

Analisi di R&S e Il Sole-24 Ore

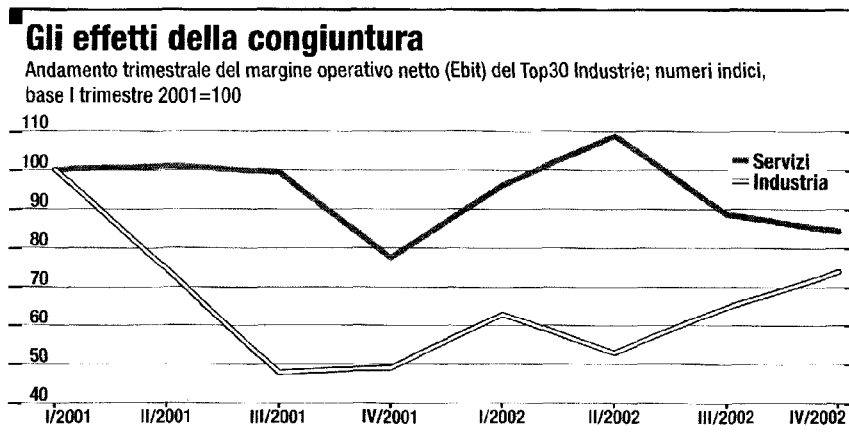
Primi segnali di ripresa dall'industria

MILANO ■ Il margine operativo netto (l'Ebit) dei grandi gruppi industriali ha registrato a fine 2002 una flessione del 7,5%, ma nel corso del secondo semestre esso ha mostrato un'inversione di tendenza che non si verificava dall'inizio del 2001. È quanto emerge dall'Analisi trimestrale dei bilanci di R&S e «Il Sole-24 Ore» relativa ai conti aggregati al 31 dicembre 2002. Qualora il recupero dell'Ebit dovesse proseguire nel primo trimestre 2003, allora potremmo trovarci di fronte a un primo timido spiraglio di ripresa. Tuttavia sulle società gravano ancora elementi di incertezza. Sul risultato netto del 2002, crollato del 69%, ha pesato una massa di oltre 12 miliardi di oneri non ricorrenti che potrebbero essere riassorbiti in gran parte già quest'anno. Sembra invece diversa la situazione delle banche, il cui conto economico aggregato ha subito un deterioramento di minore entità. I più grandi istituti hanno però utilizzato per 817 milioni (un record storico) il "fondo rischi bancari generali" per fronteggiare varie situazioni di difficoltà. Il *free capital* aggregato (il capitale libero da destinare tra l'altro ad acquisizioni) è risultato negativo per 16 miliardi. Circa la metà del patrimonio netto aggregato delle banche è impegnata in crediti dubbi.

R&S E IL SOLE-24 ORE - ANALISI TRIMESTRALE DEI BILANCI I conti aggregati dei grandi gruppi italiani al 31 dicembre 2002

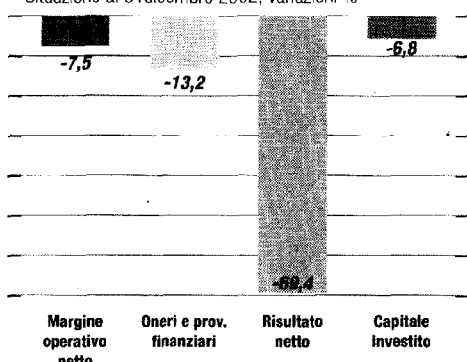
L'industria tenta l'uscita dalla crisi

L'andamento del risultato industriale ha mostrato un'inversione nella seconda parte dell'anno - Attesa per il primo trimestre 2003

