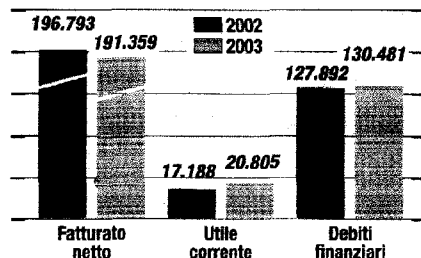


ANALISI R&S-IL SOLE 24 ORE

Industria, più utili ma ricavi in calo

Campione Top30 industriale - in milioni di €



Utili aggregati 2003 in forte crescita per i gruppi industriali quotati, grazie alle partite straordinarie, ma ricavi in calo. Conti delle banche, l'impatto delle cartolarizzazioni. **ODDO A PAG. 2**

L'industria fa profitti ma perde ricavi

L'utile corrente sale del 21% - Banche poco prudenti sui crediti dubbi

*Oneri straordinari
in diminuzione
per 7,6 miliardi*

*Crack Parmalat,
impieghi svalutati
per 1,5 miliardi*

MILANO ■ I grandi gruppi industriali hanno chiuso il 2003 con un balzo dei profitti grazie alle partite straordinarie. Ma il loro fatturato aggregato è diminuito del 2,8%, da 197 a 191 miliardi di euro. Le imprese del Top30 Industria per ridurre il carico dei debiti sono andate in sostanza rimpicciolendosi, dismettendo attività, anche se in termini omogenei i loro ricavi appaiono in aumento (+1,5%). Le più vistose perdite di fatturato sono state quelle di Luxottica (-14%) e Fiat (-7%). Ha pesato in entrambi i casi il rafforzamento dell'euro sul dollaro. Ma a determinare la caduta dei ricavi Fiat ha soprattutto contribuito il calo delle vendite di autoveicoli. In sensibile aumento, invece, i fatturati di Edison, ST Microelectronics, Autostrade, Eni. I

grandi gruppi hanno perso terreno anche nelle vendite all'estero, calate dell'1,2 per cento. Più marcate le flessioni di Autogrill, Luxottica e Fiat; in controtendenza Enel e St Microelectronics.

Margini in crescita. Per migliorare il margine operativo netto (o Ebit), ai gruppi del Top30 Industria non è rimasto che far leva sulla riduzione dei costi. Ha fatto eccezione l'Eni, il cui Ebit è cresciuto in buona parte per l'aumento delle vendite di idrocarburi. Per la riduzione dei costi di Enel e Telecom si sono rivelate determinanti, invece, l'abolizione della penale idroelettrica e la soppressione dei contributi all'esercizio delle telecomunicazioni. All'incremento dell'Ebit hanno però concorso, in prevalenza, le imprese energetiche, il cui margine operativo netto nell'ultimo trimestre 2003 ha rappresentato più del 10% delle vendite, contro il 3,4% delle imprese industriali non energetiche.

Dietro i risultati. È da prendere con le molle anche il risultato d'esercizio. Il 220% di aumento dell'utile ag-

gregato, da 2,7 a 8,8 miliardi, è infatti da attribuire al crollo degli oneri straordinari netti. Lo scorso anno, le partite straordinarie del Top30 Industria erano esplose oltre i 12 miliardi per le svalutazioni effettuate da Telecom e Fiat. Venuti meno la maggior parte di tali oneri, il risultato aggregato è schizzato verso l'alto. A ridurre gli oneri straordinari hanno contribuito, per quanto riguarda Telecom, la vendita di Seat e per quanto riguarda Fiat, le plusvalenze

per le cessioni di Fiat Avio e Toro e la discesa degli oneri di ristrutturazione dai 2 miliardi del 2002 a 658 milioni. Un valore più aderente alla reale condizione di redditività del Top30 Industria è rappresentato dal risultato ante imposte, che indica un progresso importante, ma molto più contenuto (+21%).

