

**Bilanci.** Inchiesta R&S-Sole: si dimezza l'utile dei big di Piazza Affari **Pag. 36**

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

**I CONTI DEI GRANDI GRUPPI AL 30 SETTEMBRE 2009**

**La congiuntura.** Giù ricavi e risultato anche se il confronto tra il secondo e il terzo trimestre segnala un inizio di ripresa

## Crollo di profitti per banche e industria

L'utile netto aggregato si dimezza - Fiat riduce del 79% il margine operativo netto e Cir del 68,5%

di **Giuseppe Oddo**

I risultati aggregati delle principali società industriali quotate registrano nei nove mesi del 2009 un nuovo peggioramento: -15,5% il fatturato omogeneo, a 228 miliardi di euro, -30% il margine operativo netto, -35% il risultato corrente e -47% l'utile netto, a 12 miliardi. Solo sette delle ventiquattro aziende che formano l'indice Top Industria hanno aumentato il margine operativo netto (l'equivalente dell'Ebit). A eccezione di Campari, Enel, Finmeccanica, Lottomatica, Parmalat, Telecom e Terna, le altre accusano cali in certi casi accentuati. Eni ha quasi dimezzato il Mon, principalmente per la caduta dei prezzi in dollari degli idrocarburi. Il crollo del Mon di Fiat ha sfiorato il 79 per cento, Buzzi Unicem (cemento) ha segnato - 54 per cento. E appaiono in caduta libera anche i Mon delle società editoriali: quello di Cir (che insieme all'Espresso controlla Sogefi e Sorigenia, attive rispettivamente nella componentistica auto e nell'energia) è sceso del 68,5%, quello di Mondadori del 59%, e quello di Mediaset, che patisce il calo degli introiti pubblicitari, ha subito una variazione negativa del 46 per cento.

Diciassette società hanno diminuito il giro d'affari, tra cui Prysmian (cavi) del 30%, Eni del 28,5%, Tenaris (tubi in ac-

ciaio) del 28%, Buzzi Unicem del 26%, Fiat del 21% e ST Microelectronics (semiconduttori) del 18,5 per cento. Fiat in particolare ha sofferto del calo di ricavi dei veicoli industriali (-41%) e dei componenti e sistemi di produzione (-32,5%) e ha altresì subito, tra il secondo e il terzo trimestre, la flessione di

### IL FATTURATO

Scende del 15,5% il giro d'affari omogeneo del campione mentre per Prysmian, Eni e Tenaris il calo è nell'ordine del 30%

### IL CREDITO

Nel bilancio del Top Banche i profitti netti tendono ad avvicinarsi in valore ai margini da negoziazione

quasi due punti della propria quota di mercato in Italia nel settore auto.

Per Telecom Italia persiste il calo di clientela sul mercato domestico. Nei servizi di rete fissa, la società controllata da Telco (Telefonica, Generali, Mediobanca, Intesa Sanpaolo e Sintonia-Benetton) ha perso un milione e 180mila clienti e in quelli di telefonia cellulare la discesa è stata di due milioni e 900mila unità. Al 30 settembre 2009, il gruppo aveva più abbonati al radiomobile in Brasile (39,6 milioni di clienti) che

in Italia (31,9).

Dai dati aggregati del terzo trimestre emerge tuttavia qualche incoraggiante segnale di ripresa. L'indice del margine operativo netto appare infatti in recupero rispetto al secondo trimestre, sia per le società produttrici di energia che per le aziende di servizi, e invariato per le imprese non energetiche. Sul margine delle società energetiche ha però inciso il consolidamento integrale della spagnola Endesa nel bilancio di Enel.

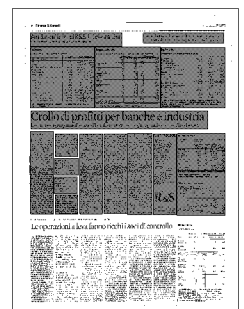
Il saldo tra oneri e proventi finanziari del Top Industria è salito del 7% nei nove mesi a causa di Enel e Fiat. Cresciuti del 12% anche i debiti finanziari aggregati. È invece calata, di quasi quattro punti rispetto al dicembre 2008, l'incidenza dell'indebitamento finanziario sul patrimonio netto, aumentato dell'11% a circa 186 miliardi. In crescita anche la liquidità del campione. Alcune aziende hanno emesso bond, spuntando sul mercato tassi più convenienti di quelli bancari, e hanno ancora in pancia il ricavato dei collocamenti obbligazionari.

