

POLITECNICO DI TORINO

Collegio di Ingegneria Gestionale

**Corso di Laurea Magistrale
in Ingegneria Gestionale
percorso Finanza**

Tesi di Laurea Magistrale

**Analisi del settore automotive tramite
applicazione della Metodologia Rating Moody's**



Relatore

Prof. Franco Varetto

Candidato

Vincenzo Navarra

Anno Accademico 2020/2021

Indice

Introduzione	5
1. Le Agenzie di Rating	6
1.1 Il ruolo delle Agenzie di Rating.....	6
1.2 Le Agenzie di Rating nel processo di Regulation Bancaria	8
1.3 L'intermediazione nel rating del credito.....	12
1.4 Gli step nell'emissione di un rating	14
2. Il Settore Automotive	18
2.1 Gli anni di crisi del Settore Automobilistico: 2009-2013.....	19
2.2 Il rilancio del settore automotive: 2014-2015.....	21
2.3 Il rinnovato trend di crescita: 2016-2017.....	26
2.4 La battuta d'arresto: 2018-2019.....	35
2.5 La profonda crisi del settore automotive: 2020	42
3. La Metodologia Rating Moody's	49
3.1 Il perimetro dell'analisi rating	49
3.2 I fattori di Rating.....	51
3.3 Profilo Business	55
3.4 Profilo Finanziario	59
3.5 Politica Finanziaria	66
4. Applicazione Metodologia Rating al settore Automotive	69
4.1 Campione e Banca Dati	69
4.2 Calcolo dei Rating	72
4.2.1 Profittabilità: Margine EBITA.....	74
4.2.2 Leva e Copertura Finanziaria	76
4.2.2.1 Debiti/EBITDA.....	76
4.2.2.2 Cassa e titoli negoziabili/Debito	77
4.2.2.3 RCF/Debiti.....	78
4.2.2.4 FCF/Debiti	79
4.2.2.5 EBITA/Oneri finanziari	80
4.3 Rating complessivo finale.....	81
4.4 Classi di Sintesi.....	82
4.5 Matrici di Transizione.....	91
4.6 Limitazioni nella Procedura Rating applicata.....	99
Conclusioni	106
5. Bibliografia e Sitografia	108

Indice delle Figure

Figura 1.1 Attori nel processo di Rating.....	13
Figura 1.2 Iter di assegnazione di un rating.....	17
Figura 2.1 Produzione nazionale: Fonte Anfia.....	19
Figura 2.2 Produzione autobus 1996-2015: Fonte Anfia.....	22
Figura 2.3 Produzione industriale 2015: Fonte Anfia.....	22
Figura 2.4 Tipologia di alimentazione su tot immatricolazioni: Fonte Aida.....	25
Figura 2.5 Istogramma Produzione-Fatturato-Ordinativi 2016: Fonte Anfia.....	27
Figura 2.6 Trend import ed export componentistica Auto: Fonte Anfia.....	28
Figura 2.7 Distribuzione privati e società per tipologia di combustibile 2016: Fonte Anfia.....	30
Figura 2.8 Istogramma Produzione-Fatturato-Ordinativi 2017: Fonte Anfia.....	32
Figura 2.9 Variazione Produzione, Fatturato ed ordinativi 2018: Fonte Anfia.....	36
Figura 2.10 Indici di produzione industriale, fatturato ed ordinativi 2019: Fonte ISTAT.....	38
Figura 2.11 Produzione Domestica di Auto Diesel 2015-2019: Fonte Anfia.....	38
Figura 2.12 Parco circolante per anzianità 2019: Fonte Anfia.....	40
Figura 2.13 Variazioni % immatricolazioni mensili tendenziali 2020-2019: Fonte Anfia.....	44
Figura 2.14 Clima di fiducia, indice destagionalizzato (base2010=100): Fonte ISTAT.....	46
Figura 2.15 Trend annuale immatricolazioni autovetture: Fonte Anfia.....	47
Figura 4.1 Scala Rating Moody's: Fonte Moody's Investor Service.....	73
Figura 4.2 Andamento temporale classi di Rating.....	84
Figura 4.3 Classi di sintesi 2013/17.....	87
Figura 4.4 Andamento Temporale Classi Investment e Speculative grade.....	88

Indice delle Tabelle

Tabella 1.1 Classi di Ponderazione Basilea 1.....	9
Tabella 1.2 Ponderazione rischi Basilea 2.....	10
Tabella 2.1 Volumi di produzione 2014-2015: Fonte Anfia.....	23
Tabella 2.2 Immatricolazioni 2015: Fonte Anfia.....	24
Tabella 2.3 Produzione Domestica Autoveicoli 2016: Fonte Anfia.....	26
Tabella 2.4 Immatricolazioni autoveicoli anno 2016: Fonte Anfia.....	29
Tabella 2.5 Produzione nazionale autoveicoli 2016: Fonte Anfia.....	31
Tabella 2.6 Immatricolazioni autoveicoli 2017: Fonte Anfia.....	33
Tabella 2.7 Parco vetture per alimentazione 2017: Fonte ACI.....	35
Tabella 2.8 Immatricolazioni autovetture per regione: Fonte Anfia.....	48
Tabella 3.1 Fattori di Rating: Fonte Moody's.....	52
Tabella 3.2 Scala rating fattori qualitativi.....	53
Tabella 3.3 Scala rating fattori quantitativi.....	54
Tabella 3.4 Intervalli score numerici per classi di rating: Fonte Moody's.....	54
Tabella 3.5 Tabella Rating Profilo Business: Fonte Moody's.....	59
Tabella 3.6 Scorecard Profittabilità ed Efficienza: Fonte Moody's.....	61
Tabella 3.7 Scorecard Leva e Copertura finanziaria: Fonte Moody's.....	66
Tabella 3.8 Scorecard profilo finanziario: Fonte Moody's.....	68
Tabella 4.1 Estremi classe Margine EBITA.....	74
Tabella 4.2 Estremi classe Debt/EBITDA.....	76
Tabella 4.3 Estremi Cash and Marketable Sec./Debt.....	77

<i>Tabella 4.4 Estremi Scala RCF/Debt</i>	78
<i>Tabella 4.5 Estremi Scala FCF/Debit</i>	79
<i>Tabella 4.6 Estremi scala EBITA/OF</i>	80
<i>Tabella 4.7 Esempio rating complessivo Lamborghini S.P.A. 2017</i>	81
<i>Tabella 4.8 Classi di Sintesi complete 2010-2018</i>	82
<i>Tabella 4.9 Classi di sintesi compatte 2010-2018</i>	83
<i>Tabella 4.10 Classi di sintesi Investment e Speculative Grade</i>	87
<i>Tabella 4.11 Matrice di transizione media annuale</i>	93
<i>Tabella 4.12 Esempio reale Matrice transizione Moody's annuale</i>	94
<i>Tabella 4.13 Matrice di Transizione 2010-2018</i>	97
<i>Tabella 4.14 Probabilità upgrade e downgrade 2010-2018</i>	97
<i>Tabella 6.1 Elenco Rating complessivo campione</i>	138

Introduzione

Il settore automobilistico ha assunto, nel corso dell'ultimo secolo, un ruolo da protagonista e da vero e proprio fulcro per l'intera economia nazionale, rappresentando in tal senso un fiore all'occhiello dell'intero comparto industriale italiano, capace di recare vanto e stima al motore produttivo ed economico del nostro Paese sia in termini di produttività interna sia nell'alto grado di competitività raffrontato nei principali mercati europei.

L'effettiva preponderanza e rilevanza economica di tale settore ha conferito allo stesso una capacità di arbitrare ed influenzare, con le proprie prestazioni, le sorti e l'andamento industriale nazionale, timonando e trascinando quest'ultimo nei periodi di crescita e sviluppo, ma affossandolo, al contempo, nei principali anni di crisi e contrazione produttiva per l'intera filiera automobilistica.

Il quadro poc'anzi descritto ci ha pertanto indotto e spinto a voler approfondire concretamente e scrupolosamente lo stato di salute economico attraversato dalle imprese operanti nel settore automotive, durante il decennio appena trascorso.

In ragion di ciò tal elaborato si pone come obiettivo precipuo l'analisi prettamente finanziaria delle società appartenenti a tale settore, tramite un'opportuna applicazione della metodologia rating di Moody's.

L'iter delineato sarà pertanto l'ottenimento e la stesura per ciascuna delle suddette imprese di un rating finanziario e la conseguente analisi e contestualizzazione dei risultati aggregati ottenuti per l'intero settore automobilistico.

Per poter offrire al lettore una completa visione e comprensione degli argomenti trattati, si offrirà in prima battuta un excursus esplicante il concetto di rating creditizio e l'importanza economica e mediatica posseduta oggigiorno dalle agenzie di rating a livello globale.

Sarà altresì attraversato ed analizzato il decorso economico e produttivo reale manifestato, nei suoi numeri aggregati, dal settore automobilistico nell'ultimo decennio, in modo tale da poter saggiare e contestualizzare i rating finanziari stimati nella seconda parte dell'elaborato, per il medesimo arco temporale.

Infine ancor prima dell'attuazione della suddetta procedura rating, andremo a indagare nel dettaglio i principali pilastri economici e finanziari su cui la stessa radica i propri ragionamenti, esplicandone le principali peculiarità.

Comprese pertanto le logiche economiche su cui si basa la procedura rating mostrata, ne verrà offerta un'applicazione quantitativa su un campione di riferimento, la quale permetterà di valutarne la solidità e valenza finanziaria della medesima, oltre che vagliare lo stato di salute economico del settore in analisi.

1. Le Agenzie di Rating

Nel proseguo dell'elaborato, come in precedenza anticipato, si andrà ad applicare per valutare la solvibilità di tale settore la metodologia rating proposta da Moody's.

Risulta dunque essenziale e doveroso, per una completa comprensione e visione generale degli argomenti trattati, analizzare in prima istanza la funzione e lo spessore assunto nel corso degli anni da parte delle agenzie di rating nell'intero panorama mondiale.

Verrà altresì proposta una digressione relativa al concetto di rating creditizio, valutandone nella fattispecie le logiche ed i benefici che stanno alla base di tale fenomeno, con un focus particolare su ciò che concerne l'industria del rating del credito e gli attori caratterizzanti tale processo: emittenti, investitori e le stesse agenzie di rating.

1.1. Il ruolo delle Agenzie di Rating

Le agenzie di rating nel quadro degli attori delineati fungono da veri e propri intermediari di informazioni tra coloro che emettono dei titoli e gli stessi investitori, i quali si ritrovano nella posizione di dover valutare le potenzialità del proprio investimento.

In tale contesto le agenzie di rating dopo un'accurata analisi, della quale esplicheremo in seguito le logiche ed i passaggi fondamentali, riassumono ed elaborano le informazioni concernenti il merito creditizio dell'investimento o dell'emittente stesso, classificandoli in una semplice lettera, indice quest'ultima di una specifica classe di rating.

La presente classe, in relazione alla scala di riferimento, può così fornire un giudizio più o meno positivo, ovviamente dietro ad un adeguato e corrispettivo pagamento nei confronti dell'agenzia stessa da parte dell'emittente.

In aggiunta a tale funzione detta di "informazione", le agenzie di rating fungono altresì da veri e propri regolatori favorendo nella fattispecie una funzione di sorveglianza nei mercati finanziari.

Il modus operandi nell'emissione di un determinato rating, seppur tramite l'utilizzo di scale differenti, è per lo più il medesimo per tutte le principali agenzie di rating a livello mondiale.

In particolar modo quest'ultimo si articola in cinque fasi differenti: l'attivazione di un nuovo processo di rating, la stipulazione di un contratto di rating con l'emittente stesso,

l'applicazione della metodologia di rating, la pubblicazione del rating ed infine la revisione ed il monitoraggio dello stesso.

Con il concetto di rating, termine anglosassone con cui ci si riconduce etimologicamente alla parola "giudizio" o "valutazione", si va a rappresentare una valutazione di tipo qualitativo, tramite la quale risulta di fondamentale importanza il giudizio e l'arbitrio dell'analista, oltre

che quantitativo, ovvero basata su diversi parametri economici caratterizzanti sovente l'emittente stesso.

Si rammenti a tal proposito un'importante precisazione, la quale sarà più volte ribadita nella stesura dell'elaborato, essendo quest'ultima di fondamentale importanza per un'esaustiva comprensione nella successiva applicazione quantitativa della metodologia di Moody's.

Nella fattispecie l'applicazione di tale procedura verterà esclusivamente su fattori quantitativi, non possedendo per ovvie ragioni del fattore arbitrario e prettamente qualitativo di un analista interno.

Risulta pertanto doveroso sottolineare sin da subito la differenza fra *rating* e *scoring*, termini che fin troppo spesso vengono utilizzati erroneamente con la medesima accezione. Gli *scoring*, per i quali nei capitoli successivi mostreremo un'applicazione effettiva, rappresentano dei sistemi valutativi, i quali traggono il loro giudizio da analisi e considerazioni meramente quantitative, basandosi pertanto su dati prettamente numerici ed oggettivi che non lasciano adito ad ampie interpretazioni.

È pertanto nullo e del tutto assente in tali sistemi di valutazione il ruolo dell'analista e dei correlati fattori qualitativi.

Per ciò che concerne invece il *rating* quest'ultimo può essere definito come “un insieme di procedure analitiche tese ad esprimere un giudizio su un particolare aspetto della struttura economico-finanziaria di un'impresa...prendendo in considerazione indici relativi all'attività operativa e alla struttura finanziaria e patrimoniale”¹. Si noti infatti in tal caso, seppur sia presente ancor una volta il fattore quantitativo nel processo di valutazione, come l'aspetto qualitativo assuma un ruolo di essenziale e fondamentale importanza, rendendo il parere e la valutazione degli analisti una vera e propria pietra miliare per l'ottenimento di un esaustivo *rating* creditizio.

Sebbene nel presente elaborato ci focalizzeremo precipuamente sull'agenzia Moody's, in quanto da quest'ultima attingeremo la metodologia *rating* per la valutazione finanziaria del settore in analisi, il *rating* oggi giorno è dominato da due operatori a livello globale: Moody's Investor Service (Moody's), come poc'anzi anticipato, e Standard and Poor's Rating (S&P). Vi è altresì in tale panorama mondiale Fitch Ratings (Fitch), agenzia di valutazione del credito controllata dal conglomerato mediatico statunitense Hearst Corporation, che ha però un ruolo di minore influenza ed importanza a livello globale.