Debiti e liquidità. L'indebitamento dell'aggregato risulta in crescita del 2%, ma a causa della situazione di Autostrade, che ha in pancia il finanziamento di 6,5 miliardi assunto dalla Newco

28. Al netto di questa operazione, i debiti del Top30 Industria calerebbero del 3 per cento.

Non deve indurre in errore, inoltre, l'incremento del 36% della voce "cassa, banche e titoli". La maggior parte di questa liquidità figura infatti parcheggiata nei bilanci, in vista del rimborso di bond o di debiti a breve. Ciononostante le società tendono a detrarla dall'esposizione, con il calcolo della posizione finanziaria netta (Pfn). Lo scarto tra questa e il debito totale è però in alcuni casi assai consistente. Per esempio, Telecom ha chiuso il 2003 con una Pfn di 33,35 miliardi accanto a un debito di 41,47 miliardi, pari al 207% del suo patrimonio netto, mentre la Pfn di Fiat è stata di 3 miliardi, contro oltre 22 di debito, pari al 295% del patrimonio netto.

I gruppi bancari. Diverso il discorso per le banche. I gruppi creditizi del Top30 Banche appaiono in buona forma. Con l'eccezione di Antonveneta, che ha chiuso il 2003 con una perdita corrente di 355 milioni per la svalutazione di crediti, tutti gli altri hanno registrato un incremento di ricavi e di

utili, in certi casi ragguardevole. Intesa ha per esempio aumentato i profitti correnti del 263%, a 2,1 miliardi. La discesa del 2,8% del margine d'interesse aggregato è stata più che compensata dalle commissioni e soprattutto dagli "altri ricavi", comprendenti i proventi da operazioni finanziarie quali il collocamento di prodotti strutturati e derivati alla piccola e media impresa. Il margine d'intermediazione è così cresciuto del 3,5% e il risultato corrente ha a sua volta registrato un incremento del 26% grazie alla contrazione dei costi operativi e delle perdite su crediti (-3,6%). Queste sono diminuite di quasi un miliardo per Intesa e di 600 milioni per Capitalia.

I crediti dubbi. Insomma, le grandi banche hanno conservato buoni margini di redditività nonostante l'avversa congiuntura e i 1.492 milioni di perdite su crediti derivanti dalla bancarotta della Parmalat (importo peraltro pari a circa l'80% dell'intera esposizione dell'aggregato verso l'ex gruppo Tanzi).

Come si spiega la tenuta del conto economico? La causa principale risiede nella quota ridotta di crediti dubbi (sofferenze, incagli e crediti ristrutturati) passati a perdita. Essa è stata in media del 20% tanto nel 2002 quanto nel 2003, mentre i principali istituti europei passano a perdita, mediamente, il 56% dei crediti dubbi. Per non parlare di quelli Usa, che ne svalutano una percentuale addirittura superiore al loro ammontare.

Il divario con l'Europa.

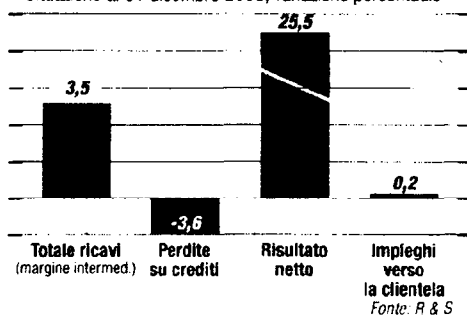
Il paragone con l'Europa è ancora più stridente se assumiamo altri termini di confronto. Per esempio, i crediti dubbi del Top30 Banche rappresentano il 39% del loro patrimonio netto, contro la corrispondente media europea del 7,5 per cento. Per Capitalia i crediti dubbi raggiungono addirittura il 105% del patrimonio netto, per Bnl l'81%, per Antonveneta il 67% e per Intesa il 51

per cento. Di riflesso risulta superiore alla media europea anche la percentuale tra crediti dubbi e crediti totali verso i clienti. Uniche eccezioni: SanpaoloImi, con un rapporto dell'1,2%, allineato a quello europeo, e Mediobanca, il cui indice dello 0,6% è riferito esclusivamente ai crediti al consumo. Politiche di bilancio più prudentziali, ovvero l'adozione di principi contabili più vicini a quelli europei in materia di crediti dubbi, comporterebbero in altre parole un forte peggioramento dei risultati di gestione e un ridimensionamento degli stessi mezzi patrimoniali delle maggiori banche italiane.

