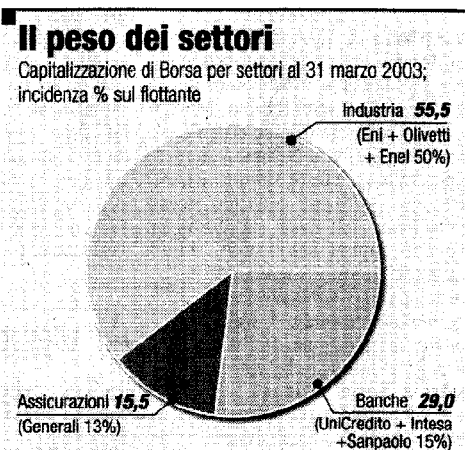
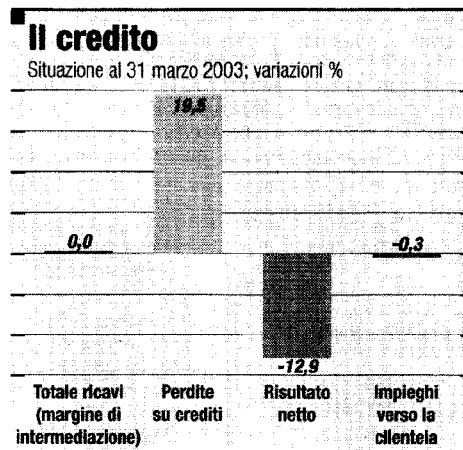
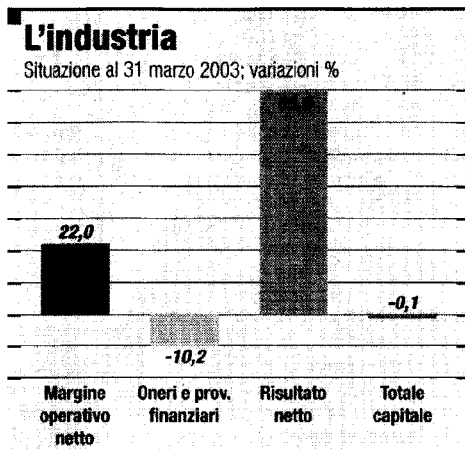
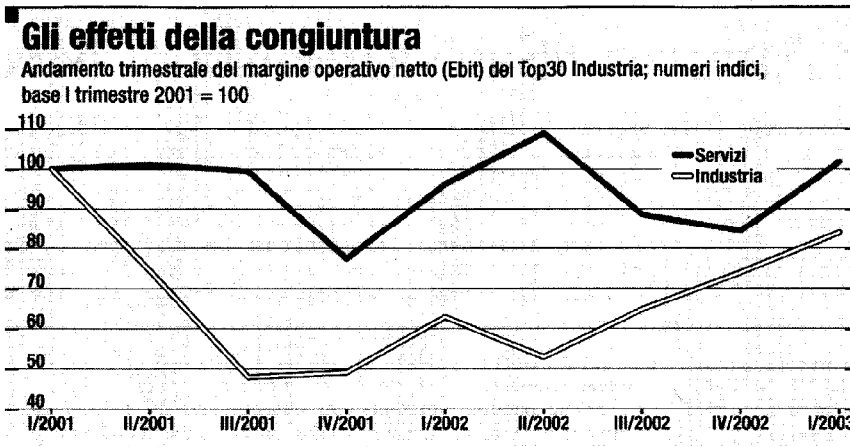


R&S E IL SOLE-24 ORE - ANALISI TRIMESTRALE DEI BILANCI ■ I conti del Top30 Industria nel periodo gennaio-marzo 2003

I grandi gruppi tornano a produrre utili

Il risultato netto aggregato nel primo trimestre segna un balzo del 69,5%, mentre l'Ebit sale del 22% - Arretrano i profitti delle banche