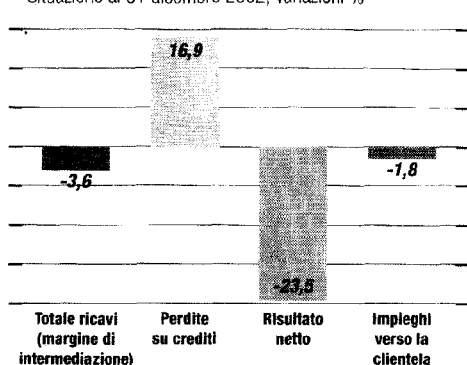


L'industria

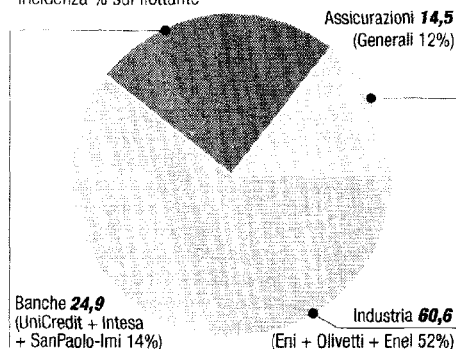
Situazione al 31 dicembre 2002; variazioni %

**Il credito**

Situazione al 31 dicembre 2002; variazioni %

**Il peso dei settori**

Capitalizzazione di Borsa per settori al 31/12/2002; incidenza % sul flottante

**Gruppi sotto la lente**

Le società sono esposte in ordine decrescente di peso nell'indice di Borsa; situazione al 31 dicembre 2002

	Risultato corrente*		Debiti finanziari	
	mln €	Var. % su 2001	mln €	Var. % su 31/12/01
Eni	8.769	-9,0	15.706	21,6
Olivetti	4.936	64,0	40.631	-13,2
Enel	2.052	-23,7	25.561	10,2
St	527	-12,2	2.821	2,1
Autostrade	1.003	20,0	2.266	52,9
Mediaset	560	-4,8	564	0,0
Finmeccanica	475	131,7	2.136	-16,9
Fiat	-1.682	n.c.	28.923	-11,5
Parmalat	502	-4,0	5.746	8,6
Pirelli	-199	n.c.	2.058	-21,1
Totale Industriali	16.943	-5,2	126.412	-3,4

	Risultato corrente*		Crediti v/clienti	
	mln €	Var. % su 2001	mln €	Var. % su 31/12/01
UniCredit	3.637	-10,0	113.824	-4,6
Intesa	306	-77,3	168.532	-7,8
SanPaolo-Imi	1.573	-26,2	126.701	1,4
Bp Verona Novara	647	1,9	31.949	2,2
Antonveneta	417	-30,8	36.927	9,5
Mps	978	-36,1	68.472	8,6
Mediobanca	310	-24,2	16.571	-0,4
Pop. Bergamo	371	-0,8	30.440	5,8
Pop. Lodi	227	24,0	22.039	12,4
B. Lombarda e Piem.	385	-2,0	21.707	11,5
Bnl	82	-58,2	60.249	-4,6
Capitalia	-522	n.c.	80.094	-10,3
Pop. Milano	204	-21,8	15.901	-2,5
Totale banche	8.615	-30,5	793.406	-1,8

(*) Industrie: margine operativo netto - oneri finanziari netti +/- risultati pro-quota di consociate valutate al patrimonio netto; banche: ricavi operativi - costi di gestione - perdite su crediti.
I dati delle banche sono depurati dei crediti d'imposta sui dividendi nei limiti delle informazioni attualmente disponibili

Profitti in pesante calo

Top30 - Industria

	12 mesi			12 mesi		
	2001	2002	Variazione %	2001	2002	Variazione %
	(Milioni di euro)			(In % del fatturato)		
Fatturato netto	193.708	191.270	-1,3	100,0	100,0	—
Costi gestione	-168.345	-167.818	-0,3	-86,9	-87,7	-0,8
Margine operativo netto	25.363	23.452	-7,5	13,1	12,3	-0,8
Oneri e proventi finanziari	-7.499	-6.509	-13,2	-3,9	-3,4	0,5
Risultato corrente	17.864	16.943	-5,2	9,2	8,9	-0,3
Saldo altri costi e ricavi	-2.105	-12.010	470,5	-1,1	-6,3	-5,2
Imposte	-5.896	-1.916	-67,5	-3,0	-1,0	2,0
Risultato netto	9.863	3.017	-69,4	5,1	1,6	-3,5
Roe	11,8	3,6	-8,2 punti	-	-	-