GIUSEPPE ODDO

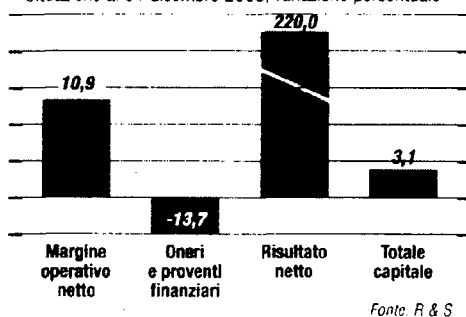
Il credito

Situazione al 31 dicembre 2003, variazione percentuale



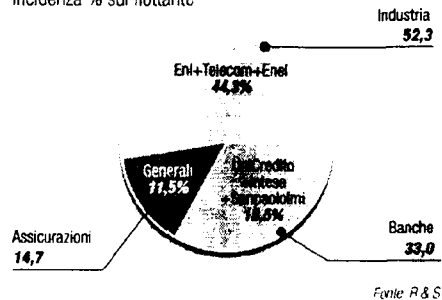
L'industria

Situazione al 31 dicembre 2003, variazione percentuale



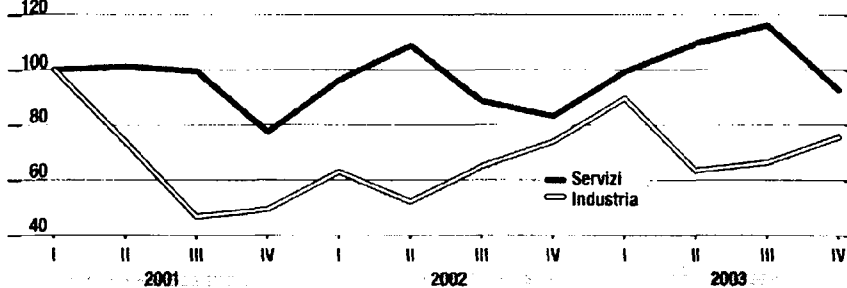
Il peso dei settori

Capitalizzazione di Borsa per settori al 31/12/2003; incidenza % sul flottante



Gli effetti della congiuntura

Andamento trimestrale del margine operativo netto (Ebit) del Top30 industria; numeri indici, base 1° trimestre 2001=100



Il balzo del Roe

Top 30 - Industria

	12 mesi (milioni di euro)			12 mesi (in % sul fatturato)		
	2002	2003	Variaz. %	2002	2003	Variaz.
Fatturato netto	196.793	191.359	-2,8	100,0	100,0	—
Costi di gestione	172.500	164.420	-4,7	87,7	85,9	-1,8
Margine operativo netto	24.293	26.939	10,9	12,3	14,1	1,8
Oneri e proventi finanziari	-7.105	-6.134	-13,7	-3,6	-3,2	0,4
Risultato corrente	17.188	20.805	21,0	8,7	10,9	2,2
Saldo altri costi e ricavi	-12.370	-4.772	-61,4	-6,3	-2,5	3,8
Imposte	-2.066	-7.227	249,8	-1,0	-3,8	-2,8
Risultato netto	2.752	8.806	220,0	1,4	4,6	3,2
Roe	3,3	10,2	6,9 punti			

	Al 31/12/02	Al 31/12/03	Variaz. %	PRINCIPALI IMPRESE		
Patrimonio netto degli azionisti	65.737	94.951	10,7	Variazioni percentuali 2002/2003		
Patrimonio netto delle minoranze	13.220	8.363	-36,7	Fatturato (omogeneo)	Risultato corrente	
Debiti finanziari	127.892	130.481	2,0	Telecom Italia	2,7	14,7
Totale capitale	226.849	233.795	3,1	Eni	6,1	10,1
Debiti finanziari - Patrimonio netto in %	129,2	126,3	—	Enel	2,8	78,6
Mezzi di terzi - Pn degli azionisti in percentuale	164,6	146,2	—	Fiat	-7,3	neg.
Cassa banche e titoli	19.125	25.931	35,6			

Nota: Onde evitare duplicazioni, l'aggregato non comprende le società la cui controllante è inclusa nei Top30. 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. Fonte: R & S