¹ Advance, 2002, *Analisi di bilancio, valutazioni, rating e simulazioni*.

Nel contesto finora illustrato risulta interessante tratteggiare un excursus storico che delinei quali fattori abbiano inciso nel corso degli anni a rafforzare il ruolo ma anche il potere stesso posseduto dalle agenzie di credito.

Storicamente fino agli anni '60 tali agenzie hanno dovuto confrontarsi con una bassa domanda di rating, in quanto a livello finanziario l'ambiente era caratterizzato da un'economia piuttosto stabile contrassegnata da un numero di default più contenuto rispetto ai tempi moderni.

Con il passare degli anni, come ben noto, si è assistito ad un periodo di forte crescita a livello globale, ma in correlazione a tale fenomeno si è riscontrato altresì un progressivo aumento delle volatilità nei mercati finanziari, oltre che ad un insorgere delle cosiddette *asimmetrie informative*, le quali rappresentano, se vogliamo, l'espedito che sta alla base del concetto di rating creditizio e che rende appunto il ruolo di tutti gli istituti di rating di vitale importanza nel panorama finanziario.

A contribuire al rafforzamento di tali asimmetrie è stato indubbiamente, in prima battuta, un vero e proprio cambiamento strutturale dei mercati finanziari, essendo il numero di soggetti (fisici o giuridici) che si interfacciano in tali mercati per attingere risorse sensibilmente aumentato. In aggiunta a ciò anche gli stessi Paesi hanno cominciato sovente a finanziarsi attraverso i mercati finanziari contribuendo fortemente in tal modo allo sviluppo degli stessi. Un ultimo fattore, di cui data la rilevante importanza approfondiremo nel successivo paragrafo, che ha sensibilmente rafforzato la posizione delle agenzie di rating è riconducibile al processo di regulation bancaria, tramite il quale con diverse politiche di regolazione si è andato ad addossare un ruolo sempre più centrale a tali agenzie, attribuendo a quest'ultime, nel bene e nel male, un capacità di arbitrio ed un potere influenzante incontrastabili.

1.2. Le Agenzie di Rating nel processo di Regulation Bancaria

L'esigenza di un severo cambiamento nel concetto di sorveglianza bancaria si è avuto nel 1974 con l'istituzione del Comitato di Basilea, un organismo internazionale composto dai rappresentanti delle banche centrali ed autorità di vigilanza dei Paesi appartenenti al G10. Prima dell'istituzione di tale comitato ed in particolar modo di Basilea 1 istituita in seguito nel 1988, ciascun Paese possedeva libero arbitrio ed una totale indipendenza nella determinazione dell'adeguatezza patrimoniale degli intermediari fissando liberamente, perlopiù a livelli minimi, i rapporti fra Equity ed Attivo patrimoniale.

Si decise pertanto di transitare da una *regolamentazione strutturale*, la quale imponeva dei vincoli formali all'operatività delle banche stesse che si tramutavano in effettivi divieti concernenti l'articolazione territoriale delle banche, l'accesso alla competitività di tale settore e la distribuzione dei prodotti ai depositanti, ad una *regolamentazione prudenziale* in grado di

lasciar libere le banche nell'assumersi i rischi che desiderano, ma imponendo delle forme di copertura patrimoniale per tali rischi.

È con Basilea 1 che nasce pertanto l'esigenza e l'idea, ancora ad uno stato prettamente grezzo, di poter classificare e gerarchizzare gli investimenti ed i crediti concessi dagli intermediari finanziari.

Tramite tale accordo, che riguardava inizialmente solo le banche internazionali, si è cercato di assicurare una copertura per le perdite inattese, introducendo un capitale regolamentare almeno pari al 8% ed individuando le prime cinque "classi di rating" proporzionali alle seguenti ponderazioni di rischio.

rischio nullo 0%	rischio minimo 20%	rischio medio 50%	rischio elevato 100%
Cassa	Crediti verso banche multilaterali di sviluppo	Mutui ipotecari su immobili ad uso residenziale	Crediti verso imprese private
Crediti verso banche centrali di Paesi OCSE	Crediti verso banche di Paesi OCSE	Facility per l'emissione di titoli	Crediti verso banche centrali di Paesi non OCSE
Titoli di governi di Paesi OCSE	Crediti verso enti del settore pubblico		Partecipazioni in imprese private

Tabella 1.1 Classi di Ponderazione Basilea 1

Come ravvisabile dalla precedente tabella, tali classificazioni, seppur rappresentanti solo l'inizio per una gerarchizzazione delle attività bancarie che rispecchi la probabilità di solvibilità delle stesse e ne contenga gli annessi rischi d'insolvenza, appaiano ancora troppo semplicistiche, lasciando ampio spazio ad arbitraggi e scontati raggiri alla stessa regolazione. Nella fattispecie il risultato è stato quello di incentivare gli intermediari stessi ad inserire un numero più elevato di rischi nei propri portafogli, poiché gli investimenti erano classificati in macro categorie rappresentanti esclusivamente la tipologia di appartenenza degli emittitori, senza però distinguerne la solvibilità infragruppo degli stessi. In sostanza data una tipologia di credito, ad esempio appartenente alla classe "credito verso imprese private", le banche erano più propense alla concessione di un credito CCC rispetto ad una AAA, offrendo il primo dei rendimenti più elevati a fronte di uno stesso accantonamento di capitale.

Dinanzi a tali considerazioni si determinò che fosse necessaria una classificazione degli investimenti più meticolosa ed affidabile, in modo da poter contenere effettivamente i rischi

assunti dagli intermediari e di poter altresì allineare gli stessi in una sana competitività che si basasse su regolamentazioni affidabili.

È proprio in questo contesto, con l'avvento di Basilea 2, che le agenzie di rating assumono un ruolo centrale nel processo di regulation bancaria.

Tramite l'utilizzo del cosiddetto *approccio standard* le ponderazioni del rischio sono stabilite in relazione alle categorie degli stessi debitori, ma tale ponderazione è attribuita sulla base di un rating assegnato da agenzie esterne credibili, ovvero quelle agenzie denominabili come ECAI (Eligible External Credit Assessment).

Con tale metodologia si vanno dunque a ponderare le percentuali di rischio, e dunque i correlati accantonamenti di capitale per tali crediti, in cinque *baskets* differenti, denominati per pura convenzione secondo la nomenclatura di S&P, ma per i quali esistono opportune tabelle di conversione.

	Da AAA ad AA-	Da A+ ad A-	Da BBB+ a BBB-	Da BB+a B-	inferiore a B-	NON RATED
Paesi e Banche Centrali	0%	20%	50%	100%	150%	100%
Banche 1° opzione	20%	50%	100%	100%	150%	100%
Banche 2° opzione	20%	50%	50%	100%	150%	100%
	Da AAA ad AA-	Da A+ ad A-	Da BBB+ a BB-	inferiore a BB-		NON RATED
Imprese	20%	50%	100%	150%		100%
Retail	75%	→				
Mutui edilizia residenziale	35%	→				

Tabella 1.2 Ponderazione rischi Basilea 2

In ragion di ciò è possibile ravvisare come il giudizio emesso da un'agenzia di rating esterna diventa un elemento di valutazione portante e cruciale per la scelta e la concessione delle diverse tipologie di credito, nonché per la responsabilizzazione e la scelta dei rischi assunti da parte di un qualsivoglia intermediario finanziario. Tale logica di regolazione addusse pertanto alle agenzie di rating un ruolo da protagonista ed una capacità di influenzare i mercati finanziari non indifferente.

Nel cercare di contenere e sincerarsi che tale accentramento di responsabilità non sfoci in comportamenti opportunistici e poco trasparenti da parte delle suddette agenzie, il comitato di Basilea limitò la possibilità di effettuare delle stime sul merito creditizio alle sole agenzie esterne ECAI, ovvero che soddisfino dei requisiti minimi di obiettività, trasparenza, pubblicità delle informazioni, risorse e credibilità.

In aggiunta a ciò lo stesso comitato propose in alternativa un *approccio con sistema di rating interni*, tramite il quale si proponeva alle banche che disponessero di un SRI (Sistema di Rating Interno) che soddisfacesse determinati requisiti minimi la possibilità di effettuare loro stesse delle stime concernenti il merito creditizio, effettuando delle valutazioni nel continuo piuttosto che in dei baskets definiti. Tale SRI oltre che possedere determinati requisiti minimi necessitava, per ulteriore trasparenza, dell'approvazione delle banche centrali.

Nonostante le precauzioni adottate dal comitato, gli eventi di storia recente ci hanno suggerito che Basilea 2 ha effettivamente dato un potere eccessivo alle principali agenzie di rating.

Per tal ragione nel 2014, con Basilea 3, si propose di ridurre sensibilmente il riferimento alle agenzie esterne di rating, ciò fu dovuto innanzitutto alla luce degli avvenimenti risalenti alla crisi finanziaria del 2008, nella quale furono riscontrate gravi mancanze nelle procedure e nei comportamenti delle agenzie di rating, ritenute addirittura responsabili, tramite il fenomeno delle cartolarizzazioni, di aver creato delle condizioni favorevoli per l'ampliamento e la diffusione di tale crisi, rendendola una vera e propria piaga a livello globale.

Ciò condusse al pensiero comune che la dipendenza dal giudizio di un numero ristretto di agenzie di rating può dar vita a dei comportamenti collettivi di carattere emulativo, opportunistico ed acritico, compromettendo sensibilmente la solidità dei mercati finanziari. Pertanto si cercò di stimolare gli intermediari a valutare essi stessi i propri rischi e non demandare tale funzione a enti esterni, in modo tale da rafforzare l'ideologia del: "chi si assume dei rischi deve anche essere in grado di sostenerli e valutarli".

In questo nuovo contesto viene comunque mantenuta la possibilità per le banche di servirsi dell'ausilio di rating esterni, ma questa casistica viene fortemente disincentivata in quanto il riferimento a rating esterni dovrà comunque essere integrato da un meticoloso processo di due diligence da parte della banca stessa. Il presente meccanismo indirizzò gli intermediari ad una sensibilizzazione e comprensione dei rischi intrapresi con l'obiettivo precipuo di staccarsi gradualmente dalla dipendenza delle agenzie esterne, riducendone in tal modo anche il potere e le responsabilità da esse possedute.

Tale modus operandi, a conferma di quanto detto finora, è stato ribadito e proseguito anche nell'attuale Basilea 4, indice quest'ultimo di una forte volontà, ancor oggi, da parte delle autorità di vigilanza di perseguire un iter di deresponsabilizzazione delle agenzie di rating a favore di un continuo e spinto miglioramento dei modelli interni di stima del merito creditizio.

1.3. L'intermediazione nel rating del credito

In tale sezione, dopo aver illustrato il ruolo e la posizione assunti dalle agenzie di rating nel panorama finanziario globale, andremo ad esaminare scrupolosamente ciò che concerne il meccanismo d'intermediazione svolto dalle agenzie di rating nell'assegnazione di un rating creditizio. Si andrà ad analizzare nella fattispecie le funzioni svolte dagli attori (emittente, agenzia di rating ed investitore) appartenenti a tale "industria del rating creditizio", in modo da comprendere concretamente i benefici ed i vantaggi derivanti dalla valutazione e gerarchizzazione di un determinato investimento finanziario.

Le agenzie di rating permettono in sostanza ad un determinato investitore di conoscere la probabilità di default stimata di un particolare titolo, per il quale egli è interessato ad investire. In tale visione, piuttosto semplificata, il rating appare meramente come uno specchio rappresentante la solvibilità di un determinato investimento e pertanto la probabilità che quest'ultimo sia rimborsato nelle misure e nei tempi concordati da parte dell'emittente. In tal maniera, come già descritto nel precedente paragrafo, il rating offre indirettamente una misura del rischio dell'investimento stesso.

Possiamo dunque interpretare le agenzie di rating come dei veri e propri intermediari d'informazioni tra emittente dell'investimento ed investitore stesso, in grado di abbattere e ridurre i costi di informazione che intercorrono tra i due soggetti in questione.

È possibile pertanto catalogare il legame tra emittente ed investitore come un classico esempio di rapporto principale-agente ed in ragion di ciò soggetto, come qualsiasi tipologia di rapporto fra principale ed agente, ad *asimmetrie informative* ed a fenomeni di *selezione avversa*.

Nella fattispecie l'emittente di un titolo (agente) possiede, per ovvie ragioni, delle informazioni concernenti la solvibilità del titolo scambiato superiori all'investitore (principale), il quale parrebbe trovarsi dal lato debole del suddetto rapporto informativo.

Per tale ragione egli richiede all'emittente stesso un premio per il rischio che sia proporzionale allo squilibrio di informazioni tra le parti ed all'incertezza stessa tenuta dall'investitore, adducendo in tal modo all'emittente un costo nell'emissione di tale titolo, il quale si tradurrà in una caduta del valore di mercato e del prezzo del titolo stesso non indifferenti

Lo scenario descritto precedentemente, in determinate casistiche, può arrivare anche ad indurre un emittente, finanziariamente solvibile ed altresì caratterizzato da un profilo comportante un bassissimo rischio di insolvenza, a decidere di non scambiare un determinato titolo per l'eccessiva perdita di valore dello stesso, dovuta ai fenomeni di selezioni avversa

che intercorrono nella transazione, andando così di fatto a snaturare l'effettiva logica di esistenza degli stessi mercati finanziari.

Per evitare tali situazioni, come poc'anzi anticipato, in questo processo va ad inserirsi la figura delle agenzie di rating secondo la logica rappresentata nel grafico seguente.