Fiat è l'unico caso in cui un aumento della liquidità s'accompagna a un aumento del debito, mentre in tutti gli altri l'aumento del debito si contrappone a una diminuzione di liquidità. Alla voce "cassa, banche e titoli" il gruppo torinese registra 8,4 miliardi (tra cui 500 milioni di «disponibilità

destinate specificamente al servizio del debito delle strutture di securitisation») contro un'esposizione finanziaria totale che sfiora i 26.

Delicata è anche la situazione delle banche per il forte aumento delle perdite su crediti. Il Top Banche, che comprende gli undici maggiori gruppi creditizi nazionali, ha chiuso i nove mesi con un lieve calo dei ricavi, dell'1%, a poco più di 51 miliardi. Ma il dato sarebbe stato peggiore se i grandi istituti non avessero compensato la contrazione del margine d'interesse e la caduta delle commissioni con l'incremento degli "altri ricavi", formati per la maggior parte da utili da trading. Questi ultimi, con la ripresa dei mercati, sono tornati in positivo passando da -700 milioni nel settembre 2008 a +3,6 miliardi.

Nello stesso tempo hanno



preso quota le perdite su crediti: +113% rispetto ai nove mesi del 2008, per complessivi 12,4 miliardi; e s'è dimezzato il risultato netto: -50%, a 5,2 miliardi. L'ammontare al 30 settembre

dei crediti deteriorati era di 75 miliardi, in crescita di 26 sul 2008, e su di esso pesavano UniCredit per 7,4 miliardi, Intesa Sanpaolo per 6,4, Banco Popolare (rimasto incagliato nel dissesto Italease) per 5,1 e Monte dei Paschi di Siena per 2,7. Gli stessi crediti deteriorati rappresentavano il 5,1% di quelli totali alla clientela, contro il 4,5% di metà anno e il 3,3% del dicembre 2008.

La situazione, adesso, sembra in tendenziale miglioramento. Rispetto al secondo trimestre 2009, le perdite su crediti sono complessivamente diminuite di 700 milioni, a 4,2 miliardi. Ciò potrebbe rappresentare un segno di miglioramento della congiuntura o, al contrario, il risultato di una diversa politica di bilancio volta a rallentare le svalutazioni là dove nel primo semestre era stata spinta al massimo anche grazie al recupero dei mercati. Ma i conti potranno essere fatti solo a fine anno, con i bilanci certificati.

Il rischio è che, nel breve-medio periodo, una possibile inversione di tendenza dei mercati azionari vada a squilibrare la struttura dei ricavi bancari azzerandone gli utili da trading, che sono oggi dello stesso ordine di grandezza del risultato netto.

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

## Top Banche

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

	2008	2009	Variazione %
Margine d'interesse	32.828	31.300	-4,7
Commissioni nette	16.383	14.294	-12,8
Altri ricavi	2.322	5.433	134,0
Totale ricavi (margine d'intermediazione)	51.533	51.027	-1,0
Costi operativi	-30.673	-29.454	-4,0
Perdite su crediti	-5.812	-12.367	112,8
Risultato corrente	15.048	9.206	-38,8
Saldo altri costi e ricavi non correnti	939	-440	-146,9
Imposte	-4.843	-3.151	-34,9
Risultato di competenza di terzi	-768	-456	-40,6
Risultato netto	10.376	5.159	-50,3
Roe (punti)	13,6	6,3	-7,3
	<b>Al 31/12/08</b>	<b>Al 30/9/09</b>	<b>Variazione %</b>
Impieghi verso la clientela	1.498.466	1.459.787	-2,6
Raccolta diretta da clientela	1.540.044	1.578.897	2,5
Raccolta indiretta da clientela*	542.590	573.866	5,8
Patrimonio netto (inclusi terzi)	166.055	176.978	6,6

