decrescente di peso nell'indice di Borsa; situazione al 30 settembre 2006

	Risultato corrente*		Debiti finanziari	
	Milioni di €	Var. % sul 2005	Milioni di €	% su capitale netto al 30/09/06
Eni	16.394	25,9	11.006	26,0
Enel	4.035	14,6	14.131	76,4
Telecom Italia	3.751	-6,6	47.945	181,1
Tenaris	1.641	51,0	691	17,3
Fiat	1.101	n.c.	21.391	223,1
Autostrade	942	9,8	9.609	249,1
St	501	247,9	1.531	20,8
Luxottica	529	26,9	1.701	79,8
Mediaset	726	-13,1	1.035	37,6
Finmeccanica	346	12,3	2.964	59,9
Parmalat	n.d.	n.d.	723	n.d.
Terna	509	36,8	2.301	117,8
Lottomatica	87	-53,7	2.950	151,7
Aem	474	170,9	5.762	143,0
Pirelli & C.	395	-8,4	2.863	64,7
Italcementi	740	34,5	2.770	60,8
Autogrill	228	5,1	1.012	183,3
Seat Pg	165	-17,5	3.584	362,0
Bulgari	94	49,2	178	26,0
Fastweb	-104	n.c.	791	57,1
A. Mondadori Editore	130	-7,1	920	204,0
G. Editoriale L'Espresso	101	-13,7	460	85,8
Alitalia	n.d.	n.d.	1.776	n.d.
Totale industriali	32.616	24,2	138.094	94,2

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

## L'AGGREGATO

### TOP INDUSTRIA

■ Aem, Alitalia, Autogrill, Arnoldo Mondadori Editore, Autostrade, Bulgari, Enel, Eni, Fastweb, Fiat, Finmeccanica, Gruppo Editoriale L'Espresso, Italcementi, Lottomatica, Luxottica, Mediaset, Parmalat, Pirelli, Seat-Pagine Gialle, ST, Telecom Italia, Tenaris, Terna.

### TOP BANCHE

■ Banca Intesa, Banca Lombarda, Banca Popolare Italiana, Banca Popolare di Milano, Banche Popolari Unite (Bpu), Banco Popolare di Verona e Novara (Bpvn), Capitalia, Mediobanca, Monte dei Paschi di Siena (Mps), Sanpaolo-Imi, Unicredito Italiano.

**R&S**

## Top Banche

Il risultato dei nove mesi del 2006, dati in milioni di €

	2005	2006	Variazione %
Margine d'interesse	22.814	24.551	7,6
Commissioni nette	15.563	16.589	6,6
Altri ricavi	6.593	7.184	9,0
Totale ricavi (margine di intermediazione)	44.970	48.324	7,5
Costi operativi	-27.042	-27.732	-2,6
Perdite su crediti	-3.359	-3.609	7,4
Risultato corrente	14.569	16.983	16,6
Saldo altri costi e ricavi	62	1.376	2.119,4
Imposte	-4.956	-6.055	22,2
Risultato netto	9.675	12.304	27,2
Roe (punti)	14,4	16,3	1,9
	<b>al 31/12/05</b>	<b>al 30/09/06</b>	<b>Variazione %</b>
Impieghi verso la clientela	1.089.634	1.143.577	5,0
Raccolta diretta da clientela	1.311.077	1.377.707	5,1
Raccolta indiretta da clientela	574.025	588.221	2,5
Patrimonio netto (inclusi terzi)	111.060	119.462	7,6

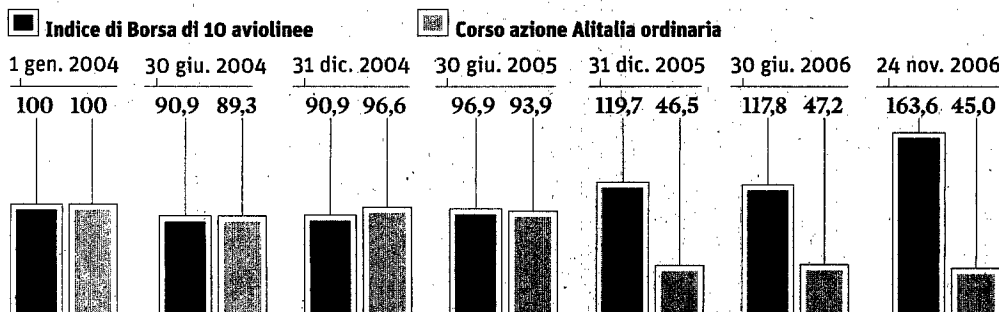
Nota: onde evitare duplicazioni, l'aggregato non comprende le società la cui controllante è inclusa nell'indice Mediobanca30. I costi operativi comprendono personale, spese generali e ammortamenti. Il Roe è stato calcolato su base annua