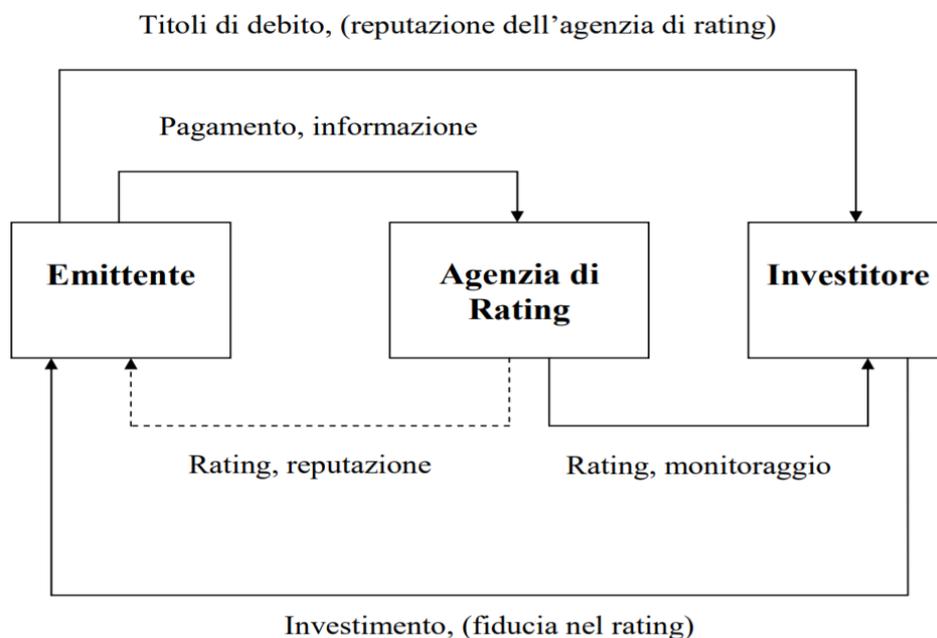


Figura 1.1 Attori nel processo di Rating

Dallo schema soprastante appare d'immediata interpretazione l'iter della transazione poc'anzi descritta, in particolar modo è possibile cogliere facilmente il ruolo dell'agenzia di rating, la quale ricevendo un pagamento da parte dell'emittente analizza le informazioni possedute dall'emittente stesso e, in relazione a quest'ultime, sancisce una valutazione sull'emittente o sul titolo stesso. Tale giudizio risulta pertanto disponibile agli investitori, i quali acquisiscono sicurezza nel proprio investimento e di conseguenza pretendono un premio a rischio sensibilmente inferiore, salvaguardando in tal maniera la quotazione del titolo stesso.

Si rammenti a tal proposito che le basi fondamentali ed imprescindibili su cui poggia tale ragionamento sono due; innanzitutto il costo sostenuto dall'emittente per l'attivazione di un rating deve essere inferiore alla riduzione del premio al rischio richiesto dall'investitore, al fine di incentivare l'emittente a richiedere un rating creditizio.

Il secondo pilastro è che il sistema finanziario e pertanto anche gli investitori stessi abbiano piena fiducia negli istituti di rating, così da poter loro stessi ridurre in tal maniera le asimmetrie informative presenti nella transazione, non richiedendo alcuna svalutazione del prezzo del titolo come forma di tutela.

Si badi bene come la precedente ipotesi rappresenti un concetto di essenziale importanza, giacché il venir meno della fiducia verso tali istituzioni andrebbe a minare seriamente la stabilità dell'intero sistema finanziario, rendendo di fatto privo di fondamento l'intero ragionamento esposto in precedenza.

Alla luce di quanto spiegato risulta palese che l'avvenire di vicissitudini ed il susseguirsi di fenomeni poco trasparenti attorno agli istituti di rating, come accaduto nella recente crisi finanziaria dovuta allo scandalo dei mutui sub prime, siano degli eventi da scongiurare essendo questi realmente lesivi per l'intera ossatura dei mercati finanziari.

Le agenzie di rating, oltre alle funzioni ed ai benefici poc'anzi descritti, svolgono un'importante funzione di incentivazione della qualità creditizia all'interno dei mercati finanziari. Ciò perché i pareri e le valutazioni di tali agenzie sono, come più volte detto, strettamente correlati al livello di reputazione, infatti emittenti caratterizzati da un positivo rating creditizio saranno in grado di attrarre molti più finanziatori rispetto ad altri operatori che presenteranno una valutazione creditizia inferiore, i quali risulteranno invece penalizzati da tale sistema dovendo sostenere dei costi relativi ad un eventuale indebitamento sensibilmente maggiori.

In conclusione è utile precisare un ulteriore aspetto. Abbiamo visto come le agenzie di rating fungano da veri e propri intermediari d'informazioni, pertanto la loro funzione potrebbe essere erroneamente accostata a quella di un'altra tipologia d'intermediari, ovvero le banche. Ma in tale processo d'intermediazione sorge una differenza sostanziale tra le due figure, giacché le banche nella valutazione del merito creditizio di un investimento assumono tale partecipazione tra le loro attività, mentre le agenzie di rating si limitano ad una mera valutazione del credito senza poi acquisire tale partecipazione, non avendo in tal modo alcun incentivo ad effettuare una procedura di valutazione essenzialmente corretta.

Per tale ragione ancor oggi non esistono dei meccanismi di controllo che riescano a monitorare esaustivamente ed in toto l'operato di tali agenzie, ma la reale bontà del rating emesso potrà essere solamente constatata a posteriori.

1.4. Gli step nell'emissione di un rating

In quest'ultimo paragrafo sarà terminata la panoramica descritta sulle agenzie di rating, andando ad illustrare i principali passaggi di un generico processo riguardante l'emissione di un rating.

Per quanto concerne l'iter di emissione di un generico rating creditizio, la prima fase consiste nell'*attivazione di un processo di rating*, tramite la quale avviene un'effettiva richiesta da parte di un operatore finanziario di ottenere un rating finanziario. Chiaramente tale processo

assume delle sfaccettature e dei fini differenti in base a chi sia l'attore che richieda l'attivazione di un processo di rating. Nel caso in cui sia l'investitore a richiederlo tale procedura prende il nome di *subscriber pay model*, per cui lo scopo precipuo dell'attivazione è rivolto ad una quantificazione informativa e ad una riduzione dei rischi dell'investimento stesso.

Qualora sia invece l'emittente ad attivare un processo di rating, andremo incontro al cosiddetto *issuer pay model*, in cui l'emittente stesso, conscio di poter beneficiare di un vantaggio competitivo da tale operazione, richiede un giudizio per ottenere un'agevole collocazione del debito nei mercati finanziari.

È necessario precisare che nel corso degli anni la maggior parte delle agenzie di rating ha abbandonato quasi in toto il processo di *subscriber pay model*, essendo la maggior parte dei rating attivati perlopiù dagli emittenti stessi.

Vi è infine un'ultima tipologia di attivazione, la quale è adottata esclusivamente da grandi agenzie come S&P e Moody's, detta *rating unsolicited* in cui sono le agenzie stesse che, senza alcun tipo di richiesta, emettono un rating "a tavolino" su una certa impresa non coinvolgendola minimamente nell'intero processo di valutazione.

Tale tipologia di attivazione, la quale vien meno in molti dei suoi passaggi fondamentali, è però fortemente criticata dalle piccole agenzie di rating inquadrandola esclusivamente come una politica aggressiva per un esasperato accrescimento delle quote di mercato da parte degli operatori più influenti nell'industria del rating.

Dopo il processo di attivazione vi è la *stipulazione del contratto di rating* tramite il quale vengono stabiliti gli obblighi ed i diritti delle due controparti. Oltre al corrispettivo economico da versare all'agenzia, sarà altresì richiesta all'operatore una completa collaborazione per la stesura della valutazione, nella fattispecie il soggetto in questione dovrà fornire delle informazioni, anche riservate, per consentire all'agenzia un completo delineamento del rating comprendente una visione di lungo periodo dell'azienda stessa.

A tal proposito appare interessante il comportamento tenuto dall'agenzia in caso di *unsolicited rating*, in cui quest'ultima, pur non avendo ricevuto alcuna richiesta di attivazione, richiederà all'impresa stessa di accettare il contratto con annesso pagamento di un'opportuna fee. Essa potrà decidere di accettare la proposta e collaborare nella stesura del rating o rifiutare il pagamento della fee, conscia però del fatto che l'agenzia giungerà comunque all'emissione di un rating tramite l'ausilio delle sole informazioni pubbliche, in primo luogo i bilanci.

Tale meccanismo induce sovente le imprese stesse a non avere una reale opportunità di scelta, in quanto esse preferiscono pagare una collaborazione forzata piuttosto che vedersi assegnare dei rating non veritieri e poco trasparenti che siano eccessivamente punitivi nei loro confronti. Successivamente avviene l'effettiva *applicazione della metodologia di rating*, riguardo la quale discuteremo ampiamente nei prossimi capitoli, in cui appunto illustreremo, come più volte anticipato, un caso applicativo concernente una valutazione finanziaria del settore automotive italiano. Tramite tale applicazione avremo modo di cogliere nel dettaglio i diversi aspetti che compongono tale step.

L'iter di assegnazione procede poi con la *pubblicazione del rating*, in questa fase il team assegnato nella valutazione propone un giudizio al cliente con un documento ufficiale in cui fornisce le motivazioni quantitative e qualitative del rating ottenuto. Conseguentemente a ciò potrà aprirsi il processo di appello da parte del cliente, tramite il quale potrà specificare le proprie ragioni qualora si ritrovasse in disaccordo con la valutazione ricevuta, invitando l'agenzia a rivedere l'intero processo (anche se si mostra raramente che agenzie del calibro di S&P o Moody's modifichino un giudizio effettuato).

Superato tale processo di appello, l'agenzia di rating pubblicherà il giudizio ottenuto tramite i propri canali ufficiali.

Infine a conclusione di tale procedura vi è una fondamentale fase riguardante il *monitoraggio del rating*. Tale step risulta sensibilmente importante in quanto l'agenzia stessa si impegna, tramite continui scambi di informazioni con l'impresa e osservando l'evoluzione del contesto economico dell'azienda e del settore stesso in cui opera, a monitorare periodicamente il proprio giudizio.

Si badi bene che soprattutto per quanto concerne i rating *through the cycle*, la cui definizione sarà esplicitata nel proseguo dell'elaborato, le agenzie di rating sono molto restie ad effettuare severe rivisitazioni del loro giudizio. Infatti spesso le transizioni tra due rispettive classi avvengono gradualmente ed in tempi piuttosto dilazionati, poiché, contenendo tali rating per costruzione ampie prospettive di lungo periodo, un completo e frequente stravolgimento dei rating ottenuti indicherebbe indirettamente un operato ed una stima non molto efficiente e corretta della valutazione fornita, incentivando una sfiducia comune nella capacità di giudizio dell'agenzia stessa.

A supporto di ciò, le agenzie di rating in aggiunta al giudizio ricavato forniscono un outlook in cui inglobano le loro prospettive ed aspettative future di cambiamento del rating stesso.

La fase di monitoraggio, nonostante la sua ingente importanza, appare prettamente più semplice per le agenzie rispetto alle fasi specifiche di assegnazione e creazione del rating stesso. Ciò è dovuto alla luce dei rapporti e canali di scambio d'informazioni tra emittente ed

agenzia già ben rafforzati, rendendo più semplice il monitoraggio ed il controllo da parte dell'agenzia.

La modifica del rating infine influisce concretamente sull'appetibilità e sul valore del titolo dell'emittente, rendendo tale fase come una vera e propria spada di Damocle sul profilo dell'emittente, in grado in qualsiasi momento di modificarne la reputazione e la capacità di finanziamento all'interno dei mercati finanziari.

Nel successivo grafico è mostrato un flusso schematico rappresentante le procedure finora esplicate, in modo da darne anche una migliore ed immediata comprensione visiva.

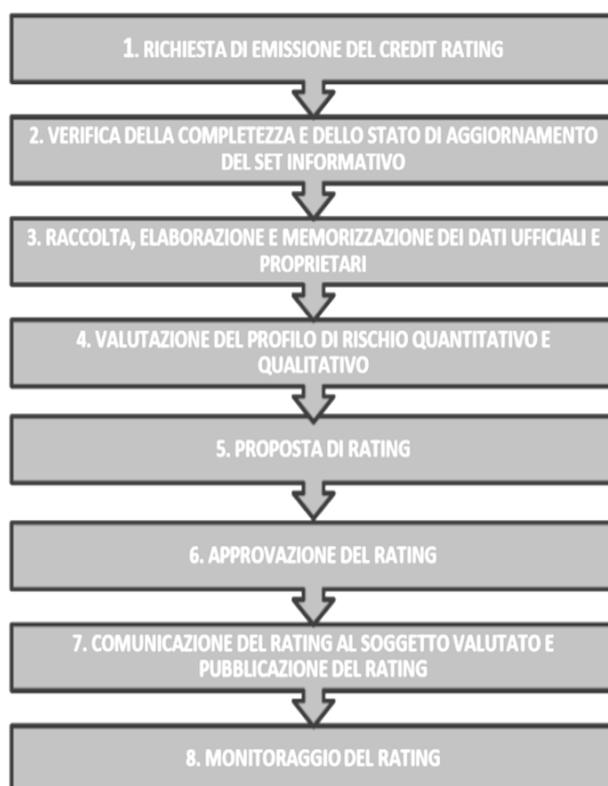


Figura 1.2 Iter di assegnazione di un rating

2. Il Settore Automotive

Sebbene negli ultimi anni si stia assistendo ad una forte politica di innovazione tecnologica e manifatturiera, la quale ha reso possibile il crearsi di nuovi settori e businesses innovativi che un tempo risultavano del tutto inesistenti, l'industria automotive rimane oggi una leva indispensabile non solo per un aumento della ricchezza collettiva, ma anche per quanto concerne un incremento del valore aggiunto del lavoro stesso. Tale settore nella fattispecie rappresenta una delle principali fonti di lavoro a livello nazionale, offrendo molte opportunità di sviluppo personale e professionale a decine di migliaia di lavoratori in Italia.

In particolar modo a livello nazionale tale settore coinvolge più di 250.000 dipendenti, mantenendo in ragione di ciò un vero e proprio ruolo da leva strategica per l'intero sistema produttivo italiano. La sua complessità rende altresì tale settore un'impareggiabile scuola manifatturiera, i cui attori nella diffusione di benessere e crescita territoriale presentano un altissimo standard di competitività a livello globale.

L'auto italiana storicamente rappresenta un asset strategico per l'intero Paese, riuscendo a mantenere un'autonoma conoscenza collettiva manifatturiera, oltre che ad essere in grado di annoverare un intero comparto automotive competitivo al di fuori dei propri confini nazionali. Come vedremo nei seguenti paragrafi l'incidenza di tale settore a livello di prodotto interno lordo nazionale è decisamente significativa, basti pensare come tra il 2014 e 2017 la rinascita dei siti produttivi di FCA ha realmente timonato il boom e la crescita dell'intero Made in Italy, influenzando le sorti dell'intera economia italiana ed arrecando nella fattispecie una vera e propria inversione di trend nelle variazioni annuali del PIL italiano.