Redditività in forte recupero

Top 30 - Industria

	3 mesi			3 mesi		
	2002	2003	Var. %	2002	2003	Variazione
	(Milioni di euro)			(In % del fatturato)		
Fatturato netto	49.473	49.765	0,6	100,0	100,0	—
Costi di gestione	-43.690	-42.712	-2,2	-88,3	-85,8	2,5
Margine operativo netto	5.783	7.053	22,0	11,7	14,2	2,5
Oneri e proventi finanziari	-1.405	-1.262	-10,2	-2,9	-2,6	0,3
Risultato corrente	4.378	5.791	32,3	8,8	11,8	2,8
Saldo altri costi e ricavi	-1.007	-817	-18,9	-2,0	-1,6	0,4
Imposte	-2.062	-2.755	33,6	-4,2	-5,5	-1,3
Risultato netto	1.309	2.219	69,5	2,6	4,5	1,9
Roe	6,1	10,3	42 punti	—	—	—

	Al 31/12/02	Al 31/03/03	Var. %	Principali imprese	
				Var. % 2002-2003	
Patrim. netto azionisti	87.115	88.072	1,1		
Patrim. netto minoranze	13.520	13.293	-1,7		
Debiti finanziari	125.719	124.670	-0,8		
Totale capitale	226.354	226.035	-0,1		
Debiti finanziari/ patrimonio netto in %	124,9	123,0	—		
Mezzi di terzi/ Pn degli azionisti in %	159,8	156,6	—		
Liquidità	26.138	26.285	0,6		
				Olivetti	4,8 17,8
				Eni	13,0 26,8
				Enel	6,6 87,9
				Fiat	-10,0 nc

NB: onde evitare duplicazioni, l'aggregato non comprende le società la cui controllante è inclusa nei Top30. Il margine operativo netto (cosiddetto 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.

Perdite su crediti ancora in crescita

Top 30 - Banche

	3 mesi			3 mesi		
	2002	2003	Var. %	2002	2003	Variazione
	(Milioni di €)			(% dei ricavi)		
Margine d'interesse	6.944	6.844	-1,4	54,6	53,8	-0,8
Commissioni nette	3.998	3.900	-2,5	31,4	30,7	-0,7
Altri ricavi	1.782	1.977	10,9	14,0	15,5	1,5
Totale ricavi (margine di intermed.)	12.724	12.721	0,0	100,0	100,0	—
Costi operativi	-8.118	-8.056	-0,8	-63,8	-63,3	0,5
Perdite su crediti	-972	-1.162	19,5	-7,6	-9,1	-1,5
Risultato corrente	3.634	3.503	-3,6	28,6	27,6	-1,0
Saldo altri costi e ricavi	-295	-631	113,9	-2,3	-5,0	-2,7
Imposte	-1.563	-1.325	-15,2	-12,3	-10,4	1,9
Risultato netto	1.776	1.547	-12,9	14,0	12,2	-1,8
Roe	11,2	8,8	-2,3 punti	—	—	—

	Al 31/12/02	Al 31/03/03	Var. %	Principali istituti	
				Var. % 2002-2003	
Impieghi verso la clientela	792.401	789.984	-0,3		
Raccolta diretta da clientela	872.466	866.350	-0,7	UniCredito	-0,7 -1,1
Raccolta indiretta da clientela	485.982	483.736	-0,5	Sanpaolo-imì	0,8 -1,0
Patrimonio netto (inclusi terzi)	74.078	75.337	1,7	Intesa	-3,0 -26,2

(*) Prima dei terzi

NB: onde evitare duplicazioni, l'aggregato non comprende le società la cui controllante è inclusa nel Top30. I costi operativi comprendono personale, spese generali e ammortamenti. Il dato relativo alle imposte e il Roe escludono Mediobanca.

MILANO ■ I grandi gruppi del Top30 Industria hanno concluso il primo trimestre con un salto di redditività che sembra rappresentare un'inversione di tendenza rispetto ai conti del 2002. Il primo dato su cui riflettere è

la crescita del 22% del margine operativo netto (l'Ebit), che nel periodo gennaio-marzo ha superato i 7 miliardi di euro: un aumento consistente rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, derivante, più che da una crescita del fatturato, da una diminuzione di 2,5 punti dei costi operativi.