Note: 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 30/9/09

	Risultato corrente*		Debiti finanziari	
	Mln di €	Var. % sul 2008	Mln di €	% sul capitale netto
Eni	9.939	-49,5	22.438	45,8
Enel	6.497	22,4	66.678	158,1
Telecom Italia	2.746	34,4	42.621	157,9
Tenaris	979	-43,9	1.212	17,8
Fiat	13	-99,4	25.936	234,4
Atlantia	875	-9,0	11.779	273,8
Luxottica	439	-18,4	2.745	96,2
Finmeccanica	591	20,4	6.435	102,4
STMicroelectronics	-807	n.c.	1.900	31,3
Mediaset	329	-46,0	1.658	67,9
Terna	491	11,3	4.857	211,2
A2A	295	-30,3	4.460	98,7
Parmalat	183	36,6	492	16,5
Lottomatica	218	0,5	2.854	180,2
Prismian	292	-4,9	1.046	159,2
Autogrill	193	-3,5	2.108	321,3
Buzzi Unicem	188	-64,1	1.659	62,7
Pirelli & C.	68	-56,1	1.804	70,2
Italcementi	360	-25,9	3.306	71,2
Davide Campari	135	16,4	773	72,0
Bulgari	-34	n.c.	230	29,4
Geox	151	-20,1	9	2,0
Cir	106	-44,5	2.732	120,6
Impregilo	58	-59,2	1.006	119,6
Arnoldo Mondadori Editore	50	-52,4	634	118,9
<b>TOTALE INDUSTRIALI</b>	<b>24.355</b>	<b>-34,8</b>	<b>211.372</b>	<b>113,3</b>

(\*) 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, Cir, Davide Campari, Enel, Eni, Fiat, Finmeccanica, Geox, Impregilo, Italcementi, Lottomatica, Luxottica, Mediaset, Mondadori, Parmalat, Pirelli & C., Prysmian, ST, Telecom Italia, Tenaris e Terna.

**Top Banche**

Ne fanno parte Intesa Sanpaolo, Monte dei Paschi di Siena (Mps), Ubi, Banco Popolare, Banca Carige, Banca Popolare dell'Emilia Romagna (Bper), Credito Valtellinese, Mediobanca e UniCredit.



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

**Top Industria**

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

	2008	2009	Variazione %
Fatturato netto	264.969	227.932	-14,0
Costi di gestione	222.119	197.882	-10,9
Margine operativo netto	42.850	30.050	-29,9
Oneri e proventi finanziari	-5.520	-5.695	3,2
Risultato corrente	37.330	24.355	-34,8
Saldo costi e ricavi non correnti	813	-4	-100,5
Imposte	-13.041	-10.522	-19,3
Risultato di competenza di terzi	-1.859	-1.609	-13,4
Risultato netto	23.243	12.220	-47,4
Roe (punti)	23,1	10,8	-12,3
	<b>Al 31/12/08</b>	<b>Al 30/9/09</b>	<b>Variazione %</b>
Patrimonio netto degli azionisti	151.499	163.654	8,0
Patrimonio netto delle minoranze	16.482	22.831	38,5
Debiti finanziari	196.683	211.372	7,5
Totale capitale	364.664	397.857	9,1
Debiti finanziari/patrimonio netto (%)	117,1	113,3	-
Mezzi di terzi/Pn degli azionisti (%)	140,7	143,1	-
Liquidità	27.191	29.420	8,2

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

**Banche a confronto**

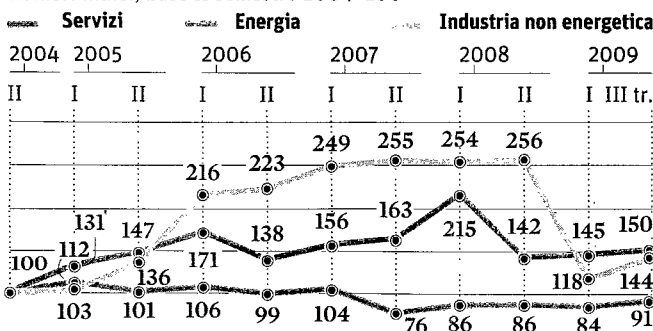
Le società sono esposte in ordine decrescente di peso nell'indice di Borsa. Situazione al 30/9/09

	Risultato corrente*		Crediti verso clienti	
	Milioni di euro	Var. % sul 2008	Milioni di euro	Var. % al 31/12/08
UniCredit	2.711	-51,6	565.457	-7,7
Intesa SanPaolo	3.599	-24,2	377.896	-4,4
BancaMps	554	-45,8	146.208	0,6
Mediobanca	389	-30,5	38.973	-1,3
Ubi Banca	479	-55,4	96.555	0,2
Banco Popolare	243	-71,2	101.080	4,3**
Banca Carige	244	9,4	21.645	3,5
Bper	284	-37,0	43.148	7,3
Banca pop. Sondrio	285	176,6	17.069	5,6
Banca pop. Milano	305	12,1	32.200	-2,1
Credito Valtellinese	113	-22,1	19.556	6,4
<b>TOTALE BANCHE</b>	<b>9.206</b>	<b>-38,8</b>	<b>1.459.787</b>	<b>-2,6</b>