Il rovescio della medaglia di tale fenomeno è però da identificare anche nella battuta di arresto subita dalla produzione nazionale di autoveicoli nel 2018, in cui l'intero comparto produttivo ha dovuto fronteggiarsi, oltre che con lo storico problema di sottoutilizzazione degli impianti, anche con nodi strategici e globali del settore stesso come: la transizione dalla tipologia di alimentazione Diesel ad una sempre più spinta politica di elettrificazione e riduzione delle emissioni del parco circolante, un rapido incremento di automazione delle vetture ed una sempre più variegata ed instabile evoluzione generazionale nelle attitudini e preferenze di acquisto della clientela.

Nei paragrafi a seguire si vorrà pertanto mettere in luce i numeri prodotti a livello nazionale dalle imprese operanti in tale settore negli ultimi anni, in modo tale da poter delineare un trend di salute per il presente settore e per le imprese ad esso appartenenti, riuscendo così a contestualizzare, in un secondo momento, gli studi che effettueremo in merito alla solvibilità ed ai rating di tali imprese.

Si offrirà altresì una descrizione su ciò che comprende lo status attuale di tale settore, il quale è stato fortemente colpito e penalizzato dalle contromisure adottate per il contrasto della pandemia da Covid 19, in modo da poter comprendere, alla luce di quanto anticipato, i possibili scenari futuri di tale comparto produttivo, sia in termini di solidità e solvibilità economica sia in termini di evoluzione ed innovazione tecnologica.

2.1 Gli anni di crisi del Settore Automobilistico: 2009-2013

Il decennio appena trascorso passerà alla storia indubbiamente come uno dei periodi più bui vissuti dalle imprese automotive. Un primo dato rappresentativo e raffigurante l'enorme criticità di tale periodo è il calo della produzione pari al 49% nel decennio 2009-2017, dovuto in particolar modo alla crisi finanziaria vissuta nel nostro Paese dal 2009 al 2013, anno quest'ultimo in cui l'industria automobilistica italiana ha toccato il punto più basso dal 1960 in termini di produzione nazionale.

Il dimezzamento della produzione dell'intero comparto automobilistico non è però esclusivamente attribuibile a tale recessione finanziaria, ma anche ad una sempre più spinta politica di delocalizzazione tenuta da diversi operatori industriali. Alla flessione della produzione si è accompagnato inoltre un calo del mercato che, sempre nel periodo considerato, ha registrato una flessione del ben 25%. Si rammenti che tali dati quantitativi, insieme ai prossimi che esporremo nel proseguo del capitolo, sono forniti da ANFIA nei rapporti concernenti l'industria automobilistica in Italia.

Nel sottostante grafico è fornita una visione generica utile a comprendere visivamente il calo avuto nel periodo considerato rispetto alla produzione media fino al 2008.



Figura 2.1 Produzione nazionale: Fonte Anfia

Com'è possibile denotare dal precedente grafico i volumi di produzione negli anni considerati (2009-2013) raggiungono cifre con ordini di grandezza sensibilmente inferiori rispetto ai decenni precedenti, basti considerare come negli anni '90, in media, la produzione annuale di autoveicoli lambiva in diversi periodi i 2 mln di esemplari prodotti.

La crisi economica e il conseguente calo dei consumi, in particolare di beni durevoli quali le automobili, hanno accentuato la contrazione nei volumi produttivi domestici di autoveicoli sia in Italia che in Europa. L'anno 2008 è stato l'ultimo in cui si sono raggiunti livelli produttivi superiori al milione di unità. Dal 2009 invece la produzione è stata in progressivo calo fino al 2014, anno in cui si è registrato il primo recupero.

Nel decennio 1998-2007, a conferma di quanto poc'anzi anticipato, la media annua delle autovetture prodotte in Italia è stata di 1,1 milioni di unità, scesa in seguito a 558mila unità nel decennio successivo 2008-2017, complice la crisi finanziaria ed economica che nel nostro Paese è stata piuttosto grave e duratura. Negli anni 2009-2013 (di piena crisi e recessione) la produzione media annua era di 527mila unità, un numero davvero irrisorio se paragonato all'enorme potenzialità posseduta da tale settore.

Per quanto concerne il mercato, il 2013, come poc'anzi anticipato, è stato per l'Italia un anno di profonda recessione: la produzione di autovetture (388 mila) è scesa al minimo storico dagli anni '60 e così anche il mercato delle autovetture è crollato nel 2013 a sole 1,3 milioni di immatricolazioni annuali, sui livelli del 1979, quando furono immatricolati in Italia appena 1,4 milioni di autovetture.

La media annuale delle vendite nel decennio 2008-2017 è stata di 1,75 milioni, notevolmente inferiore rispetto ai 2,34 mln del decennio precedente (1998-2007), con riflessi molto pesanti sulla produzione industriale e sull'occupazione.

Nel cuore di tale decennio di forti difficoltà il suddetto settore, ed in generale l'intera economia del nostro Paese, ha fortemente subito il contraccolpo della crisi finanziaria scaturita dallo scandalo dei mutui sub prime e dalla conseguente caduta di Lehman Brothers. Il trend economico del settore automobilistico, seppur disastroso nei suoi numeri complessivi, ha iniziato però a rialzarsi a partire dal 2014, anno rappresentante l'inizio di un forte rilancio per il settore stesso, il quale, come vedremo a breve, manterrà tale sprint di crescita e di buon auspicio fino al 2018, per poi crollare inesorabilmente nel primo trimestre del 2020 trascinato a fondo dalle impietose conseguenze economiche della pandemia da Covid 19, che poco di buono fanno auspicare per le sorti ed i numeri economici di tale settore all'avvio del nuovo decennio.

2.2 Il rilancio del settore automotive: 2014-2015

Nel **2014**, come in precedenza anticipato, si è assistito ad una prima svolta rappresentante una vera e propria inversione di tendenza nei risultati economici aggregati di tale settore.

Sebbene nei dati assoluti, quali produttività o numero di veicoli immatricolati, sia ravvisabile un lieve miglioramento rispetto all'anno precedente, non risulta maturata ancora una crescita di entità considerevole rispetto agli standard del decennio precedente, la quale sarà invece sensibilmente più marcata e positiva nel successivo triennio (2015-2017).

Nel 2014 infatti la produzione nazionale di autoveicoli sfiora le 700.000 unità, contro le 658.000 del 2013. La produzione è cresciuta soprattutto nella seconda parte del 2014, con un aumento della produzione del 15,5%, quando invece nel primo semestre si poteva osservare un calo dell'1,5% rispetto al 2013. A trainare la crescita della produzione è stato il comparto degli autoveicoli leggeri (vetture e veicoli commerciali con peso inferiore a 3500 kg), cresciuti del 7,7% rispetto al 2013, superando le 672.000 unità.

La produzione di autovetture supera invece le 400.000 unità e aumenta del 3,3% sul 2013.

Quello dei veicoli commerciali leggeri è il comparto per il quale si denota un maggiore aumento degli output di produzione, in crescita del 15% sul 2013. Questo incremento è ben distribuito nel corso dei vari periodi dell'anno: il 10% nel primo semestre e il 20% nel secondo.

Di tutt'altro tenore è invece la situazione concernente gli autocarri, la cui produzione nel 2014 ha segnalato una vera e propria caduta del 24%. Nel primo semestre, infatti, la produzione è decrementata del 38% e nel secondo semestre il calo si è invece ridotto al 10%.

Il medesimo trend di decrescita si può riscontrare anche nella produzione di autobus, i cui output produttivi si stanno severamente assottigliando col trascorrere degli anni, arrivando a lambire una vera e propria estinzione di tale filiera produttiva nazionale.

Nel 2014, per l'appunto, la diminuzione della produzione rispetto al 2013 è del 31%. Il comparto degli autobus presenta un volume ridottissimo (289 unità nel 2014), dovuto ad un mercato ormai ridotto a poche migliaia di unità. L'assenza di una pianificazione del trasporto pubblico e di una strategia d'intervento a medio termine, che punti all'efficienza e alla qualità del servizio, indispensabili per garantire la mobilità delle persone, ha indebolito di fatto un settore industriale, presente e fondamentale invece in tutti i principali mercati europei.

Il parco autobus risulta altresì il più datato, a livello nazionale, con una età media di 12,2 anni a fine 2013². Tra le differenti tipologie di veicoli circolanti in Italia, tale numero appare particolarmente preoccupante, essendo i mezzi più datati quelli destinati per un trasporto

² Fonte: Automobile Club d'Italia (ACI)

collettivo e di massa, con percentuali di utilizzo di gran lunga superiori a quelle di un'auto privata e con inevitabili ripercussioni negative per l'ambiente stesso, emissioni, consumi e per la sicurezza stradale.

Nel grafico sottostante è possibile denotare visivamente l'annichilimento di tale segmento industriale, con inevitabili ripercussioni economiche per i correlati produttori nazionali.

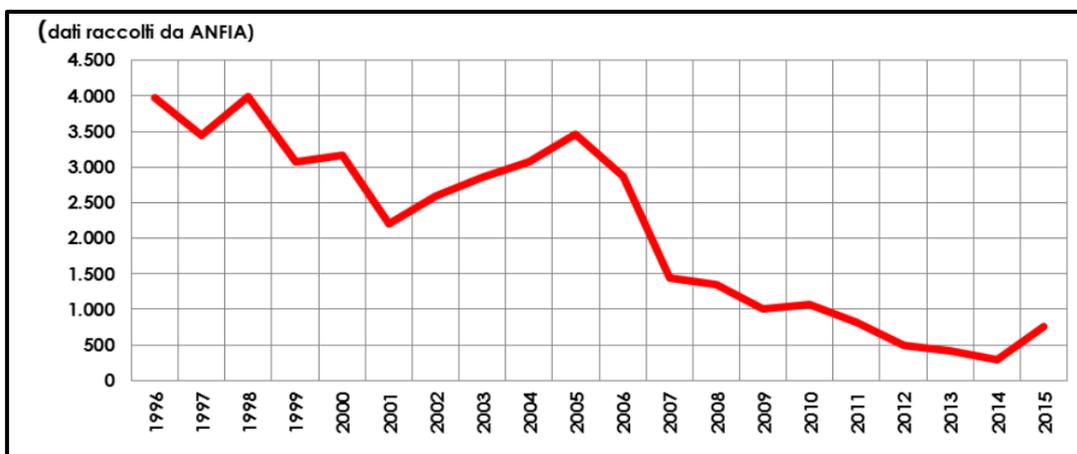


Figura 2.2 Produzione autobus 1996-2015: Fonte Anfia

In ultima aggiunta come ravvisabile dal precedente grafico è denotabile un leggerissimo rialzo nella produttività di tale comparto nel 2015, ma come vedremo nei successivi paragrafi le sorti del TPL (Trasporto pubblico Locale) oggigiorno confermano ulteriormente un quadro non positivo rispetto agli altri principali Paesi europei sia in termini di "anzianità" del parco circolante concernente gli autobus sia in termini di produttività nazionale, rendendo lo scenario descritto in tale periodo non troppo differente da quello odierno.

Il **2015** rappresenta il primo anno di forte rimbalzo per tale settore, in cui per la prima volta dal 2009 è possibile evidenziare un ingente rialzo nella produttività e nelle immatricolazioni concernenti il mercato stesso. Alla luce di ciò, dopo un periodo di forte stallo, l'economia nazionale trascinata dal settore automobilistico comincia a manifestare dei segnali concreti e trasparenti di una tanto auspicata ripresa. Nel 2015 il PIL nazionale ai prezzi di mercato è stato pari a 1.636.372 milioni di euro correnti, con un

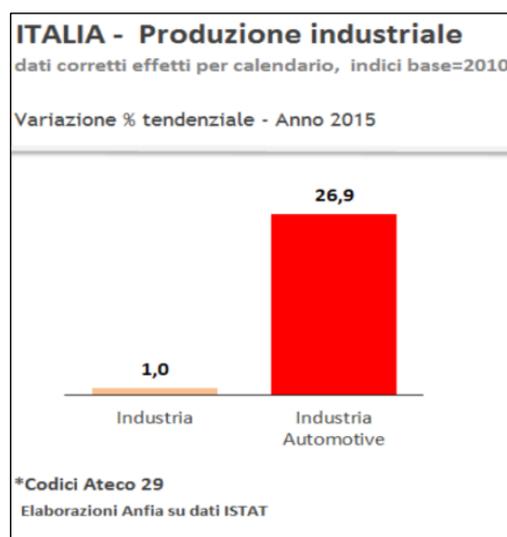


Figura 2.3 Produzione industriale 2015: Fonte Anfia

aumento dell'1,5% rispetto all'anno precedente. In volume³ il PIL è aumentato dello 0,8%, registrando una crescita dopo tre anni consecutivi di flessioni.

Causa ed effetto di tale variazione macroeconomica è stata la crescita dell'indice di produzione industriale il quale è aumentato dell'1% durante il corso dell'intero anno.

Ma tale dato appare sensibilmente caratterizzato ed influenzato dalla fortissima crescita manifestata dall'indice di produzione del settore automotive, rappresentante il vero timoniere e responsabile della ripresa nazionale, con un aumento tendenziale del 26,9%. Il trade 2015 dell'industria automobilistica (autoveicoli e componenti) fornisce un saldo positivo di oltre 1 miliardo di euro, derivante dal saldo negativo del comparto autoveicoli/carrozzerie di 4,88 miliardi di euro e dalla risultante positiva del comparto componenti di 5,89 miliardi. Ad incidere pesantemente è il saldo negativo delle autovetture nuove, -7,5 miliardi di euro, generato dalla quota di vendite di auto estere in Italia (circa il 70% dell'immatricolato) e dal flusso estero proveniente dal costruttore nazionale. Il valore dell'export del settore automotive (autovetture, carrozzerie, componenti) pesa per il 9,1% di tutto il valore dei beni esportati (era l'8,1% nel 2014).