Sono tre trimestri consecutivi che il margine del Top30 Industria continua a salire, facendo intravedere la possibilità di una ripresa. Tuttavia, più che a una positiva dinamica delle vendite, cresciute comunque del 3,5% su base omogenea, tale recupero è soprattutto imputabile ai processi di razionalizzazione della produzione. Non solo: la crescita è il risultato di tendenze contrapposte, con l'Eni da una parte che ha beneficiato dell'esplosione a 32 dollari per barile dei prezzi del greggio, per effetto della guerra anglo-americana all'Irak, e la Fiat dall'altra che ha peggiorato la sua situazione complessiva pur avendo contabilizzato minori perdite nell'auto, il settore che sembrava più disastroso. Il miglioramento dei profitti aggregati va dunque considerato con cautela, anche perché il Top30 Industria, se è rappresentativo della capitalizzazione di Borsa, lo è poco o niente dell'economia nazionale, di cui copre appena il 4% del valore aggiunto.

Cambio di rotta. Ciò non toglie che sia in atto un cambio di rotta dei conti. Ce lo segnala anche il livello dei profitti prima delle imposte. La diminuzione del 10% degli oneri finanziari, dovuta in primo luogo al calo dei tassi, ha infatti determinato un progresso del 32% del risultato corrente, a quasi 5,8 miliardi di euro.

La vera sorpresa di questo primo trimestre, però, sono gli oltre 2,2 miliardi di utile netto aggregato (+69,5% rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente): un risultato reso possibile per un verso dalla minore quota di utili distribuiti ai terzi (in seguito alle dimissioni di Telecom e all'Op di Eni su Italgas) e per altro verso dai proventi straordinari percepiti da Eni e Enel per la conclusione del contenzioso su Enimont e la vendita della terza Genco (Interpower).

Resta pressoché invariata, invece, la fragilità finanziaria dei grandi gruppi. A parte

Eni, St Microelectronics e Mediaset, con indebitamenti pari, nell'ordine, al 51%, al 36,5% e al 21,5% dei loro patrimoni netti (liquidità esclusa), la situazione è pesante soprattutto per Olivetti, Fiat e Parmalat. I debiti finanziari totali di Olivetti, che in questi giorni sta fondendosi con Telecom, sono il doppio del suo patrimonio netto, quelli di Parmalat sono quasi due volte e mezza, mentre per Fiat essi rappresentano più del triplo.

Banche in affanno. La situazione reddituale appare invece completamente rovesciata per gli istituti di credito. Il Top30 Banche, infatti, ha concluso il trimestre con un utile netto aggregato di 1,5 miliardi, in calo di quasi il 13 per cento. I maggiori gruppi del settore hanno mantenuto stabili i ricavi, nonostante il persistente calo del margine d'interesse e delle commissioni nette; ma hanno peggiorato in modo vistoso sia le perdite su crediti divenuti inesigibili (+19,5%), sia il cosiddetto saldo tra altri costi ed oneri (+114%). L'aumento delle perdite su crediti è stato particolarmente pesante per Monte Paschi (+63%), Intesa (+58%), Popolare Bergamo (+55%) e Banco Popolare di Verona e Novara (+50%), mentre hanno fatto eccezione Banca Popolare di Lodi, Sanpaolo-Imi, UniCredit e Banca Lombarda e Piemontese. Insomma, mentre l'industria pare abbia riavviato il motore, il sistema bancario perde colpi. E va ricordato, a tale proposito, che i rendiconti trimestrali sono assai meno significativi dei bilanci annuali, soprattutto per quanto riguarda la valutazione dei crediti dubbi, da cui discendono le perdite su crediti. Per un corretto esame dell'andamento del comparto dovremo pertanto aspettare il bilancio dei dodici mesi, anche se un certo difetto di prudenza già segnalato nelle precedenti Analisi trimestrali comincia a emergere.