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

**Gli effetti della congiuntura**

Andamento del margine operativo netto (Ebit) del Top Industria. Numeri indici, base II semestre 2004=100



Focus. Il leveraged buyout (Lbo) su Autostrade, Coin, Lottomatica e Seat sono stati una miniera di profitti

# Le operazioni a leva fanno ricchi i soci di controllo

**A**utostrade, Coin, Lottomatica e Seat, i principali *leveraged buyout* (Lbo) di Piazza Affari, hanno offerto ottime soddisfazioni ai soci di controllo. Un Lbo è un'acquisizione. Una società-veicolo, ossia una newco, compra titoli di una società *target*, solida e con un forte *cash flow*, per poi incorporarla e trasferirle il debito o i mezzi propri raccolti per acquisirla. Quando l'incorporazione porta debito, la società *target* ripaga le banche con il proprio flusso di cassa, mentre queste per proteggersi ne chiedono in pegno le azioni. Ma anche quando nella società *target* entrano mezzi propri, questi sono per la maggior parte presi a debito dagli acquirenti attraverso le società a monte, che compongono la catena di controllo del veicolo.

Il recupero delle risorse impegnate avviene in un secondo momento, spesso indebitando la società *target*, con il prelievo delle riserve emerse dalla fusione. Queste operazioni sono dunque quasi sempre portatrici di debito, anche quando gli acquirenti appaiono ben capitalizzati.

Cominciamo da Autostrade, dove la famiglia Benetton, tramite Schemaventotto, ha investito 2,5 miliardi nel 2000 (1,3 di mezzi propri e 1,2 di debito) per acquisirne il 30 per cento. Nel 2003, un veicolo controllato da Schemaventotto, NewCo28, ha rilevato con un'OPA il 54% di Autostrade per 6,5 miliardi.

## AFFARI DI FAMIGLIA

I Benetton hanno chiuso a costo zero l'acquisizione di Atlantia e oggi la loro partecipazione al capitale della società vale 2,8 miliardi

## PAGINE GIALLE

Seat è stata oggetto di due Lbo: il primo ha generato utili colossali, il secondo ha deluso le attese e per di più la società è in perdita

NewCo28 ha quindi incorporato Autostrade scaricandole il debito che aveva contratto per finanziare l'offerta.

Per i Benetton l'operazione s'è chiusa a costo zero. Schemaventotto, tra il 2000 ed il 2009,

ha prelevato da Autostrade 1,4 miliardi di dividendi, tutti generati da utili, e ha collocato in Borsa il 12% della stessa società con un incasso di altri 1,2 miliardi. In totale, 2,6 miliardi. Essa è rientrata dal debito, ha recuperato i mezzi propri e oggi la sua partecipazione in Autostrade vale 2,8 miliardi. Dal canto suo Autostrade, nonostante gli 11,8 miliardi di indebitamento, continua ad avere una redditività elevata e a generare profitti in misura superiore ai dividendi.

Per l'OPA su Lottomatica, attiva nelle scommesse, De Agostini ha speso 756 milioni nel 2002. In cambio, tra il 2002 e il 2009, ha incassato 840 milioni di dividendi. La Tyche, di cui il gruppo novarese s'è servita per lanciare l'OPA, aveva 606 milioni di mezzi propri e 150 di debito, da cui è rientrata dopo l'offerta facendo deliberare a Lottomatica la distribuzione di 264 milioni di dividendo. Per poter dare il dividendo, Lottomatica ha dovuto indebitarsi, mentre Tyche con l'incasso della cessione ha estinto l'esposizione verso le banche. In seguito Tyche ha incorporato Lottomatica, assumendone la denominazione,

ed è stata quotata in Borsa.

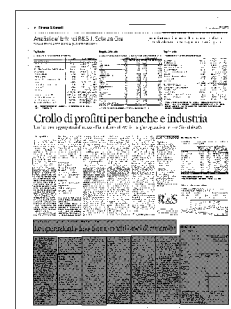
Un'ulteriore semplificazione della catena di controllo, nel 2005, ha fatto crescere il patrimonio di Lottomatica attraverso una doppia incorporazione (la società è stata fusa con NewGames e FinEuroGames) e ha creato i presupposti per la distribuzione di riserve a fronte di rilevanti disavanzi di fusione.

Il cumulo dei dividendi pagati da Lottomatica dal 2002 supera 1,3 miliardi di euro, contro utili cumulati per 486 milioni. La partecipazione di De Agostini in Lottomatica vale oggi circa 1,5 miliardi. Ma il socio di controllo vi ha molto investito. Per esempio, per acquisire l'americana Gtech.