La crescita avuta da tale settore nel 2015 è raffigurabile anche da un dato emblematico, ovverosia la produzione nazionale di autoveicoli torna a superare il milione di unità prodotte (l'ultima volta che si raggiunse tale soglia era il 2008) registrando altresì un incremento relativo del 45% nella fabbricazione domestica rispetto all'anno precedente.

	volumi		var. %	%
	2015	2014	15/14	export su prod
autovetture	663.139	401.317	65	58
veicoli commerciali	317.365	270.970	17	84
veicoli industriali	33.719	25.577	32	64
totale autoveicoli	1.014.223	697.864	45	67

Tabella 2.1 Volumi di produzione 2014-2015: Fonte Anfia

Sono più che raddoppiati i volumi delle autovetture destinati all'estero, che rappresentano il 58% della produzione domestica, mentre addirittura il 67% della produzione interna di autoveicoli è destinata ai mercati esteri, rappresentando in tal modo la forte propensione all'esportazione del Made in Italy automobilistico.

Con l'aggiunta di quest'ultimo tassello possiamo discernere che la media delle autovetture prodotte nel decennio 2006-2015 è stata di 603mila auto con un massimo di 911mila unità nel 2007 (che fu anche l'anno record assoluto di vendite) e un minimo invece di 388mila unità nel 2013, rappresentante, come anticipato a più riprese, con ogni probabilità l'anno più buio dei

³ La fonte delle informazioni e dei dati dell'Italia contenuti nella sintesi è ISTAT in data 30.04.2016.

tempi moderni per il settore automobilistico fino all'avvento delle condizioni critiche, sia in termini sanitari sia economici, vissute ancora oggi nel 2020, di cui tratteremo delle statistiche e delle stime nei prossimi paragrafi.

Per quanto concerne le *immatricolazioni*, il 2015 rappresenta un anno positivo per il mercato di tutte le tipologie di veicolo, raggiungendo un numero complessivo di 1.726.266 immatricolazioni.

	volumi		var. %
	2015	2014	
autovetture	1.575.923	1.360.777	15,8
veicoli commerciali	132.774	117.720	12,8
autocarri ^(a)	15.149	12.664	19,6
autobus ^(a)	2.420	2.147	12,7
totale autoveicoli	1.726.266	1.493.308	15,6
rimorchi leggeri	15.373	14.468	6,3
rimorchi pesanti	912	777	17,4
semirimorchi pesanti	9.672	6.089	58,8
totale rimorchi (a)	25.957	21.334	21,7

^(a) elaborati per data di emissione del libretto di circolazione

Tabella 2.2 Immatricolazioni 2015: Fonte Anfia

Come evidenziabile dalla precedente tabella nel periodo gennaio-dicembre 2015 le immatricolazioni di autovetture sono state circa 1,58 milioni, pari ad un incremento di 215mila vendite in più rispetto al 2014 (+16%) e, come detto poc'anzi, raffiguranti un forte rialzo ed indubbiamente un dato positivo per la crescita del settore stesso. Vi è però da ravvisare che tale output in termini assoluti rappresenta comunque un valore ancora ben lontano, 31% in meno, rispetto al volume medio del venduto registrato nel decennio 2000-2010 (volume medio di 2,27 milioni), ma comunque superiore dell'8% al volume medio ottenuto negli anni di recessione 2011-2014 (1,45 milioni di unità).

Un altro fattore importante su cui faremo leva nel proseguo dell'elaborato, in quanto rappresentante un elemento di forte instabilità ma nel contempo di forte innovazione tecnologica, è la sempre più spinta tendenza ad una maggiore elettrificazione e riduzione dei consumi dell'intero parco automotive, sostenuta in primo luogo da una pressione sempre più calzante e rigida da parte delle istituzioni internazionali nel raggiungimento di target d'emissioni al ribasso, oltre che da una continua evoluzione nei gusti e nelle tendenze dei consumatori stessi, preponderanti anch'essi verso una maggiore sensibilità ad una politica di azzeramento delle stesse emissioni.

Nello scenario descritto è pertanto utile evidenziare il trend assunto nel corso degli ultimi anni in tale direzione, oltre che rappresentare nei prossimi paragrafi i possibili scenari futuri in

termini d'investimenti e possibili sforzi economici e tecnologici per quello che sembra essere, col passare degli anni, un sentiero sempre più tracciato e meno incerto verso una totale elettrificazione del parco automobilistico.

Tale scenario risulta però ancora molto distante dai numeri posseduti nel 2015, a supporto di quanto anticipato possiamo differenziare nel grafico successivo il totale delle immatricolazioni in base alle differenti tipologie di alimentazione.

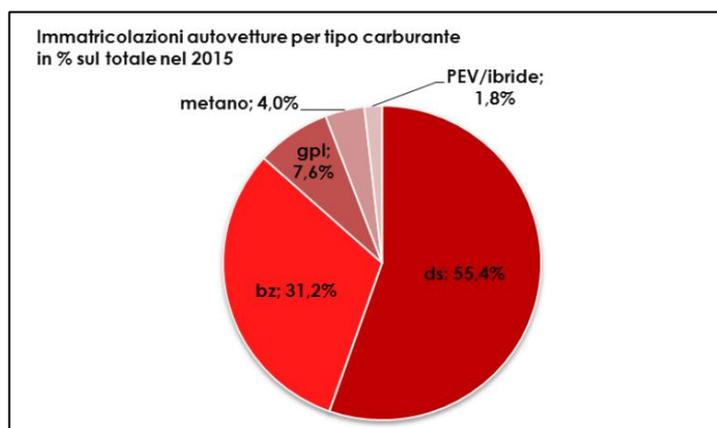


Figura 2.4 Tipologia di alimentazione su tot immatricolazioni: Fonte Aida

Dal presente pie-chart salta subito all'occhio come la frazione di autoveicoli immatricolate con alimentazione alternativa sia solamente l'1,8% dell'intero parco auto immatricolato nel medesimo anno. Sinonimo quest'ultimo di come il mercato dei veicoli elettrici, nel periodo considerato, sia ancora fortemente ridimensionato rispetto agli altri paesi Ue, ciò a causa non solo di una scarsa rete di rifornimento nell'intero territorio nazionale dovuta ad una forte scarsità di infrastrutture a ciò adibite, ma anche per un'inferiore percentuale di popolazione "urbana" in confronto agli altri Paesi europei.

La popolazione non urbana, ovvero coloro che risiedono in realtà meno urbanizzate e più distaccate dai principali centri abitati, è meno propensa all'utilizzo di auto ad alimentazione elettrica a causa della loro autonomia ancora troppo limitata.

Certamente la possibilità di usufruire di una rete di rifornimento capillare dell'elettricità è uno degli elementi che, superate le criticità attuali dovute ai costi e alle tecnologie, ne potrà favorire una maggiore diffusione e quando si parla di investimenti in infrastrutture in termini di costi-benefici, un fattore da considerare è la grande frammentarietà dei comuni italiani.

2.3 Il rinnovato trend di crescita: 2016-2017

Il settore automobilistico riesce a confermare il suo tenace iter di crescita anche nel **2016**, anno in cui il nostro Paese a livello macroeconomico registra un sostenuto aumento del PIL pari allo 0,9% in termini di volume.

Per quanto concerne la filiera produttiva italiana di autoveicoli nel 2016 la produzione domestica di autoveicoli registra un aumento del 9% con 1.103.000 unità, così ripartite: autovetture 713.000 (+8%), 344.000 veicoli commerciali (+9%) e 46.000 veicoli industriali (+36%).

	volumi			var. %	% export
	2014	2015	2016	16/15	su prod.
autovetture	401.317	663.139	712.971	8	56
veicoli commerciali	270.970	317.365	344.358	9	82
veicoli industriali	25.577	33.719	45.976	36	80
totale autoveicoli	697.864	1.014.223	1.103.305	9	65

Tabella 2.3 Produzione Domestica Autoveicoli 2016: Fonte Anfia

L'export ha registrato altresì con oltre 716000 veicoli un incremento del 5%, facendo sì che domanda interna ed export trainassero la produzione domestica e l'industria automotive nel suo complesso anche nel 2016.

Tale trend positivo nel suo intero comparto industriale (autoveicoli, motori, carrozzerie, componenti) è iniziato, come anticipato nei precedenti paragrafi, ad ottobre 2014, e dopo una crescita sostenuta da dicembre 2014 a gennaio 2016, ha rallentato la sua corsa a giugno (-1,3%). Nel mese di luglio l'incremento è stato del 3,9%, mentre ad agosto il rialzo è stato del 28,3%, rallentando poi a settembre (+3,9%), ad ottobre (+3,1%) ed a novembre (+6%). A dicembre, secondo la rilevazione ISTAT, la produzione industriale del settore automotive mostra un aumento del 16,5%. Nella media d'anno, i comparti della fabbricazione di autoveicoli (codice Ateco 29.1) e di carrozzerie per autoveicoli, rimorchi e semirimorchi (codice Ateco 29.2) registrano aumenti tendenziali rispettivamente del 9,2% e del 24,4%, mentre il comparto della fabbricazione di parti ed accessori per autoveicoli (Codice Ateco 29.3) risulta in lieve crescita (+0,5%), complessivamente il settore industriale automobilistico registra una crescita del 7%.

In aggiunta ai numeri forniti circa la produttività dell'industria stessa, si dimostrano altresì significativi i dati concernenti le variazioni degli *ordinativi totali* e del *fatturato complessivo* nell'anno in analisi, in modo tale da poter delineare una visione completa della crescita ravvisata da tale settore nel 2016.

Gli ordinativi totali del settore automotive mostrano dunque un aumento tendenziale del 7,8%, il contributo più rilevante alla crescita è causato soprattutto dalla domanda interna, la quale registra un aumento dell'8,7%, mentre gli ordinativi dall'estero crescono del 6,8%. Per quanto concerne i singoli comparti si registrano i seguenti incrementi: fabbricazione di autoveicoli +9,5%, fabbricazione di carrozzerie, rimorchi e semirimorchi +12,8%, fabbricazione di parti per autoveicoli e loro motori + 4,4%.

Relativamente, invece, al fatturato aggregato dell'intero settore automobilistico, questi appare incrementato del 6% rispetto alla media del 2015. Nella fattispecie i settori produttivi dell'automotive forniscono i seguenti risultati di fatturato: la fabbricazione di autoveicoli genera un aumento del 6,1% nei dodici mesi; la componente interna cresce rispettivamente dell'11%, mentre la componente estera cresce dello 0,1%; la fabbricazione di carrozzerie, rimorchi e semirimorchi registra una crescita del 12,5%, spinta soprattutto dalla componente estera, +19,2%; la fabbricazione di componenti genera un aumento del 5%, grazie in particolar modo alla componente interna, +7,6%.

Nel 2016 i dati del settore automotive si mostrano quindi alquanto positivi nel loro aggregato qualora raffrontati alle variazioni tendenziali per fatturato e ordinativi riscontrati dal generico quadro industriale italiano.

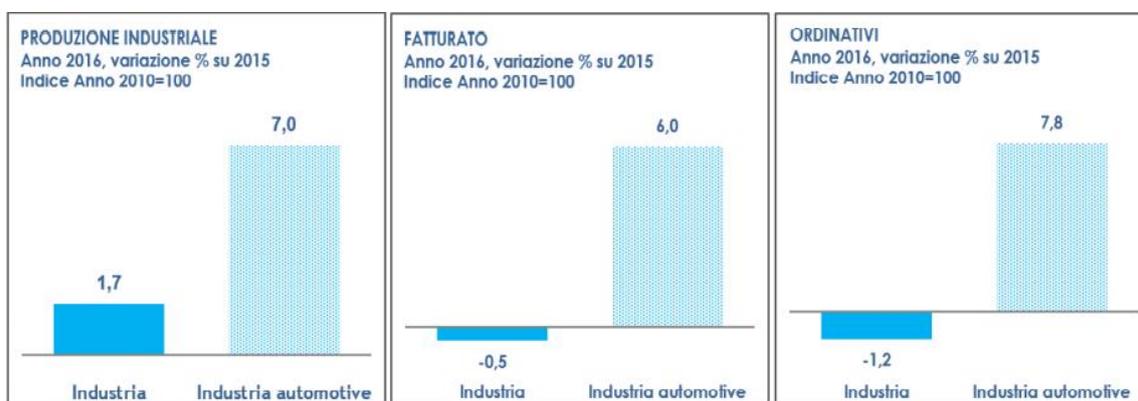


Figura 2.5 Istogramma Produzione-Fatturato-Ordinativi 2016: Fonte Anfia

Un altro segmento di fondamentale e rilevante importanza, in termini di afferenza e contribuzione sia ai numeri complessivi di tale settore sia alla crescita relativa riscontrata negli anni in analisi, è il comparto riguardante la componentistica.

Tale segmento ha assunto nel corso dell'ultimo decennio un ruolo sempre più centrale, giacché la sempre più spinta e necessaria esigenza di uno sforzo innovativo e tecnologico, richiesto agli operatori del settore automobilistico, ha favorito l'introduzione nel processo produttivo di componenti elettronici sempre più sofisticati estendendone gli ambiti tecnologici coinvolti nella produzione. Le principali aree di sviluppo e ricerca dell'automotive riguardano

oltre all'elettronica anche le tecnologie di automazione, le tecnologie di connessione, la ricerca sui materiali, i sistemi di alimentazione, motore e distribuzione.

Per comprendere l'incidenza e l'importanza che tale segmento ha sull'intero settore automobilistico, si rammenti che circa il 75% di un'auto è, infatti, costituito principalmente da componenti assemblati. Secondo le rilevazioni ISTAT, nel 2016 il fatturato del comparto relativo alla fabbricazione di componenti ha segnato un incremento del 5%, con una crescita del 7,6%, causata dal mercato domestico stesso, e del 2,1% invece dai mercati esteri. Tale comparto rappresenta da più di due decenni una realtà positiva della bilancia commerciale, registrando dal 2004 al 2008 dei valori superiori ai 6 miliardi di euro l'anno, mentre nel 2009 tale dato è sceso a poco meno di 4 miliardi, riportandosi ai livelli generati nel 1995. Dal 2010 il saldo commerciale ha intrapreso una costante crescita fino a superare gli 8,1 miliardi di euro nel 2013. Nel 2016 il valore complessivo delle esportazioni, relativo alla componentistica, ha terminato nel lambire infatti i 20 miliardi di euro, con un incremento dello 0,3%, mentre il valore complessivo delle importazioni di componenti per autoveicoli è ammontato a 14,44 miliardi di euro, in aumento del 2,8% sul 2015. Il saldo positivo generato è stato di 5,52 miliardi, con una riduzione del 5,7% rispetto ai 5,86 miliardi di euro realizzati nel 2015. Con il successivo grafico s'intende infatti evidenziare e riassumere graficamente tale aspetto concernente le esportazioni ed importazioni registrate dal segmento della componentistica auto fino all'anno in analisi.