Nodi al pettine. Prendiamo, per esempio, Capitalia. Nel bilancio consolidato del 2002, l'istituto presieduto da Cesare Geronzi aveva inserito alcune poste che sono state escluse dal bilancio del 2003. Tali poste, rappresentate da dividendi infragruppo e crediti d'imposta su dividendi originati dalla riorganizza-

zione societaria, nella trimestrale di quest'anno sono state stornate dal risultato in seguito all'adozione di criteri di valutazione più adeguati «alla best practice del mercato ed ai probabili mutamenti della normativa contabile e fiscale», si legge nelle note di commento al bilancio. Se Capitalia si fosse attenuta a questi criteri anche nel 2002, la sua perdita dichiarata sarebbe peggiorata, lo scorso anno, da 287 a 696 milioni di euro.

Derivati salva-ricavi. Dicevamo, prima, che il Top30 Banche è riuscito a mantenere stabili i ricavi (il margine di intermediazione), nonostante le commissioni nette abbiano continuato a perdere quota anche a causa dell'andamento molto negativo dei fondi comuni d'investimento. L'elemento di novità, in questo caso, è rappresentato dagli altri ricavi, passati dai 1.782 milioni di euro del 2001 ai 1.977 del 2003 (+11%). A far lievitare questa voce ha contribuito lo sviluppo di un'attività in derivati per la gestione dei rischi alla clientela: un servizio offerto, in genere, alle medie imprese, a copertura dei rischi di tassi e di cambio.

Primi e ultimi. Tra i migliori istituti di credito si è distinto, come al solito, UniCredit con un risultato netto in aumento del 5,5%, ma in calo dell'1,1% se si escludono gli interessi di terzi. In lieve crescita (+0,7%) anche il risultato netto del Sanpaolo-Imi, mentre quello di Intesa è arretrato del 26,4 per cento. Il gruppo di cui è amministratore delegato Corrado Passera ha anche registrato un calo del margine di intermediazione del 3 per cento. Il Roe annualizzato (*return on equity*, ritorno sul patrimonio netto) di UniCredit è stato pari, nel primo trimestre, a 16,8, quello del Sanpaolo-Imi a 10,6, quello di Intesa a 9,8. La media del Top30 Banche è stata, invece, di 8,9.

GIUSEPPE ODDO

Il metodo dell'indagine

L'analisi dei bilanci delle imprese industriali è basata sui conti consolidati di dieci società dell'indice Mib30 della Borsa italiana: Autostrade, Enel, Eni, Fiat, Finmeccanica, Mediaset, Olivetti, Parmalat, Pirelli e St Microelectronics. Da questo aggregato di aziende, definito Top30 Industria, sono escluse, onde evitare duplicazioni, Telecom Italia, Tim e Seat in

quanto consolidate nella Olivetti, e Saipem e Snam Rete Gas in quanto consolidate nell'Eni. L'analisi dei bilanci delle banche è riferita, invece, ai conti consolidati di 13 istituti di credito del paniere Mediobanca30: Antonveneta, Banca Lombarda e Piemontese, Popolare di Milano, Banco Popolare di Verona e Novara, Popolare di Bergamo, Bnl, Bpl, Capitalia, Intesa, Mediobanca, Monte dei Paschi di Siena, Sanpaolo-Imi e UniCredit. Da questo aggregato, definito Top30 Banche, è esclusa

R&S MEDIUMBANCA SU INTERNET
www.mbres.it

Fideuram in quanto consolidata nel bilancio del Sanpaolo-Imi.

I dati delle imprese sono riclassificati da R&S sulla base delle sue metodologie. La loro interpretazione e i contenuti di questa pagina ricadono interamente sotto la responsabilità del «Sole-24 Ore». La

precedente analisi trimestrale, relativa ai bilanci consolidati al 31 dicembre 2002, è stata pubblicata l'8 maggio 2003. Le analisi relative al primo trimestre, al primo semestre e ai primi nove mesi del 2002 sono state pubblicate, nell'ordine, il 15 giugno, il 3 ottobre e il 29 novembre dello scorso anno.