Ricavi al traino di prodotti strutturati e derivati

Top 30 - Banche

	12 mesi (in milioni di euro)			12 mesi (in % dei ricavi)		
	2002	2003	Variaz. %	2002	2003	Variaz.
Margine d'interesse	27.354	26.580	-2,8	54,0	50,7	-3,3
Commissioni nette	17.007	17.543	3,2	33,5	33,4	-0,1
Altri ricavi	6.354	8.342	31,3	12,5	15,9	3,4
Totale ricavi (marg. di intermediazione)	50.715	52.465	3,5	100,0	100,0	—
Costi operativi	-33.790	-33.506	-0,8	-66,6	-63,9	2,7
Perdite su crediti	-7.957	-7.671	-3,6	-15,7	-14,6	1,1
Risultato corrente	8.968	11.288	25,9	17,7	21,5	3,8
Saldo altri costi e ricavi	-1.904	-2.541	33,5	-3,8	-4,8	-1,0
Imposte	-2.862	-3.472	21,3	-5,6	-6,6	-1,0
Risultato netto	4.202	5.276	25,5	8,3	10,1	1,8
Roe	6,2	7,3	1,1 punti			

R&S MEDIUMBANCA SU INTERNET

www.mbres.it

	Al 31/12/02	Al 31/12/03	Variaz. %	PRINCIPALI ISTITUTI	
Impieghi verso la clientela	802.101	803.901	0,2	Variazioni percentuali 2002/2003	
Raccolta diretta da clientela	884.028	883.994	0,0	Margine d'intermed.	Risultato netto
Raccolta indiretta da clientela	562.419	604.007	7,4	UniCredito	1,8
Patrimonio netto (inclusi terzi)	78.233	82.158	5,0	SanpaoloImi	6,7
				Intesa	1,3
					507,0

Nota: 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.

Fonte: R & S

Gruppi sotto la lente

Le società sono esposte in ordine decrescente di peso nell'indice di Borsa - Situazione al 31 dicembre 2003

	Risultato corrente*		Debiti finanziari	
	Min di €	Var. % sul '02	Min di €	% sul cap. netto al 31/12/03
Eni	9.656	10,1	16.472	58,2
Enel	3.456	78,6	26.661	125,1
Telecom Italia	5.658	14,7	41.465	207,1
St	369	-15,6	2.451	38,0
Mediaset	744	8,8	712	25,3
Autostrade	751	6,2	9.428	599,4
Luxottica	390	-27,8	1.770	126,9
Seat Pg	240	n.c.	635	14,5
Edison	375	72,8	4.650	77,3
Finmeccanica	353	-25,7	3.193	96,8
Fiat	-1.377	neg.	22.034	295,3
Autogrill	190	11,1	1.010	356,9
Totale Industriali*	20.805	21,0	132.481	123,3
	Risultato corrente*		Crediti verso clienti	
	Min di €	Var. % sul '02	Min di €	Var. % sul '02
UniCredito	3.805	4,1	126.709	9,8
Intesa	2.080	263,0	154.992	-5,7
SanpaoloImi	1.918	22,4	124.699	0,3
Bp Verona Novara	674	-0,1	31.949	—
Bpu	317	-36,5	43.045	5,7
B. Antonveneta	-355	n.c.	36.463	-1,3
Bancalife	809	-15,7	70.405	2,8
Mediobanca	595	97,0	17.081	3,1
Capitalia	274	n.c.	75.227	-6,1
Bnl	398	n.c.	56.014	-7,0
Banca Pop. Lodi	213	-4,5	26.756	-4,9
Banca Pop. Mi	191	-6,4	17.077	7,4
Banca Lombarda	369	-4,2	23.584	8,6
Totale banche	11.288	25,0	803.091	—