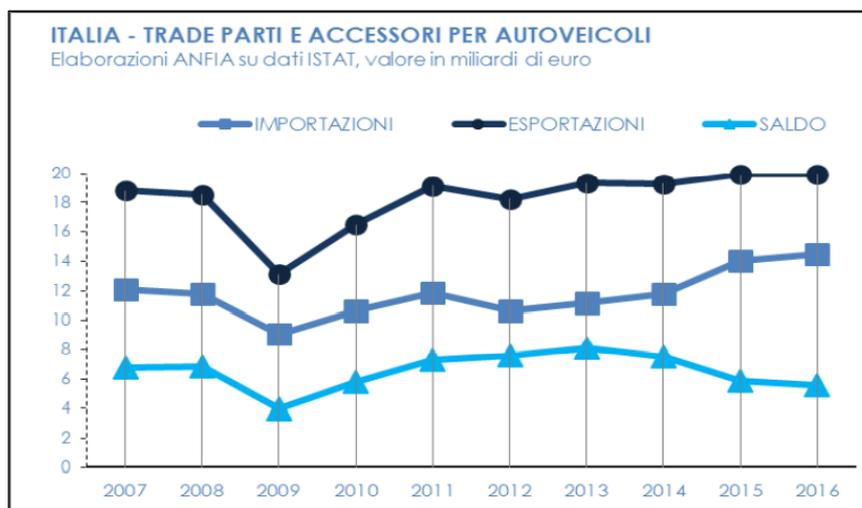


Figura 2.6 Trend import ed export componentistica Auto: Fonte Anfia

Per quanto concerne le immatricolazioni registrate nel 2016, è possibile evidenziare anche in tale conteggio un ulteriore spunto di crescita manifestato dal settore automobilistico.

In particolar modo nel 2016 sono stati immatricolati in Italia 2,05 milioni di autoveicoli, con un incremento del 18,9% rispetto all'anno precedente, ed oltre 31.500 veicoli "trainati" tra

rimorchi leggeri e pesanti, anche qui con un incremento positivo del 21,3% rispetto al 2015.

Dalla tabella sottostante possiamo ravvisare altresì che gli incrementi più significativi impattano i veicoli commerciali, con un +50,8% rispetto al 2015, e gli autocarri, con un balzo addirittura superiore al 55% rispetto all'anno precedente.

	volumi			var. %
	2014	2015	2016	16/15
autoveicoli	1.360.777	1.575.954	1.826.050	15,9
veicoli commerciali	117.720	132.769	200.252	50,8
autocarri	12.065	15.125	23.573	55,9
autobus	2.047	2.381	2.900	21,8
totale autoveicoli	1.492.609	1.726.229	2.052.775	18,9
rimorchi leggeri	14.573	15.398	16.792	9,1
rimorchi pesanti	746	921	1.402	52,2
semirimorchi pesanti	5.926	9.686	13.359	37,9
totale rimorchi	21.245	26.005	31.553	21,3

Tabella 2.4 Immatricolazioni autoveicoli anno 2016: Fonte Anfia

Diversi sono stati i fattori che hanno caratterizzato il trend positivo nel 2016, indubbiamente un primo fattore rilevante è stato il positivo clima di fiducia di consumatori e imprese (anche se in calo rispetto al 2015). Da evidenziare altresì il calo dei prezzi dei carburanti, fattore che chiaramente funge da forte incentivo per l'acquisto di autoveicoli a combustibili fossili, ma il quale pone al contempo un freno verso il tanto auspicato passaggio ad autoveicoli ad alimentazione alternativa. Responsabile di tale trend è anche il rafforzamento delle campagne promozionali da parte di rinomate case automobilistiche, le quali tramite una forte politica di propaganda hanno cercato di rilanciare massivamente i loro prodotti attraverso diversi canali a disposizione.

Sebbene i prezzi dei combustibili fossili nell'anno in analisi incomincino a manifestare un trend di decrescita, che come vedremo in seguito si protrarrà fino al 2020, periodo in cui il prezzo del petrolio ha ormai raggiunto i minimi storici con quotazioni al barile addirittura negative, è comunque ravvisabile il principio di un trend crescente nelle immatricolazioni per le auto ibride e per le nuove forme di mobilità come il car sharing (circa 700mila iscritti, di cui il 98% residente in quattro città: Milano, Roma, Torino e Firenze).

Nel 2016 il settore automobilistico italiano si classifica come quarto mercato dell'eurozona dopo Germania, Regno Unito e Francia, affermandosi pertanto un mercato di grande interesse per i maggiori marchi automobilistici. L'Italia registra l'incremento maggiore del mercato auto nel 2016 tra i principali markets europei, seguita dalla Spagna. Entrambi i Paesi hanno subito maggiormente gli impatti della crisi economica e finanziaria ed in ragion di ciò

presentano ancora degli standard produttivi notevolmente inferiori a quelli pre crisi del 2007 (-27% per l'Italia e -29% per la Spagna).

Un ultimo aspetto da tenere sotto la lente d'ingrandimento per l'anno in analisi è indubbiamente l'iter di crescita tenuto dalle auto ad alimentazione alternativa.

Nel 2016 la domanda di auto diesel rappresenta ancora la tipologia di alimentazione più diffusa tra gli automobilisti con il 57% del mercato e con un "insperato" aumento rispetto al 2015 pari al 19%. Anche le auto a benzina ricoprono un'elevata quota del parco circolante pari al 33% del mercato, in crescita anch'esse del 22%.

Le auto ad alimentazione alternativa, invece, mostrano una forte battuta d'arresto pari al 12,1%, ricoprendo solamente un decimo dell'intero parco automobilistico.

Si ravvisa che tale diminuzione concernente le auto ad alimentazione alternativa è interamente adducibile alla riduzione riscontrata dalle vetture a GPL, le quali manifestano un severo decremento pari al -15,6%.

Di tutt'altro tenore è invece il trend assunto dalle auto ibride ed elettriche le quali presentano un incoraggiante incremento relativo del 48%, ma rappresentando nel complesso ancora una quota troppo limitata ed esigua dell'intero parco auto, pari solo al 2,1%.

A tal proposito un altro dato, rappresentante la siderale distanza che intercorre ancora tra il mercato elettrico italiano e i principali mercati dell'eurozona, è la percentuale di distribuzione delle stesse autovetture ad alimentazione elettrica tra privati e società.

Nella fattispecie le immatricolazioni di auto nuove elettriche registrate nel 2016 sono intestate per l'85% alle società e solo per il 15% alle persone fisiche, dato quest'ultimo in totale controtendenza rispetto alle altre tipologie di autovetture, come ravvisabile nel seguente istogramma.

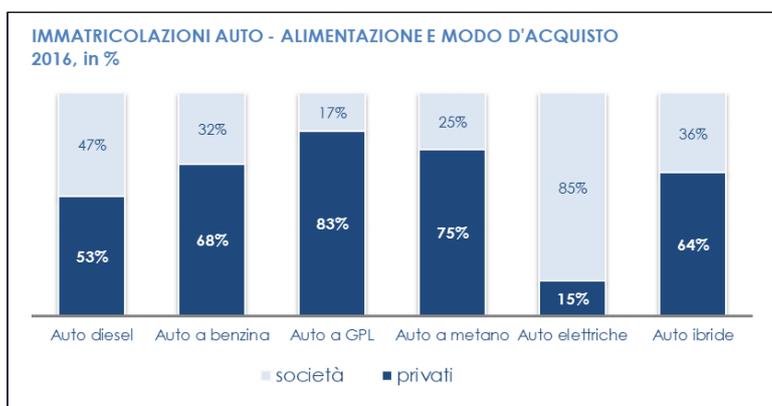


Figura 2.7 Distribuzione privati e società per tipologia di combustibile 2016: Fonte Anfia

Alla luce di quanto espresso, nel 2016 per quanto concerne il mercato dell'elettrico si delinea un quadro rappresentante dei tempi probabilmente non ancora maturi per un'effettiva diffusione massiva delle auto elettriche. Il mercato dei veicoli elettrici, infatti, appare ancora molto contenuto rispetto a quello di molti Paesi UE, non solo per la scarsa diffusione della rete di rifornimento, ma anche per dei costi troppo elevati delle stesse autovetture, rendendole, nell'anno in analisi, ancora di difficile accessibilità per gran parte della popolazione.

Il **2017** si identifica come un anno molto importante nel periodo che stiamo analizzando, ciò poiché rappresentante il picco di crescita relativo al trend positivo iniziato nel 2014.

Come vedremo in seguito dal 2018 tale settore subirà, infatti, un'improvvisa battuta d'arresto nel proprio trend di crescita fino a precipitare impietosamente nel primo semestre del 2020.

Come per il biennio precedente anche nel 2017, secondo i dati forniti dall'ISTAT, il quadro macroeconomico nazionale fornisce un ulteriore incremento del PIL pari all'1,5% in termini di volume⁴.

Per quanto concerne la filiera produttiva nazionale, è possibile riscontrare un forte incremento nella produzione di autoveicoli arrivando a segnare un +3,5% rispetto all'anno precedente con 1.142.210 unità. Ancora una volta l'incremento più significativo è ravvisabile nella produzione di veicoli industriali con un +46,7%.

	volumi			var. % 17/16	% export su prod.
	2015	2016	2017		
autovetture	663.139	712.971	742.642	4,2%	56
veicoli commerciali	317.365	344.358	332.112	-3,6%	79
veicoli industriali	33.719	45.976	67.456	46,7%	93
totale autoveicoli	1.014.223	1.103.305	1.142.210	3,5%	65

Tabella 2.5 Produzione nazionale autoveicoli 2016: Fonte Anfia

Vi è da sottolineare altresì che rispetto al triennio precedente, in cui la crescita del settore automobilistico si mostrava decisamente più concreta e decisa rispetto ad un più timido e frenato comparto industriale italiano, nel 2017 è ravvisabile, oltre a una continua crescita del settore in analisi, anche un più spinto e deciso rialzo dell'intera filiera produttiva italiana. Tale fenomeno è evidenziabile nelle variazioni concernenti la produttività, il fatturato aggregato e gli ordinativi totali, come mostrato nel successivo istogramma.

⁴ Valori concatenati con anno di riferimento 2010



Figura 2.8 Istogramma Produzione-Fatturato-Ordinativi 2017: Fonte Anfia

Salta subito all'occhio come la crescita del settore automobilistico sia piuttosto allineata con quella registrata dagli altri settori produttivi. Addirittura per quanto concerne il fatturato totale è evidenziabile un incremento piuttosto espressivo per l'intera filiera produttiva italiana con un +6,6%, mentre nell'anno precedente registrava un decremento rispetto al 2015.

Nel 2017 invece gli ordinativi totali del settore automotive ci mostrano un aumento tendenziale del 6,8%, il contributo precipuo correlato a tale crescita deriva soprattutto dalla domanda estera, che registra un aumento del 9,6%, mentre gli ordinativi del mercato interno registrano un incremento del 4,8%.

Nello stesso anno, secondo quanto riportato dall'ISTAT, nella filiera automotive nazionale risultano occupati direttamente 165.676 lavoratori, rappresentanti il 4,5% dei totali impiegati nell'intero settore manifatturiero italiano, in aumento dai 158.914 del 2015 e dai 160.204 del 2016.

Considerando inoltre nel computo totale anche i lavoratori correlati indirettamente a tale settore, l'industria automobilistica raggiunge i 250.000 occupati (circa il 7% degli addetti del settore manifatturiero). Nel 2017 l'Italia si classifica pertanto come il 7° Paese in UE per numero di occupati nel settore automobilistico, dopo Germania, Francia, Polonia, Romania, Regno Unito e Repubblica Ceca.

Un altro dato che ci aiuta a comprendere l'enorme incidenza del settore in analisi sull'intero comparto manifatturiero italiano è il valore del fatturato stesso. Basti pensare come il fatturato aggregato delle attività produttive correlate al settore automotive nel 2017 vale 93 miliardi di euro, che in termini relativi rappresenta ben il 10,5% del fatturato dell'intera industria manifatturiera e al 5,6% del PIL a prezzi correnti, motivo per cui da anni tale settore rispecchi la punta di diamante dell'intero comparto produttivo, in grado di trascinare l'intera economia nazionale nei periodi di crescita, ma anche purtroppo di farla sprofondare nei momenti più critici.

Per quanto concerne le *vendite* nel 2017, sono stati immatricolati ben 2,19 mln di autoveicoli, con un incremento positivo rispetto al 2016 del 6,7%. Si evidenzia però come il 2017 rappresenterà l'ultimo anno del periodo in analisi in cui è ravvisabile un incremento nell'acquisto di autoveicoli a livello nazionale.

	Autovetture	Veicoli commerciali	Autocarri	Autobus	Totale	Rimorchi e Semirimorchi
2016	1.826.131	200.273	23.580	2.869	2.052.853	31.568
2017	1.971.590	193.178	24.075	3.380	2.192.223	32.904
var. %	8,0	-3,5	2,1	17,8	6,8	4,2

Tabella 2.6 Immatricolazioni autoveicoli 2017: Fonte Anfia

Nel 2017 le autovetture immatricolate, come indicato in tabella, sono pari a 1.971.590, incrementandosi di oltre 145mila esemplari in più rispetto all'anno precedente.

Alcune delle cause responsabili di tali miglioramenti sono identificabili in prima istanza nell'introduzione della misura del "super ammortamento" per il rinnovo delle flotte aziendali. In aggiunta a rafforzare tale fenomeno vi è anche il crescente interesse verso le nuove forme di mobilità quali il car sharing o il noleggio, le quali si rivolgono ad una platea di utenti sempre più estesa con tipologie di servizi differenziati, in modo da coprire un sempre più ampio spettro di requisiti e necessità manifestati dagli automobilisti stessi.