	Al 31/12/01	Al 31/12/02	Variazione %	Principali imprese	
				Variazione % 2001-2002	
				Fatturato	Risultato corrente
Patrim. netto azionisti	93.430	86.368	-7,6		
Patrim. netto minoranze	18.267	13.346	-26,9		
Debiti finanziari	130.913	126.412	-3,4		
Totale capitale	242.610	226.126	-6,8		
Debiti finanziari/ patrimonio netto in %	117,2	126,8	—	Olivetti	3,8
Mezzi di terzi/ Pn degli azionisti in %	159,7	161,8	—	Eni	-4,0
Liquidità	22.361	22.532	0,8	Enel	0,8
				Fiat	-3,5
					n.c.

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.

Peggiora il risultato corrente

Top30 - Banche

	12 mesi			12 mesi		
	2001	2002	Variazione %	2001	2002	Variazione %
	(Milioni di euro)			(In % dei ricavi)		
Margine d'interesse	26.978	27.172	0,7	52,0	54,4	2,4
Commissione nette	18.147	17.214	-5,1	35,0	34,4	-0,6
Altri ricavi	6.744	5.597	-17,0	13,0	11,2	-1,8
Totale ricavi (margine di intermed.)	51.869	49.983	-3,6	100,0	100,0	-
Costi operativi	-32.569	-33.295	2,2	-62,8	-66,6	-3,8
Perdite su crediti	-6.906	-8.073	16,9	-13,3	-16,2	-2,9
Risultato corrente	12.394	8.615	-30,5	23,9	17,2	-6,7
Saldo altri costi e ricavi	-2.998	-1.645	-45,1	-5,8	-3,3	2,5
Imposte	-3.962	-2.815	-29,0	-7,6	-5,6	2,0
Risultato netto	5.434	4.155	-23,5	10,5	8,3	-2,2
Roe	8,1	7,1	-1,0 punti	-	-	-

	Al 31/12/01	Al 31/12/02	Variazione %	Principali istituti	
				Variazione % 2001-2002	
				Margine d'intermed.	Risultato netto (*)
Impieghi v/ clientela	808.291	793.406	-1,8		
Raccolta diretta da clientela	861.393	870.197	1,0	UniCredit	-0,2
Raccolta indiretta da clientela	547.639	486.523	-11,2	SanPaolo-lmi	-5,7
Patrimonio netto (inclusi terzi)	78.170	76.378	-2,3	Intesa	-11,0
					-73,0

(*) Prima dei terzi

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

Sull'utile netto, crollato del 69%, hanno pesato oneri straordinari per 12 mld €

MILANO ■ La congiuntura sfavorevole e gli oneri straordinari hanno appesantito nel 2002 il bilancio dei gruppi quotati. La loro redditività, alla fine dello scorso anno, è precipitata del 69% superando a malapena i 3 miliardi di euro, contro i 9,86 del 2001: uno scivolone che avevamo già segnalato con i dati dei primi nove mesi.

Ma, insieme alle cattive notizie, dal quadro congiunturale del 2002 affiorano anche elementi di novità positivi. A confermarcelo è il grafico a destra che indica l'andamento, trimestre per trimestre, del risultato operativo dell'attività industriale dei grandi gruppi, nel cui indice — il Top30 Industria — figurano sia quelli manifatturieri e energetici, sia quelli che erogano servizi.