FOCUS SUL SETTORE AUTO ■ L'azienda italiana e le due Usa mostrano un'assai critica fragilità finanziaria - Profitti record per Toyota

Fiat, Ford, Gm: molti debiti e poco patrimonio

Radiografia dei maggiori produttori internazionali

Dati e indici dell'esercizio 2002

	Produzione (migliaia veicoli)	Settore industriale					Attivi Immateriali % su Cn
		Spese R&S		Mon % su fatturato	Roi %	Debiti finanziari % su Cn	
		(Mln €)	(€ per veicolo)				
Toyota	5.983	5.399	902	8,8	14,1	20,8	0,1
Bmw	1.090	2.011	1.845	7,6	22,6	15,4	19,8
Volkswagen	5.023	4.371	870	5,0	14,2	30,6	31,3
Peugeot	3.262	1.865	572	4,4	12,9	53,9	20,7
DaimlerChrysler	4.540	6.071	1.337	2,8	9,6	45,7	13,9
Renault (1)	2.344	1.765	753	2,2	7,2	52,9	7,4
Ford (2)	6.973	7.342	1.053	-0,2	-1,1	253,4	118,4
General Motors	8.525	5.531	649	-0,3	-1,5	237,5	234,7
Fiat (3)	2.109	1.100	522	-2,9	-7,6	114,4	59,9

Mon = margine operativo netto; R&S = ricerca e sviluppo; Roi = Mon / capitale investito; Cn = capitale netto; (*) vendite

(1) Tenuto conto dell'alleanza con la Nissan (della quale Renault possiede il 44%) il volume di produzione raggiunge 5,1 milioni di unità. (2) Le spese di R&S sono sovrastimate perché includono i costi di engineering. (3) Spese R&S relative ai settori auto e veicoli industriali

Dove scarseggiano i mezzi propri

Dati in milioni di euro

	Debiti finanziari			Capitale netto		
	Industria	Altri settori	Totale	Industria	Altri settori (1)	Totale
General Motors	17.302	175.021	192.323	7.284	—	7.284
Ford	13.490	141.008	154.498	5.324	—	5.324
DaimlerChrysler	12.201	66.911	79.112	28.708	8.620	35.328
Toyota	13.302	50.571	63.873	63.964	—	63.964
Volkswagen	6.401 (2)	39.200 (2)	45.601	20.922	3.769	24.691
Fiat	9.744	19.179	28.923	8.519	160	8.679
Bmw	1.681	24.581	26.262	10.914	2.957	13.871
Renault	5.709	18.776	24.485	10.792	1.413	12.205
Peugeot	6.261	17.282	23.543	11.624	91	11.715
TOTALE	86.091	552.529	638.620	166.051	17.010	183.061

(1) Compresa la differenza di consolidamento; (2) Stime

MILANO ■ Anche se può sembrare paradossale, la Fiat, l'alleata General Motors e la Ford — i due giganti Usa e l'azienda italiana alle prese con la più grave crisi finanziaria della sua storia — viaggiano su una stessa barca. Pur tra

differenze abissali (la casa torinese produce un quarto dei veicoli fabbricati da Gm e meno di un terzo di quelli realizzati da Ford), i tre gruppi hanno infatti in comune un indice di redditività negativo e un patrimonio netto largamen-

te insufficiente rispetto al livello dei debiti.

Per l'indice di redditività, vale la tabella di sinistra. Per Fiat, nel 2002, il rapporto tra margine operativo netto (Ebit) e vendite è stato negativo del 2,9%, e, sia pure

per valori poco rilevanti, lo è stato anche per Gm (-0,3%) e Ford (-0,2%). Al contrario, lo stesso indice di redditività è stato di segno positivo per la giapponese Toyota (8,8%), per le tedesche Bmw (7,6%) e Volkswagen (5,5%), per le francesi Peugeot (4,4%) e Renault (3,4%) e per l'altra tedesca, DaimlerChrysler (2,8%), che se non fosse stato per l'andamento sfavorevole della componente Chrysler avrebbe raggiunto il 6 per cento.

Il confronto più interessante, però, è quello di natura patrimoniale, da cui emerge una fragilità finanziaria di Gm, Ford e Fiat assai critica.