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

Il metodo dell'indagine

L'analisi R&S-Il Sole 24 Ore dei bilanci delle imprese industriali pubblicata a partire dal novembre 2001 è basata sui conti consolidati di undici società dell'indice Mib30 della Borsa Italiana: Autostrade, Edison, Eni, Enel, Fiat, Finmeccanica, Luxottica, Mediaset, Seat, ST Microelectronics e Telecom Italia. Nelle edizioni precedenti la Seat era stata esclusa perché controllata e consolidata dalla Telecom Italia. Parmalat, invece, ne è uscita a fine 2003 in seguito alla dichiarazione dello stato d'insolvenza e alla sospensione del titolo dalle negoziazioni di Borsa. Da questo aggregato, definito Top30 Industria, sono escluse, onde evitare duplicazioni, Tim in quanto consolidata in Telecom Italia, e Saipem e Snam Rete Gas in quanto consolidate in Eni. L'analisi dei bilanci delle banche è riferita ai conti consolidati di 13 istituti del paniere Mediobanca30: Antonveneta, Banca Lombarda, Banca Popolare di Lodi, Banca Popolare di Milano, Banco Popolare di Verona e Novara, Bpu, Bnl, Capitalia, Intesa, Mediobanca, Monte dei Paschi di Siena, Sanpaolo-Imi e UniCredito. Da quest'aggregato, definito Top30 Banche, è esclusa la Fideuram, non presente nel Mediobanca30 e comunque consolidata nel bilancio del Sanpaolo-Imi. I dati delle imprese sono riclassificati da R&S in base alle proprie metodologie. La loro interpretazione e i contenuti di questa pagina ricadono invece interamente sotto la responsabilità del «Sole-24 Ore». La precedente Analisi trimestrale dei bilanci, relativa ai nove mesi del 2003, è stata pubblicata il 10 dicembre 2003, mentre quelle relative al primo trimestre e al primo semestre dello stesso anno risalgono, rispettivamente, al 6 giugno e al 21 ottobre 2003.

Focus ■ Nel primo quadrimestre perfezionate operazioni per 11 miliardi - Con «Basilea 2» titoli junior alla verifica

Più cartolarizzazioni, meno sofferenze

L'ammontare degli attivi trasformati in bond

Valori in migliaia di euro

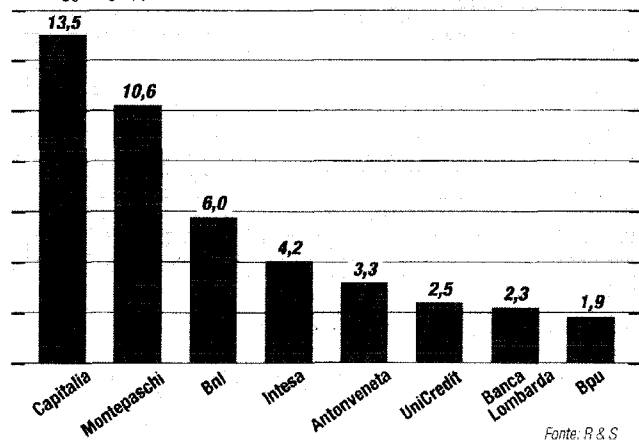
Originator	1999	2000	2001	2002	2003	1° quad. 2003	1° quad. 2004
Gruppi bancari	1.388.686	7.040.320	18.557.290	17.497.402	12.793.965	8.577.060	5.597.167
Stato ed enti pubblici	4.925.000	1.350.000	8.429.500	10.134.150	10.297.900	2.528.900	5.000.000
Gruppi privati	—	1.040.250	2.296.240	1.497.850	2.801.089	1.385.350	—
Gruppi assicurativi*	—	—	202.000	290.210	—	—	—
TOTALE	6.313.686	9.430.570	29.485.030	29.419.612	25.892.954	12.491.310	10.597.167
di cui: pubblica amm.ne**	4.925.000	1.350.000	8.429.500	10.134.150	10.297.900	2.528.900	5.000.000
mutui ipotecari	—	1.369.730	7.964.680	7.591.715	8.609.965	6.677.660	3.508.967
canoni leasing	—	906.500	3.774.100	6.630.907	3.085.023	1.437.400	1.671.300
sofferenze	1.118.686	1.961.000	4.711.700	1.025.000	462.000	462.000	—
credito al consumo	—	1.635.000	3.155.160	1.343.350	2.052.716	—	199.000
obbligazioni	270.000	2.208.340	749.890	2.480.490	715.000	715.000	217.900
crediti comm.li e diversi	—	—	700.000	214.000	670.350	670.350	—

(*) Canoni leasing; (**) Affitti, vendita immobili, versamento contributi

Fonte: elaborazioni R & S su dati www.securitization.it

Le principali banche emittenti

I maggiori gruppi bancari che hanno emesso titoli da cartolarizzazioni



L'attività dello Stato e degli enti pubblici ha superato i 10 miliardi nel 2002 e 2003

MILANO ■ Un ammontare di crediti cartolarizzati per oltre 111 miliardi di euro è stato collocato sul mercato tra il 1999 e il primo quadrimestre 2004 da banche, assicurazioni, amministrazione dello Stato e enti pubblici. Il boom dei titoli delle cartolarizzazioni (altrimenti detti *asset backed securities* o Abs) è stato raggiunto tra il 2001 e

il 2002, con bond per 29 miliardi collocati annualmente. Nel 2003, invece, il mercato ha registrato una flessione, accentuatasi tra gennaio e aprile di quest'anno. Nel primo quadrimestre 2004 comunque sono state perfezionate operazioni per 11 miliardi.