Tale trend migliorativo non si evidenzia però nell'età media del comparto auto, il quale nel 2017 presenta ancora una preoccupante età media di 10 anni ed 11 mesi, per cui il 55% delle auto in circolazione presenta più di 10 anni di età.

Le motivazioni che si celano dietro tale allarmante fenomeno sono riconducibili indubbiamente agli effetti della crisi economica, per cui, seppur nel 2017 si ravvisino degli incoraggianti segnali di crescita, la perdita di potere d'acquisto delle famiglie è ancora decisamente un fattore non trascurabile nel calcolo del welfare economico. In aggiunta a ciò l'elevatissimo tasso di disoccupazione giovanile, uno dei più alti ed allarmanti dell'intera eurozona, chiaramente non facilita ancora un'indipendenza economica per i giovani, i quali sarebbero la fetta della popolazione più propensa, per gusti ed attitudini all'acquisto, a contribuire ad un forte ringiovanimento del parco auto.

In contrapposizione a quanto detto in precedenza, la fascia over 75 anni, pari a circa l'11% della popolazione, verosimilmente appare meno orientata ad investimenti familiari o personali di lunga durata (auto, ristrutturazione abitazioni, etc.). Infine la possibilità per i cittadini di accedere ad auto "nuove" attraverso car sharing e noleggio privilegiano sempre di più il concetto di "uso" a quello di "possesso".

Anche per quanto concerne l'evoluzione nelle diverse tipologie di alimentazioni, il panorama delineatosi nel 2017 tende ancora a non distaccarsi troppo dalle attitudini e dai trend già denotati negli anni precedenti.

Lo scandalo del *Dieseldgate* di Volkswagen, a conferma di quanto anticipato poc'anzi, e la mancata osservanza delle prestazioni energetiche e ambientali sui veicoli dichiarate da alcune case automobilistiche, nonché le imposizioni alla limitazione o allo stop della circolazione per gli ormai incontenibili ed eccessivi livelli di smog in molte città italiane, non hanno minimamente limitato e scalfito la quota delle auto a gasolio nel mercato italiano, la quale nel 2017 si attesta su livelli ancora troppo elevati, praticamente i medesimi di quelli sostenuti nell'anno precedente. Tale comportamento si mostra ancora una volta del tutto anacronistico e distante da quanto invece accaduto in molti Paesi europei.

Per i medesimi fenomeni poc'anzi citati si sono ridimensionati i mercati di auto diesel in Germania, dal 46% del 2016 al 39% del 2017, UK dal 48% al 42%, Francia dal 52% al 47%, indice quest'ultimo, per l'anno in analisi, della persistenza di un clima ancora restio ad un celere cambio ed abbandono delle auto a motore termico.

Vi è però da ravvisare che il forte ancoraggio e legame dei consumatori alle macchine alimentate a gasolio o a benzina, con gli annessi problemi legati all'inquinamento e le nocive ed allarmanti quantità di emissioni nelle città metropolitane, non deve però offuscare i risultati ottenuti nel 2017 per quanto concerne il forte incremento avuto nell'utilizzo di auto a combustibili alternativi, soprattutto ibride.

Per la prima volta, nel periodo storico in analisi, è evidenziabile un ingente e significativo incremento annuale nelle vendite di auto ibride pari al 71%, promuovendo in tal maniera l'Italia come terzo mercato di auto ibride tradizionali (escluso plug-in) in Europa.

I volumi invece concernenti le auto ibride plug-in risultano comunque raddoppiati nel 2017. Tale aspetto positivo non è comunque replicabile per le auto elettriche le cui vendite sono state pari a 2.021 esemplari, di cui solo il 14% intestato a privati, mentre quelle intestate alle società sono il restante 86%. Le auto elettriche registrano comunque un incremento tendenziale del 47%, con vendite medie mensili nel 2017 pari a 168 unità, ma i numeri assoluti sono ancora troppo bassi se raffrontati agli altri Paesi a livello globale.

	al 31.12.2017	% sul totale	al 31.12.2016	% sul totale	var. %
Benzina	18.196.563	47,2%	18.360.105	48,5%	-0,9%
Diesel	16.896.736	43,9%	16.260.625	42,9%	3,9%
Alimentazione alternativa	3.421.261	8,9%	3.249.601	8,6%	5,3%
<i>Bz+GPL</i>	2.309.020	6,0%	2.211.368	5,8%	4,4%
<i>Bz+Metano</i>	926.704	2,4%	911.246	2,4%	1,7%
<i>Ibride Benzina/Elettrico</i>	174.087	0,5%	117.433	0,3%	48,2%
<i>Ibride Gasolio/Elettrico</i>	3.405	0,0%	3.332	0,0%	2,2%
<i>Elettriche</i>	7.560	0,0%	5.743	0,0%	31,6%
<i>Altro</i>	485	0,0%	479	0,0%	1,3%
Non definito	5.761	0,0%	5.807	0,0%	-0,8%
TOTALE	38.520.321	100,0%	37.876.138	100,0%	1,7%

Tabella 2.7 Parco vetture per alimentazione 2017: Fonte ACI

2.4 La battuta d'arresto: 2018-2019

Come anticipato a più riprese il trend di crescita concernente l'industria automobilistica subisce un modesto rallentamento nel biennio 2018-2019, il quale purtroppo non rappresenterà una mera eccezione al contesto di crescita finora delineato bensì il preludio ad un'ancora più allertante e gravosa decrescita manifestata nello stesso 2020.

Nonostante tale premessa, nel **2018** il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato è stato pari a 1.756.981,5 milioni di euro correnti, con un aumento in volume dello 0,9% rispetto all'anno precedente (+1,7% nel 2017).

Sul fronte della produzione industriale invece dopo l'aumento tendenziale del 3,6% nel 2017 (+4,4% il settore automotive), si assiste ad un rallentamento a partire dalla seconda metà del 2018 fino agli effettivi cali di novembre e dicembre, rispettivamente del 2,8% e del 5,7%. Ciò ha comportato per l'intero 2018 un lievissimo incremento della produzione pari allo 0,6% rispetto all'anno precedente.

Le prestazioni del settore automotive hanno inciso molto al rallentamento della produzione industriale complessiva con i cali tendenziali del 3,3% nel 2018. Fattori di questa lieve battuta d'arresto sono indubbiamente il calo del mercato diesel europeo, che continuerà a persistere anche nei primi mesi del 2019, la fragilità della domanda europea di auto nel suo complesso ed il rallentamento della crescita dell'economia italiana, la quale presenta un ritmo di crescita di sotto al punto percentuale oltre che inferiore alla stessa media europea.

Nella fattispecie il settore industriale automobilistico registra le perdite più rilevanti dal mese di luglio 2018, arrivando a manifestare cali anche a doppia cifra nei mesi di novembre (-13,3%) e dicembre (-12,2%).

Nel grafico sottostante è possibile cogliere con immediatezza l'incidenza negativa del settore in analisi sull'intero comparto industriale nazionale.

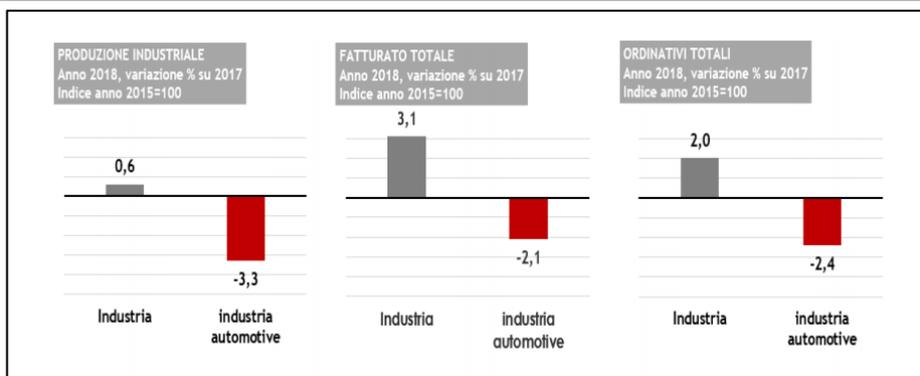


Figura 2.9 Variazione Produzione, Fatturato ed ordinativi 2018: Fonte Anfia

Come ravvisabile dal precedente istogramma il comportamento in termini di fatturato, produzione ed ordinativi è totalmente opposto rispetto a quello manifestato dal restante comparto manifatturiero. Tale dato risulta ancora più significativo se paragonato alla situazione analizzata negli anni precedenti, in cui il settore automobilistico risultava un timoniere e trascinatore dell'intera industria italiana, raggiungendo degli incrementi, nelle metriche rappresentate, di gran lunga superiori rispetto alla media industriale italiana. Per quanto concerne la produzione di autoveicoli nel 2018 si contano 1,06 milioni di autoveicoli, di cui 671mila autovetture, con un decremento del 10% rispetto all'anno precedente, e 389mila veicoli commerciali e industriali (-2,6%).

Anche nelle immatricolazioni e nella domanda di autoveicoli è denotabile un'inversione di tendenza, basti considerare che la domanda di autoveicoli, dopo il picco negativo del 2013 con appena 1,42 milioni di autoveicoli immatricolati, ha lentamente recuperato terreno senza però mai replicare i livelli record pre-crisi di 2,78 milioni di unità, ciò dovuto principalmente ad una crisi economica che in Italia ha lasciato degli strascichi più pesanti rispetto agli altri principali Paesi europei.

Dal 2014 la ripresa della domanda si mantiene comunque positiva fino alla seconda metà del 2018, quando subisce un progressivo rallentamento terminando l'anno con un valore pari a 2,12 milioni di autoveicoli, segnando una leggera flessione del 3,1% rispetto alle vendite dell'anno precedente.

È però doveroso evidenziare una consistente evoluzione rispetto agli anni precedenti nell'orientamento verso un utilizzo ed una scelta più orientata al contenimento delle emissioni prodotte dai generici mezzi di trasporto e ad una più spinta campagna di promozione dei veicoli ad alimentazione alternativa.

Cominciano infatti a manifestarsi a livello nazionale le ripercussioni dello scandalo Dieselgate, le quali poco avevano impattato nell'anno precedente, causando in tal maniera un decremento annuale del 12% di auto diesel rispetto all'anno antecedente.

Non è invece ravvisabile il medesimo trend per le auto a benzina, le quali continuano ad aumentare registrando un +8% rispetto al 2017, incrementando la rispettiva quota sul totale del parco auto nazionale.

In tale quadro si rileva come il calo avuto nelle vendite di auto diesel non sia attribuibile esclusivamente ad un cambio di tendenza nelle preferenze dei consumatori, ma anche ad una forte politica di contenimento delle emissioni di CO₂ ribadita dalle disposizioni emanate dalla stessa Agenzia Europea dell'Ambiente, la quale tramite un piano di monitoraggio annuale ha deliberato dei targets molto stringenti per il 2021, i quali saranno poi superati negli anni successivi da obiettivi ambientali ancora più vincolanti ed ambiziosi previsti nel 2025.

Nel quadro delineato poc'anzi, al decremento di auto diesel è contrapposibile una forte crescita delle auto ad alimentazione alternativa, in particolare per l'intero 2018 le vendite di auto ad alimentazione alternativa ammontano ad oltre 253mila, con un aumento del 10% rispetto al 2017. Tale incremento è dettato soprattutto dalla crescita del mercato auto ecofriendly, il quale raggiunge il 13,3% di quota, risultato della crescita di auto ibride (+31%) e puro elettrico (+147%).

Nel **2019** è altresì evidenziabile per il settore in esame il medesimo trend decrescente dell'anno precedente con tratti peggiorativi in quasi tutti i driver finora analizzati.

Il quadro economico italiano anche nel 2019 fornisce un incremento complessivo del PIL nazionale positivo, appena sopra lo 0,3%, ma di gran lunga inferiore alla media europea.

Si evidenzia a tal proposito come l'Italia registri per il secondo anno consecutivo la crescita più bassa tra tutti i Paesi europei, conferma quest'ultima di uno sviluppo comunque presente a livello nazionale ma con ritmi decisamente stagnanti rispetto agli altri Paesi.

Anche l'intero settore manifatturiero ed industriale non si sottrae a tale trend decrescente e sfavorevole, manifestando dei numeri al ribasso ancora più gravosi rispetto al 2018.

Nella fattispecie l'indice della produzione industriale del settore automotive, nel quale sono comprese le prestazioni industriali di autoveicoli e loro motori, carrozzerie autoveicoli e rimorchi-semirimorchi, componenti e parti per autoveicoli, manifesta un sensibile calo tendenziale pari al 9,6% nel 2019. L'effetto di tale concreta riduzione si ribalta in un'influenza fortemente negativa sulle prestazioni dell'intero comparto industriale nazionale, il quale chiude con un calo dell'1% sul 2018.

Ancora una volta il settore automobilistico, per il secondo anno consecutivo, accusa maggiormente tale trend negativo rispetto alla media industriale nazionale trascinando fortemente al ribasso gli indici di produttività ed economici dell'intera manifattura italiana.

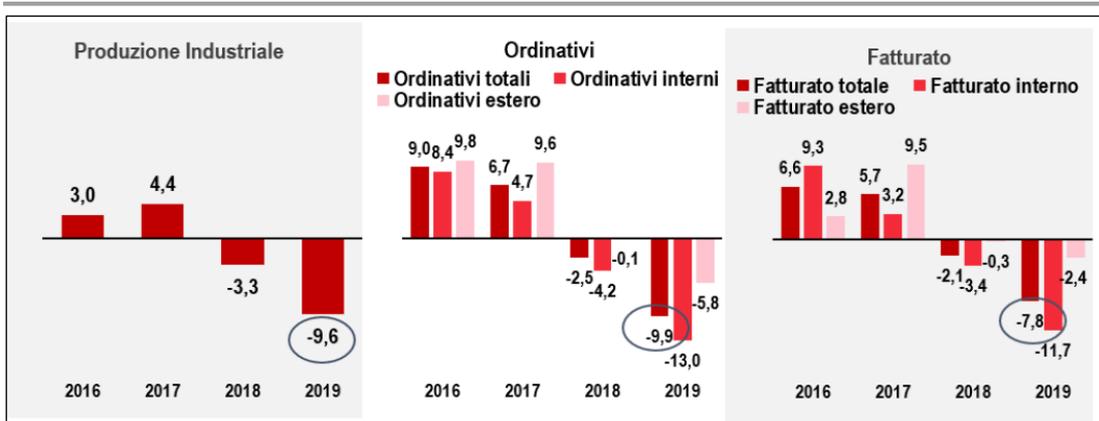


Figura 2.10 Indici di produzione industriale, fatturato ed ordinativi 2019: Fonte ISTAT

Come riscontrabile dal precedente istogramma anche le medie annuali di ordinativi e fatturato hanno chiuso con un brusco calo rispettivamente del 9,9% e 7,8% rispetto all'anno precedente, a causa soprattutto di una contrazione della domanda interna nei due indicatori. Per quanto concerne la produzione di autoveicoli, secondo i dati elaborati da Anfia, nel 2019 si manifesta un forte calo del 14% con un totale di 915 mila unità prodotte, ritornando dopo cinque anni ad una produzione annuale inferiore alla soglia del milione di autoveicoli fabbricati.