Intanto, una premessa. Anche se tutte le aziende, tranne Fiat e Ford, hanno concluso il 2002 con utili consistenti, ed alcune navigano addirittura nell'oro — è il caso di Toyota, con un risultato d'esercizio di 7,5 miliardi di euro, ma anche di DaimlerChrysler e Volkswagen, con utili rispettivamente di 4,7 e 2,6 miliardi —, esse appaiono, nell'insieme, molto indebitate. Sommando ai debiti dell'attività industriale quelli contratti a sostegno delle vendite, la loro esposizione supera i 638 miliardi di euro, con una leva finanziaria media di 3,49 euro di debiti per ognuno di patrimonio, che sale a 4,7 se dal patrimonio escludiamo gli attivi immateriali (in massima parte, gli avviamenti).

In particolare (tabella a destra) i debiti totali di Gm superano i 192 miliardi e quelli di Ford sfiorano i 155, anche se la prima impegna nell'attività industriale "appena" 17,3 miliardi e la seconda 13,5. I due gruppi, poi, bilanciano la massa dei debiti sia con i crediti finanziari vantati dalla clientela (135 miliardi quelli di Gm e 92,4 quelli di Ford), sia con grandi riserve di liquidità (36,5 miliardi quelle di Gm e oltre 29 quelle di Ford).

Questo macigno da 638 miliardi di esposizione globale è costituito per l'86,5% da attività finanziarie a supporto delle vendite di autoveicoli, un campo nel quale Gm e Ford hanno raggiunto dimensioni impressionanti. Ford Motor Credit (Fmc) e General Motors Acceptance Corporation (Gmac), le società di credito al consumo dei due giganti Usa, svolgono in questo settore le funzioni di una banca. Nel 2002 esse hanno finanziato oltre l'80% delle vendite di auto ai concessionari e poco meno della metà delle vendite di questi

alla clientela finale. Il totale di bilancio della Fmc, la maggiore impresa mondiale nel suo settore, è stato nel 2002 di 368 miliardi di dollari, inclusi 198 miliardi di cartolarizzazioni; e quello della Gmac ha raggiunto i 259 miliardi.

Il problema è che la massa dei debiti di Gm e Ford non è bilanciata da un adeguato livello di mezzi propri. Il patrimonio netto della Ford a fine 2002 era di 5,3 miliardi. E quello della Gm, pari a 7,3 miliardi, era addirittura inferiore a quello della Fiat (di tutta la Fiat, non solo della parte auto), che a fine anno aveva 8,5 miliardi di mezzi propri.

Nonostante i grandi gruppi tendano a drogare le vendite — chi più, chi meno — con massicce azioni di sostegno ai concessionari e di finanziamento a tasso zero agli acquirenti di auto, il settore continua comunque a generare ricavi e utili. Le nove società in esame hanno totalizzato, nel 2002, circa 16,9 miliardi di profitti. La Fiat, con 4,3 miliardi di perdite, e la Ford, con 933 milioni di "rosso", sono le eccezioni che confermano la regola. Tutte le società hanno continuato a investire molto in innovazione, e Bmw e DaimlerChrysler hanno speso più di tutte in ricerca e sviluppo per veicolo prodotto o venduto (vedi

la già citata tabella). Le due tedesche (la seconda per la componente Mercedes) puntano su un modello produttivo basato su auto ad alto contenuto di tecnologia vendute a prezzi elevati, mentre le altre, e in modo particolare Gm e Ford, puntano su grandi economie di scala per abbattere i costi e su modelli standardizzati, offerti a prezzi inferiori.

La riprova di queste due opposte visioni imprenditoriali è nei numeri. Bmw, pur producendo oltre un milione di veicoli l'anno, meno della metà di quelli di Renault, ha un giro d'affari di molto superiore a quello della casa francese (39 miliardi nel

2002, contro 34).

Dal canto suo, DaimlerChrysler sforna poco più della metà dei veicoli di Gm e circa i due terzi di quelli di Ford, anche se il suo fatturato (139 miliardi) tende ad avvicinarsi a quello di Gm (148 miliardi) e supera quello di Ford (128 miliardi). Col non trascurabile particolare che gli utili del gruppo tedesco, nel 2002, sono stati tre volte superiori a quelli di Gm, mentre la Ford ha chiuso il bilancio in perdita, anche se i gruppi Usa stanno combattendo una guerra dei prezzi destinata a influire negativamente sui risultati del 2003.

G.O.