Ebbene, la curva del margine operativo netto mostra, a partire dal secondo semestre 2002, un'inversione di tendenza del conto economico. Lasciando da parte i servizi, la cui discesa può essere imputata a fattori stagionali, il comparto industriale evidenzia un recupero dell'attività economica che lascia ben sperare per il futuro. Se tale inversione dovesse infatti manifestarsi anche nel primo trimestre 2003, potremmo essere di fronte ai primi segnali di una ripresa.

Cauto ottimismo. Tuttavia, tra la polmonite atipica che avanza e gli incerti sviluppi del dopoguerra in Irak, è bene restare coi piedi per terra senza perdere di vista i problemi che affliggono le imprese, ampiamente rappresentati nei bilanci di banche e industrie.

Partiamo da queste ultime. Il margine operativo netto del Top30 Industria s'è ridotto, a fine 2002, del 7,5 per cento. Il dato rappresenta la media tra il -16% registrato dalle società a prevalente attività industriale e il +10% re-

gistrato da quelle del terziario. Il -16% si confronta peraltro con il -16,8% registrato dallo stesso tipo di aziende nel '92, in occasione della precedente recessione; segno che l'industria sta subendo le conseguenze di una normale crisi economica.

Ancor meno importante è stata la diminuzione del risultato corrente (-5%), cui hanno contribuito da una parte il calo dei tassi in presenza di una lieve flessione dell'indebitamento e dall'altra il miglioramento dei risultati delle partecipate valutate al patrimonio netto. È stato decisivo in questo senso, per il suo peso nel Top30, l'andamento del gruppo Olivetti, il quale con un poderoso piano di disinvestimenti ha ridotto il debito del 13%, a 40,6 miliardi, e accresciuto del 64% il risultato corrente, a 4,9 miliardi.

Partite straordinarie. Come mai, allora, l'utile netto dell'industria è arretrato del 69%? La causa va ricercata nell'eccezionale incremento delle operazioni straordinarie — il saldo altri costi e ricavi — passate dai -2 miliardi del 2001 ai -12 del

2002: un peggioramento di 10 miliardi registrato in massima parte da Olivetti e Fiat. Su questa voce hanno pesato, in modo particolare, le svalutazioni degli avviamenti del gruppo Olivetti (-5 miliardi), soprattutto a causa delle acquisizioni a prezzi molto elevati effettuate durante la gestione Colaninno, la minusvalenza di oltre un miliardo contabilizzata da Fiat per la vendita del suo pacco General Motors e oneri vari di ristrutturazione per altri 2,4 miliardi imputabili alla stessa Fiat al netto di plusvalenze generate da dismissioni (671 milioni per il 34% della Ferrari e 189 per il 14% di Italcnergia Bis).

Trattandosi comunque di partite non ricorrenti, il saldo

dovrebbe ridursi sensibilmente nel 2003. I risultati potrebbero dunque migliorare già a partire dal primo trimestre.

La struttura finanziaria. Appare invece più fragile la struttura patrimoniale dell'aggregato. Il patrimonio netto del Top30 Industria è diminuito dell'11%, in primo luogo per l'esorbitante distribuzione di dividendi. Il tracollo dell'utile non ha impedito alle società del Top30 di gratificare i propri azionisti con un cedolone di 8 miliardi. Il fenomeno è correlato al particolare assetto azionario dei gruppi italiani. In quelli privati, in cui è diffuso il sistema delle holding a cascata, la liquidità delle società operative vien fatta risalire nelle società a monte della catena di controllo (è il caso di Telecom-Olivetti-Olimpia) dove si concentra la massa dei debiti e degli oneri finanziari, mentre in quelli pubblici (Eni ed Enel) il drenaggio di profitti da parte del Tesoro va ad attenuare il fabbisogno statale.

Alla diminuzione del patrimonio netto hanno anche contribuito, per 4 miliardi, l'euro forte e la crisi argentina costringendo i gruppi esposti sull'estero a svalutare le attività extra-europee.