Seat, ex monopolista delle pagine gialle, di Lbo ne ha subiti addirittura due. I fondi che nel 1998 ne avevano rilevato la maggioranza dal Tesoro - con un investimento di 856 milioni per la maggior parte presi a prestito - ne hanno ricavato 6,7 miliardi rivendendola a Telecom, più 700 milioni di dividendi. L'incasso totale è stato di 7,4 miliardi, un affare senza precedenti. A rilevare Seat è stata Otto Spa attraverso la controllata Ottobi. Otto ha

finanziato l'operazione con 323 milioni di mezzi propri e 715 di debiti. E ha erogato a Ottobi un finanziamento infruttifero di 835 milioni trasformato in capitale ad acquisizione avvenuta.

Dalla successiva incorporazione di Seat in Ottobi è emerso nella nuova società (il cui controllo è stato poi trasferito in Lussemburgo) un disavanzo di fusione che è servito a giustificare la delibera di un dividendo straordinario da circa un miliardo. A quel punto è entrata in azione Telecom rilevando il 30% di Seat ai massimi storici nell'ambito della fusione Seat-Tin.it. L'inte-



ra operazione è costata al colosso delle telecomunicazioni circa 9 miliardi, con esiti che definire deludenti è dir poco.

Nel 2003 Telecom è uscita da Seat vendendo a fondi come Bc Partners e Cvc che avevano partecipato alla privatizzazione. I "nuovi" acquirenti hanno speso 3 miliardi. E, con la collaudata tecnica dell'"estrazione di valore", dopo una doppia incorporazione, hanno prelevato dalla società una maxicedola da 3,6 miliardi (di cui 1,8 di loro pertinenza) che Seat ha pagato contraendo un debito. Altri 800 milioni li

hanno ottenuti cedendone in Borsa il 12,4 per cento. Ma oggi sono ben lungi dalla plusvalenza da mille e una notte realizzata nella prima tornata. L'operazione può dirsi a stento in pareggio. E al 30 settembre 2009 la società era in "rosso" per oltre 100 milioni dopo averne persi 180 nel 2008. Oggi la Borsa la valuta 450 milioni contro gli oltre 24 miliardi della Seat di fine 2000.

Nel caso di Coin, l'Lbo è servito a ricapitalizzare un gruppo che nel 2005 era in perdita con un patrimonio netto negativo. Questi i passaggi chiave. La famiglia Coin ha venduto il 62,5% della società a Bellini Investimenti per 181 milioni e ha reimpiegato parte della somma nell'acquisto del 45,5% della lussemburghese Tintoretto, che sta in cima alla catena di controllo di Bellini e appartiene in maggioranza ai Fondi Pai. La ricapitalizzazione è avvenuta attraverso una cascata di società che hanno assunto i mezzi finanziari per lo più a debito. Era invece privo di debito e gonfio di patrimonio l'ultimo anello della catena, Bellini. Che fondendosi con Coin ne ha ristabilito l'equilibrio finanziario.

G. O.

## Gli Lbo in Borsa

Dati in miliardi di euro

	<b>Autostrade</b>	<b>Coin (1)</b>	<b>Lottomatica (2)</b>	<b>Seat (3)</b>
Periodo	1999-2008	2005-2009	2000-2008	1998-2008
Dividendi cumulati (a)	3,0	-	1,4	5,3
Risultato netto cumulato (b)	5,1	0,1	0,5	0,3
<b>(b-a)</b>	<b>2,1</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>-5,1</b>
Var. dei debiti finanziari (4)	10,0	0,1	2,8	3,1
Debt/equity iniziale (%)...	74,4	Negativo	49,6	2,9
...e al 30/9/09	273,8	121,2	180,2	317,4
Valore di Borsa iniziale (5)...	8,0	0,4	1,2	1,7
...e al 30/9/09	9,5	0,5	2,3	0,9

(1) Bilanci con chiusura al 31 gennaio. Il rapporto tra debiti finanziari e patrimonio netto è al 30/7/09. Il valore di Borsa iniziale è al 31/12/04; (2) la variazione dei debiti finanziari comprende circa 2,4 miliardi di euro rivenienti dall'acquisizione del gruppo statunitense Gtech Holdings; (3) la capitalizzazione di Borsa al 30/9/09 comprende quella, alla stessa data, della Telecom Italia Media, scissa nel 2003; (4) dall'anno iniziale al 30/9/2009; (5) i valori di Borsa di inizio e fine periodo si riferiscono a entità giuridiche differenti