**Focus.** La società italiana è l'unica tra quelle del settore quotate a chiudere in perdita

# Alitalia batte tutti i record negativi

## Capitalizzazioni a confronto

Indice di Borsa, base 01/01/2004 = 100



## Le low cost vincono la sfida della redditività

Le principali compagnie aeree europee quotate in Borsa (in ordine di redditività nel 2006)

	12 mesi 2005				Gen.-Set. 2006*		
	Passeggeri trasportati (in mgl)	Utilizzaz. posti ** (in %)	Fatturato (mln di €)	Risultato netto (mln di €)	Debiti fin./Cap. netto (in %)	Risultato netto (mln di €)	Mon./Fattur. (in %)
Ryanair (Ie)	34.768	n.d.	1.693	307	84,2	329	30,7
British Airways (Gb)	35.634	75,6	12.565	665	196,8	583	8,1
Easyjet (Gb)	29.600	85,2	1.979	63	25,8	139	7,3
Air France-Klm (Fr)	70.000	80,6	21.448	913	117,0	625	5,7
Lufthansa (De)	51.255	75,0	18.065	453	78,8	414	5,3
Iberia (Es)	32.300	77,1	4.759	396	47,5	66	2,2
Sas (Se)	34.926	66,5	6.669	19	187,4	10	1,5
Finnair (Fi)	8.500	72,5	1.871	62	39,0	7	1,0
Aer Lingus (Ie)	8.044	81,0	883	72	126,7	4	-1,6
Alitalia (It)	23.914	71,5	4.478	-168	133,3	n.d.	-5,6
<b>Totale</b>	<b>328.941</b>	<b>76,1</b>	<b>74.410</b>	<b>2.782</b>	<b>110,4</b>	<b>2.177</b>	<b>5,2</b>

(\*) Dati relativi a sei mesi per Ryanair e Aer Lingus e a un anno (chiuso il 30-9-2006) per Easyjet. Il conto economico dell'Alitalia non espone il risultato netto del periodo. (\*\*) Rapporto tra passeggeri trasportati e capacità di trasporto.

Alitalia è la pecora nera dei cieli europei. Tra le dieci maggiori compagnie aeree quotate, il gruppo italiano occupa la sesta posizione per giro d'affari, con quasi 4,5 miliardi di euro, ma ad anni luce di distanza dai tre giganti del settore — Air France-Klm, Lufthansa e British Airways — i quali fatturano, rispettivamente, 21,5 miliardi, oltre 18 miliardi e 12,5 miliardi.

Alitalia, inoltre, occupa l'ottava posizione per numero di passeggeri trasportati: quasi 24 milioni di unità, contro i 70 milioni di Air France, gli oltre 51 di Lufthansa e gli oltre 35 di British Airways. È in penultima posizione per numero di posti utilizzati,

con il 71,5% di utilizzo in rapporto alla capacità di trasporto, contro l'85% di Easyjet e l'81% di Aer Lingus e Air France. Ed è ultima per risultato d'esercizio. Anzi, è l'unico tra i dieci gruppi in questione ad aver chiuso in "rosso" tanto il 2005 (con un passivo di 168 milioni, sia pure inferiore a quello del 2004) quanto i nove mesi del 2006.

La società ha chiuso il periodo gennaio-settembre di quest'anno con una perdita prima delle imposte e dei terzi di 275 milioni di euro a fronte della perdita di 108 milioni dello stesso periodo dell'anno prima (la perdita netta finale non è stata divulgata).

Al contrario, nel 2005, Air

France ha realizzato 913 milioni di profitti, British Airways 665 milioni e Lufthansa 453 milioni.