Fino al 2001, i principali attori delle cartolarizzazioni sono state

le banche. I gruppi che hanno fatto maggiormente ricorso a questo strumento sono Capitalia con 13,5 miliardi di euro di titoli emessi, Monte Paschi con 10,6 miliardi e Bnl con 6.

A spingere le banche su questa strada è stata la legge 130 del '99, che ha consentito, nei due anni successivi alla sua entrata in vigore, di contenere l'impatto delle sofferenze sui conti, dilazionando su cinque esercizi la differenza tra il valore di libro dei crediti ceduti e il valore di cessione. Così, tra il 1999 e il 2001 le banche sono riuscite a emettere circa 8 miliardi di euro di Abs (su un totale di 27) per la cartolarizzazione di sofferenze.

Questo il meccanismo: i crediti

sono conferiti dalla banca *originator* a un veicolo societario, il quale emette bond che colloca presso gli investitori. Dalla riscossione dei crediti in pancia al veicolo dipende il pagamento delle cedole e il rimborso del capitale. Se il veicolo è controllato dalla banca, gli attivi venduti continuano a essere appostati nel suo consolidato. La ban-

ca, comunque, riassume su di sé una parte spesso rilevante del rischio ceduto, riacquistando al collocamento le *tranche* meno garantite delle obbligazioni emesse (dette

tranche junior). Secondo i nuovi accordi di Basilea tra le banche centrali (cosiddetti di Basilea 2), i titoli riacquistati che non raggiungono l'*investment grade*, ossia il *rating* attribuito alle obbligazioni meno rischiose, andrebbero dedotti dal patrimonio di vigilanza della stessa banca. A fine 2003, le obbligazioni junior in portafoglio ai 13 istituti del Top30 Banche ammontavano a 3,6 miliardi di euro.

Negli ultimi anni, le cartolarizzazioni bancarie sono andate spostandosi dai crediti inesigibili ai mutui ipotecari, che nel periodo in esame hanno rappresentato il 41% degli Abs, per un controvalore di 29 miliardi. Tra i gruppi industriali s'è distinta la Fiat, che ha emesso 3,3 miliardi di Abs a fronte di attivi ceduti da Fiat Sava e Iveco Finanziaria.

Nel contempo è aumentata l'attività degli emittenti pubblici, che ha superato i 10 miliardi sia nel 2002 sia nel 2003. Le cartolarizzazioni pubbliche, tra il 1999 e il primo quadrimestre di quest'anno, hanno superato i 40 miliardi. Le operazioni più imponenti sono stati i programmi Scip, Scic e Scci.

Il programma Scip, per il quale

sono stati collocati in due tranche 8,9 miliardi di euro di bond, ha riguardato la cartolarizzazione dei proventi attesi dalla vendita di 80mila immobili residenziali e commerciali di proprietà di enti previdenziali e demaniali. I titoli emessi in occasione della prima tranche sono stati interamente rimborsati nel dicembre scorso, per

un ammontare di 2,3 miliardi. La seconda tranche ha invece conosciuto vicende travagliate anche in seguito all'introduzione di norme a favore degli occupanti. Il programma Scic riguarda la cartolarizzazione per 4,2 miliardi di 600mila prestiti personali a dipendenti pubblici, erogati dall'Inpdap. Il programma Scci, per complessivi

12,4 miliardi, è infine relativo ai proventi attesi dal recupero di contributi non versati all'Inps. Le obbligazioni collocate nell'ambito di quest'ultimo programma sono state ammesse all'EuroMot, il mercato regolamentato gestito da Borsa Italiana, riservato anche alla trattazione degli Abs. Ma in

generale questi titoli vengono iscritti alla Borsa del Lussemburgo — un mercato con minimi obblighi informativi, pressoché privo di scambi — al solo scopo di ottenere una quotazione formale. Condizione, questa, necessaria per far sì che essi siano sottoscritti dagli investitori istituzionali.

G.O.