Il fuoco sotto la cenere. Appare invece meno compromessa la situazione del Top30 Banche. Gli istituti, pur avendo aumentato di poco il margine d'interesse, hanno visto diminuire del 3,6% il margine d'intermediazione soprattutto per la caduta delle commissioni azionarie. A registrare una marcata flessione (-30%) è stato il risultato corrente, per l'aumento delle perdite su crediti (+17%). Tuttavia, per il quasi dimezzamento del saldo altri costi e ricavi, essi hanno potuto cavarsela, a livello di risultato netto, con un calo del 23,5%; che paragonato al -69% dell'industria può essere considerato un successo. La crisi appesantisce i conti dei gruppi, ma delle svalutazioni e degli oneri di ristrutturazione che hanno sacrificato i risultati delle aziende, nei bilanci degli istituti sembra non esservi traccia.

La spiegazione di questo fenomeno si ritrova nello stato patrimoniale delle banche, in particolare nell'utilizzo da parte dei singoli istituti del "fondo rischi bancari generali", per un totale di

817 milioni: il record storico. A tale fondo, che è parte del patrimonio netto, le banche dovrebbero attingere in casi eccezionali. Il Sanpaolo-Imi vi ha fatto ricorso per 364 milioni, per «fronteggiare — si legge nel bilancio — l'impatto economico straordinario connesso alla gestione delle partecipazioni». Figura tra queste partecipazioni la quota nel Santander Central Hispano, svalutata per 399 milioni. Capitalia ha utilizzato 207 milioni del medesimo fondo, «per fronteggiare il generale rischio d'impresa in periodi di congiuntura negativa ovvero in presenza di eventi imprevisibili». E Bnl vi ha fatto ricorso per 178 milioni per fronteggiare una parte dei 467 milioni accantonati al "fondo rischi su crediti", per la crisi argentina.

Capital gain anticipati.

A fare inoltre da contrappeso al risultato delle banche sono state le plusvalenze su contratti di vendita sottoscritti nel 2002 ma portati a termine nel 2003. Senza l'anticipazione al 31 dicembre di questi *capital gain*, l'aggregato avrebbe ottenuto risultati inferiori. Intesa ha anticipato 246 milioni per la vendita del Banco di Chiavari e 281 per la cessione della partecipazione nel Crédit Lyonnais. Il Monte Paschi (Mps) ha contabilizzato una plusvalenza di 253 milioni per la cessione di Cariprato. Intesa e Capitalia hanno anticipato le plusvalenze per la vendita a Edf delle rispettive partecipazioni in Italcnergia Bis, prevista nel 2005.

In assenza di tutte queste operazioni, che assommano a 1,8 miliardi, i profitti del Top30 Banche avrebbero subito un crollo del 60 per cento.

GIUSEPPE ODDO

IL METODO DELL'INDAGINE

L'analisi dei bilanci delle imprese industriali è basata sui conti consolidati di dieci società del Mib30: Autostrade, Enel, Eni, Fiat, Finmeccanica, Mediaset, Olivetti, Parmalat, Pirelli e St Microelectronics. Da questo aggregato, definito Top30 Industria, sono escluse, a scanso di duplicazioni, Telecom Italia, Tim e Seat in quanto consolidate in Olivetti, e Saipem e Snam Rete Gas in quanto consolidate in Eni. L'analisi dei bilanci delle banche è riferita, invece, ai conti consolidati di 13 istituti 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, Sanpaolo-Imi e UniCredit. Da questo aggregato, definito Top30 Banche, è esclusa Fideuram perché consolidata nel 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».