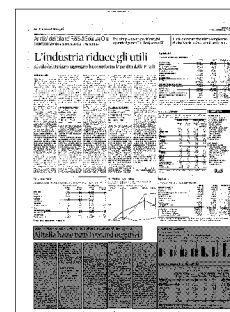
### CHI INVESTE DI PIÙ

Easyjet, Iberia, Ryanair e Air France sono le quattro compagnie europee con i più alti tassi d'investimento

Non solo: tra luglio e agosto di quest'anno il margine operativo netto della compagnia italiana è precipitato a -41 milioni, contro i +44 milioni dello stesso periodo dell'anno precedente.

Il deterioramento della situa-

zione economica di Alitalia è provato anche dall'andamento del titolo in Borsa. Tra il 2004 e il 2006 le quotazioni delle dieci compagnie globalmente consi-



derate si sono apprezzate di quasi il 64%, mentre il valore della sola azione Alitalia, a partire dallo scorso anno, si è più che dimezzato.

Alitalia, inoltre, con la finlandese Finnair, è la compagnia che ha investito meno di tutte. Le dieci società del campione, nel 2005, hanno investito in totale 6,5 miliardi. Si sono in particolare distinte Air France con 2,5 miliardi e Lufthansa con 1,3. Al confronto, con i suoi 77 milioni, Alitalia è un nanerottolo.

Easyjet, Iberia, Ryanair, e Air France sono le compagnie con i più alti tassi d'investimento. Esse hanno speso nel 2005 un importo pari, nell'ordine, al 55%, al 24%, al 19% e al 14% delle rispettive immobilizzazioni materiali lorde.

Alitalia, nel medesimo anno, s'è anche "distinta" per il livello dei debiti pur avendo migliorato la sua posizione finanziaria grazie a un aumento di capitale. Ciononostante, nel 2005, il suo indebitamento è stato pari al 133% del suo patrimonio netto. L'hanno superata British Airways e la scandinava Sas, con debiti pari, nell'ordine, al 197% e al 187% dei rispettivi patrimoni netti.

Di tutt'altro tenore i conti delle altre compagnie del campione. Ryanair e Easyjet, le due avioilinee europee a basso costo (*low cost*), hanno incrementato il fatturato rispettivamente del 28% e del 23 per cento. L'aumento dei ricavi di Air France, la numero uno del settore, è stato del 13 per cento. Quest'ultima controlla il 27% del traffico aereo europeo, seguita da Lufthansa con il 19% e da British Airways con il 16 per cento. La compagnia transalpina nel 2005 ha accresciuto il suo margine operativo netto

del 70 per cento.

Ryanair è invece la società con la più alta incidenza del margine sul fatturato (22,2%).

La situazione dei conti è rimasta positiva anche nei nove mesi del 2006. Il fatturato totale del campione è cresciuto di oltre l'11%, il margine operativo netto ha compiuto un balzo del 32%, mentre l'utile netto è sceso del 12% soprattutto per i cali di Air France e Iberia.

Air France ha comunque realizzato nei nove mesi il più alto ammontare di profitti (625 milioni di euro), seguita da British Airways (583 milioni), Lufthansa (414 milioni), Ryanair (329 milioni), Easyjet (139 milioni) e Iberia (66 milioni).

Nonostante il governo Prodi abbia appena deciso di vendere il controllo dell'Alitalia, scendendo al di sotto del 30% a fronte dell'attuale 49,9%, la metà delle imprese considerate registra tuttora una significativa presenza pubblica. Appartengono allo Stato: la Finnair al 57%, la Sas al 50% (il 21,4% fa capo alla Svezia e la rimanente quota è suddivisa in parti uguali tra Norvegia e Danimarca), l'Aer Lingus al 25% e l'Air France al 18,6 per cento.

La spagnola Iberia è invece una società ad azionariato diffuso con una presenza pubblica del 5,22 per cento. Un altro 10% fa capo a British Airways e quote minori a istituti di credito.

L'unica compagnia aerea a controllo familiare è Easyjet, la maggiore società low cost europea per giro d'affari e la seconda dopo Ryanair per numero di passeggeri trasportati. Il 40% di Easyjet è infatti posseduto dal suo fondatore: l'imprenditore greco Stelios Haji-Ioannou.

**G. O.**