R&S MEOBANCA SU INTERNET
www.mbres.it

Focus Le uniche ad avere capitale libero per acquisizioni sono Mediobanca, UniCredit, Popolare Milano e Sanpaolo-Imi

Le grandi banche senza «free capital»

L'incognita dei crediti dubbi

Le banche sono esposte in ordine decrescente di peso nell'indice di Borsa

	Patrim. a fine 2002 (mln €)	Tot. attivo/patrimonio (n. volte)	Free capital (mln €)	Coeff. di solvibilità (%)	Crediti dubbi				
					% su tot. crediti v/clienti	% su capitale netto	% scarichi 1999-01*	% scarichi 2002*	% perdite su scarichi* 1999-02
UniCredit	13.497	15,8	1.080	11,64	3,7	31,2	34,0	31,2	35,2
Intesa	13.746	20,4	-6.442	11,12	6,3	78,7	20,9	23,3	33,4
Sanpaolo-Imi	10.840	18,8	219	10,69	2,2	26,7	31,3	37,6	35,2
B. Verona e Novara	3.436	14,0	-1	8,92	5,6	51,8	28,7	34,0	36,3
Antonveneta	3.208	15,5	-1.306	8,41	5,2	60,6	26,0	14,4	65,8
Mps	6.348	20,3	-1.931	8,79	3,5	41,7	35,8	33,5	41,0
Mediobanca	4.712	6,7	1.199	19,43	0,6	2,2	54,0	60,4	35,4
Pop. Bergamo	2.273	18,7	-369	9,32	4,0	54,2	35,8	25,2	40,0
Pop. Lodi	2.778	13,0	-533	10,10	2,4	19,3	57,6	45,0	71,7
B.Lombarda e Piem.	2.215	13,6	-65	9,98	2,5	24,8	35,1	38,8	34,9
Bnl	3.828	21,8	-2.569	9,32	6,1	98,8	25,7	25,9	43,6
Capitalia	7.165	19,7	-5.846	9,77	9,8	110,3	24,1	14,9	55,3
Pop. Milano	2.332	13,9	358	11,26	3,2	25,9	63,4	72,8	26,6
Totale banche	76.378	17,3	-16.206	10,56	4,8	51,1	27,1	25,9	42,4

Free capital = capitale netto complessivo - immobilizzi materiali e immateriali - Partecipazioni-Crediti dubbi. I Crediti dubbi escludono quelli cartolarizzati. Gli scarichi rappresentano la somma di cancellazioni per perdite, incassi e ritorni in bonis; (*) indici calcolati sui dati lordi

MILANO ■ Le banche riscoprono il mercato italiano. Dopo le consistenti perdite subite in vari Paesi dell'America Latina, dopo i casi Enron e Worldcom esplosi negli Usa, che hanno visto coinvolti anche i maggiori gruppi bancari italiani, gli istituti di credito nazionali hanno cominciato a ripiegare sul mercato domestico. Di fronte a una riduzione del 2% del volume del credito, la quota degli impieghi del Top30 Banche verso clienti italiani ha superato infatti l'88% a fine 2002, contro l'85% raggiunto nell'anno precedente. Per contro, la quota di impieghi verso clienti dell'Unione europea è passata dal 6,8% del 2001 al 5,8% e quella verso clienti dell'area extra-europea dall'8,5% al 6,1 per cento.

Ma, in una fase di recessione economica e di instabilità dei mercati finanziari, l'attenzione generale va rivolta soprattutto alla consistenza patrimoniale degli istituti e al loro grado di solvibilità. È di particolare aiuto, a questo proposito, l'analisi dei crediti dubbi, i quali si suddividono in tre categorie: le sofferenze, gli incagli e i crediti ristrutturati. Le sofferenze sono crediti verso soggetti in stato d'insolvenza. Gli incagli sono crediti verso soggetti in situazione di difficoltà temporanea, che si prevede possano

essere riscossi entro un congruo periodo di tempo. Quelli ristrutturati sono invece crediti rinegoziati a tassi inferiori a quelli di mercato, il cui rimborso può essere rinviato anche di diversi anni (il caso di scuola è la vicenda Ferfin-Montedison esplosa nel '93).

Per capire la rilevanza del fenomeno basta dare uno sguardo alla tabella a destra. Essa ci dice che circa la metà del patrimonio netto dei 13 istituti dell'aggregato è mediamente impegnata in crediti dubbi. Un richiamo d'attenzione in questo senso merita Capitalia, per la quale i crediti dubbi rappresentano il 110% dei mezzi propri, vale a dire lo superano abbondantemente, e in ordine decrescente Bnl (99%), Banca Intesa (79%) e Antonveneta (61%), mentre tra gli istituti più virtuosi ritroviamo Mediobanca, Sanpaolo-Imi, UniCredit, Popolare Lodi, Banca Lombarda e Popolare Milano.

Un altro indicatore di solidità è quello che spiega il movimento dei crediti dubbi, la loro velocità annua di rigiro, che potremmo chiamare "scarico". Esso può avvenire per incasso del credito, per ritorno *in bonis* o, nel caso peggiore, per passaggio a perdita definitiva. La medesima tabella ci dice che, tra il '99 e il 2001, i tredici istituti dell'aggregato hanno scaricato in media il 27% (poco più di un quarto) dei loro

crediti dubbi, con punte virtuose per Popolare Milano, Popolare Lodi e Mediobanca. Nel 2002, invece, la stessa media è scesa al di sotto del 26 per cento. Il calo si spiega con la forte diminuzione degli "scarichi" passati a perdita, dal 12,7% nel triennio 1999-2001 al 7,2%; diminuzione a dir poco fortunosa in un anno di congiuntura negativa. La quota dei crediti dubbi andati perduti ha rappresentato, invece, nell'intero quadriennio 1999-2002, poco meno della metà di quelli complessivamente "scaricati", con punte virtuose per Popolare Milano, Intesa, Banca Lombarda, UniCredit, Sanpaolo-Imi, Mediobanca, Banco Popolare di Verona e Novara e, al contrario, con punte critiche per Popolare Lodi, Antonveneta e Capitalia.

Queste considerazioni valgono per gli "scarichi" annuali. Mancano informazioni altrettanto precise sulla rimanente parte dei crediti dubbi, quelli a più lento rigiro e a più alta potenzialità di perdita, che rappresentano i tre quarti del totale. Per avere maggiori lumi su questi crediti non resta che attendere il loro impatto sui bilanci dei prossimi anni.

Il Top30 Banche mostra in media un coefficiente di solvibilità di quasi l'11%, di poco inferiore alla media europea. Ma l'indicatore che mette in evidenza quello

che sembra essere uno dei punti più deboli del sistema bancario italiano è il *free capital*, ossia il patrimonio netto depurato degli immobilizzi materiali e immateriali, delle partecipazioni e della quota di crediti dubbi che può tradursi in perdite.

Una banca che disponga di un free capital può per esempio espandersi acquisendo partecipazioni finanziarie o di controllo in altre società. Gli istituti del Top30, invece, hanno in media un free capital negativo per oltre 16 miliardi di euro. In altre parole, non hanno un free capital.

Ciò vale in modo particolare per Intesa (il cui capitale libero è pari a -6,4 miliardi), per Capitalia (-5,8 miliardi), per Bnl (-2,6 miliardi), per il Monte dei Paschi di Siena (-1,9 miliardi), per l'Antonveneta (-1,3 miliardi), per la Popolare di Lodi (-533 milioni), per la Popolare di Bergamo (-369 milioni), per la Banca Lombarda (-65 milioni), mentre il Banco Popolare di Verona e Novara ha un free capital di fatto pari a zero.

Tra le banche con il free capital positivo figurano, invece, Mediobanca, con quasi 1,2 miliardi, UniCredit, con oltre un miliardo, e ad alcune lunghezze di distanza Popolare di Milano, con 358 milioni e Sanpaolo-Imi, con 219 milioni.

G.O.