Vi è comunque da rammentare che negli ultimi cinque anni la produzione media annua è stata comunque superiore al milione di autoveicoli (1,05 milioni), il 43% in più rispetto alla produzione del quinquennio precedente, dal 2010 al 2014, che in piena crisi registrava una media annua di 731mila autoveicoli prodotti.

Nel 2019 la produzione domestica di autovetture è invece ammontata a 542mila unità, il 19,5% in meno rispetto al 2018. Vi è nuovamente da evidenziare il trend in diminuzione delle auto diesel anche nei volumi di produzione, il quale risulta in ribasso dal 2015 al 2019 di otto punti percentuali, passando dal 30% al 22% sul totale della produzione domestica.



Figura 2.11 Produzione Domestica di Auto Diesel 2015-2019: Fonte Anfia

In contrapposizione al decremento della produzione industriale di autoveicoli ed autovetture, vi è un trend in lieve rialzo per le immatricolazioni di autovetture, le quali nel 2019 ammontano a 1.917.106 unità, in crescita dello 0,3% rispetto al 2018.

Le motivazioni che si celano dietro a tale comportamento antitetico nelle vendite annuali vanno indagate nelle diverse politiche fiscali proposte a livello nazionale dal governo stesso, soprattutto d'incentivo alle immatricolazioni di auto elettriche. Ad esempio con l'introduzione dell'ecobonus, in vigore dal 1° marzo 2019, la media mensile delle vendite di auto ricaricabili nel 2019 è salita a 1.596 auto ricaricabili da marzo a dicembre 2019, praticamente raddoppiata rispetto alla media mensile di 800 nel 2018.

L'ecobonus nella fattispecie rappresenta un provvedimento che ha una finalità prettamente ambientale, andandosi a integrare alle già vigenti normative europee sulla qualità dell'aria e dell'ambiente. Tale misura va ad incentivare l'acquisto di auto poco inquinanti caratterizzate da bassissime emissioni, fino a 70 g/km di CO₂, in particolar per auto elettriche e ibride plug-in. In aggiunta a tale provvedimento anche nella Legge di Bilancio 2020 sono state introdotte delle normative che vanno ad agevolare fiscalmente l'utilizzo di macchine a bassissime emissioni, oltre che aggravare al contempo il carico fiscale sulle vetture particolarmente inquinanti. Tali interventi regolatori hanno permesso nell'anno in analisi di evitare una forte contrazione nelle vendite e conseguenti immatricolazioni annuali, favorendo in particolar modo la crescita del mercato *ecofriendly*, il quale raggiunge il 16% di quota, sospinto in particolar modo dalla crescita delle auto ibride (+34%) e soprattutto dall'impennata nelle vendite di auto elettriche, in crescita del 113% rispetto all'anno precedente. Per la prima volta il mercato elettrico acquisisce una crescita significativa, favorita anche da politiche ed incentivi nazionali, i quali con ogni probabilità, anche se con qualche anno di ritardo, stanno finalmente agevolando la formazione di un mercato elettrico considerabile e che, qualora supportato nei prossimi anni da continue agevolazioni fiscali e da investimenti in apposite infrastrutture, potrà finalmente divenire un segmento ragguardevole e comparabile agli altri principali mercati europei.

Risulta adesso molto interessante fornire un quadro circa la qualità e l'anzianità del parco auto nazionale, in modo da comprendere gli effetti generati dai trend altalenanti delineati nei precedenti paragrafi.

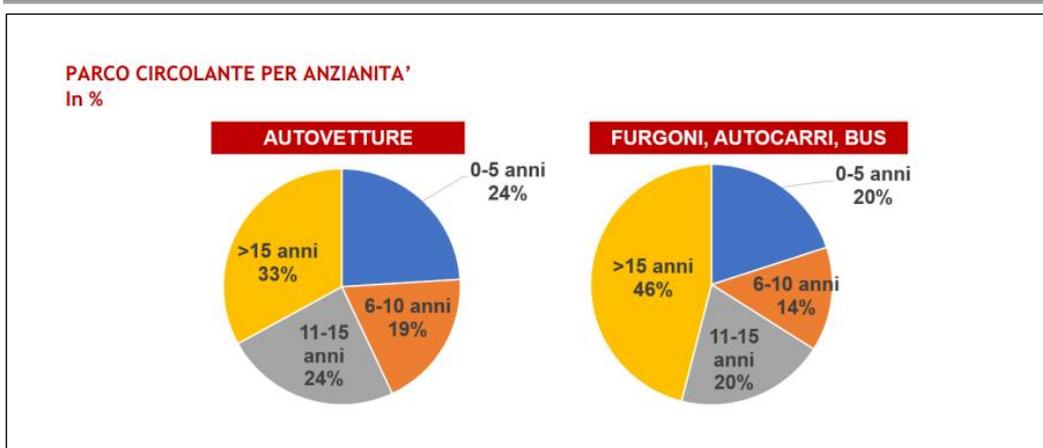


Figura 2.12 Parco circolante per anzianità 2019: Fonte Anfia

Come denotabile dal precedente grafico il parco circolante auto presenta un'età media sensibilmente elevata, ciò denota un problema di ricambio delle autovetture stesse, sinonimo quest'ultimo di una tendenza del cliente nel cercare di sfruttare ai massimi possibili la vita utile del mezzo acquisito, ostacolando e limitando in tal maniera il numero potenziale di vendite annuali e nello stesso tempo frenando il tanto auspicato rinnovo "green" dell'intero parco circolante.

La contrazione delle vendite negli anni di crisi e la riduzione dei volumi medi venduti hanno indubbiamente contribuito all'invecchiamento del parco, che ormai conta un'età mediana di 14 anni e 2 mesi per le autovetture a benzina, 9 anni e 10 mesi per quelle a gasolio, mentre per le autovetture nel complesso è di 11 anni e 5 mesi.

Infine per concludere il quadro del biennio analizzato è utile fornire delle statistiche attuali con il fine precipuo di comprendere il peso specifico del settore automobilistico sull'intero comparto industriale.

L'automotive nel suo complesso, considerando sia industria che servizi annessi, conta oltre 201mila imprese attive, le quali fatturano 335 miliardi di euro, investono per oltre 13 miliardi di euro e occupano 1,23 milioni di persone, le quali ricevono a sua volta oltre 26 miliardi di euro in stipendi e salari. Il fatturato del settore automotive è in grado di generare un *indotto complessivo* che vale ben il 19,5% del PIL nel 2019.

Tali dati denotano quanto il prodotto "automobile", inteso in senso lato, rappresenti una leva indispensabile dell'economia del nostro Paese, fenomeno che risulta altresì ribadito e riscontrabile nelle economie dei principali Paesi produttori di autoveicoli. Tale settore d'altro canto assorbe un'ingente quantità di capitali e, come ravvisabile nei precedenti dati, coinvolge oggi un'ampissima platea di lavoratori.

In aggiunta al presente scenario vi è da specificare come le innovazioni tecnologiche e digitali contribuiscano alla trasformazione e all'evoluzione sostenibile della mobilità di persone e merci. In tali processi innovativi appaiono ormai fortemente coinvolte sia l'industria automotive sia i servizi attinenti all'uso dei veicoli e al trasporto, attraverso la continua ricerca di nuovi prodotti, quali veicoli elettrificati, nuovi componenti e materiali, ma anche i medesimi processi industriali per ottenerli risultano ormai in continua evoluzione.

Si pensi a tal proposito agli ormai tanto decantati ed attuali processi di industria 4.0, robotica, automazione, IA, IoT, o alle stesse nuove ideologie che hanno stravolto il concetto stesso di spostamento e mobilità (sharing, v2X, guida autonoma). Tali fattori richiedono non solo enormi investimenti nel settore privato e pubblico, ma anche specifiche competenze professionali ed un cambiamento notevole delle abitudini dei cittadini.

Tale rivoluzione oltre che rappresentare pertanto un punto di svolta a livello tecnologico e digitale dovrà garantire altresì un'inclusione anche a livello sociale e morale non indifferente.

2.5 La profonda crisi del settore automotive: 2020

Il 2020 rappresenta chiaramente un punto di rottura per le prestazioni dei principali mercati europei, i cui numeri aggregati mostrano dei risultati impietosi se paragonati anche agli anni dell'ultima grande crisi. Si mostra, d'altro canto, essenziale rammentare che i risvolti finanziari ed i conseguenti ragionamenti economici derivanti vanno doverosamente contestualizzati in quello che è uno scenario, ancora purtroppo attuale, caratterizzato da una serie di vicissitudini ed avvenimenti, di cui le presenti generazioni non avevano probabilmente memoria, pertanto un qualsiasi raffronto al passato, anche ad alcuni degli anni più difficili a livello economico, apparirebbe pleonastico e del tutto anacronistico.

Fatta tale necessaria premessa le previsioni di sviluppo nel 2020 si aprono comunque, ovviamente ancora totalmente all'oscuro dell'imminente emergenza sanitaria che stravolgerà l'intero tessuto produttivo ed economico, con una crescita stimata dello 0,3%, la quale sarebbe stata poi confermata da un'ulteriore crescita nell'anno successivo pari allo 0,6%.

Ma la pandemia da Covid-19, esplosa prima in Cina, poi in Italia e dilagata in seguito in tutto il mondo, ha messo in atto un processo di revisione delle stime, determinato dal progressivo rallentamento delle attività commerciali e industriali, fino allo stop, con la sola eccezione delle attività essenziali, con un effetto domino in tutto il mondo.

Nonostante le contromisure adottate per arginare l'epidemia e stabilizzare l'attività economica, l'emergenza Covid-19 ha letteralmente abbattuto la maggior parte delle economie nel 2020.

A livello mondiale, "The Great Lockdown" determinerà una contrazione del PIL pari al 4,4% su base annua, dato da poco rivisto a causa dell'ormai imminente secondo lockdown disposto dalla maggior parte dei Paesi mondiali, tra cui l'Italia.

L'analisi del FMI evidenzia come la ricaduta economica dipenda dal fortissimo ed inestirpabile clima di instabilità che aleggia da mesi nell'intero panorama mondiale, causato dall'imprevedibile decorso della pandemia, l'intensità ed efficacia degli sforzi di contenimento, la capacità di tenuta ed assorbimento delle strutture sanitarie nazionali, le ripercussioni del drastico inasprimento delle condizioni dei mercati finanziari globali, i cambiamenti nelle attitudini di acquisto ed orientamento al consumo, gli strascichi sociali e comportamentali causati dalla pandemia stessa (le persone che evitano i centri commerciali e luoghi più affollati, l'uso limitato del trasporto pubblico), gli effetti sul clima di fiducia e la volatilità dei prezzi delle materie prime e soprattutto l'ormai clima di paura e pessimismo che da mesi avvolge consumatori ed imprenditori stessi.

Secondo le proiezioni del FMI per il 2020, le contrazioni maggiori riguardano l'Area Euro, con un calo del 7%. L'economia italiana subirà il crollo maggiore, -9,9%, dovuto anche alla

condizione di recessione o quasi, in cui l'Italia si trovava prima dell'emergenza sanitaria.

L'impatto dell'epidemia sul sistema sanitario e sulle attività economiche del nostro Paese, le cui finanze sono già deboli, presenterà pertanto con ogni probabilità dei risvolti disastrosi non solo a livello economico ma anche sociale.

La produzione industriale complessivamente registra nei primi 3 mesi dell'anno un andamento progressivamente negativo: gennaio -0,2%, febbraio -2,3% e marzo -29,3%. Il 1° trimestre chiude a -11,3%.

Come evidenziabile il calo ravvisabile nel mese di marzo risulta spropositato, causato indubbiamente dal blocco nazionale delle attività produttive non essenziali (a partire dal 12 marzo). Tali restrizioni e provvedimenti di chiusura hanno colpito in maniera più pervasiva l'industria, poiché gli stabilimenti e siti produttivi stessi sono stati identificati come ambienti difficilmente distanziabili ed in ragion di ciò con un alto rischio di proliferazione del contagio. La riapertura degli stabilimenti produttivi, chiusi nella cosiddetta *Fase 1*⁵, è iniziata il 27 aprile e per parte delle attività commerciali il 4 maggio (Fase 2), inclusi i concessionari di veicoli.

Per quanto concerne il settore automotive la decrescita nel suo complesso si rivela molto più gravosa ed allarmante, in particolar modo la caduta della produttività, conseguente alle chiusure poc' anzi anticipate, nel mese di marzo è risultata essere del 55,8%, un dato fortemente negativo, sinonimo quest'ultimo di come l'intero settore automobilistico abbia accusato in particolar modo le misure di contenimento adottate a livello nazionale.

Conseguentemente a ciò nel 1° trimestre l'industria automobilistica registra un calo nella produzione pari al 21,6% praticamente il doppio della perdita già di per sé elevata registrata dal comparto industriale italiano.

Di particolare interesse è analizzare nel complesso il trend assunto mensilmente dai principali drivers del settore automobilistico, in modo da comprendere i tempi di reazione mostrati dagli stessi operatori all'enorme battuta d'arresto subita tra il mese di marzo ed aprile.

Nel successivo grafico verrà illustrato pertanto l'andamento mensile nelle immatricolazioni, il quale renderà possibile comprendere l'enorme calo di vendite che hanno dovuto sostenere la maggior parte di aziende operanti in tale settore.

⁵ Il DPCM del 9 marzo decretava il lockdown stretto (Fase 1); il DPCM del 26 aprile (Fase 2) la riapertura programmata delle attività chiuse nella Fase 1

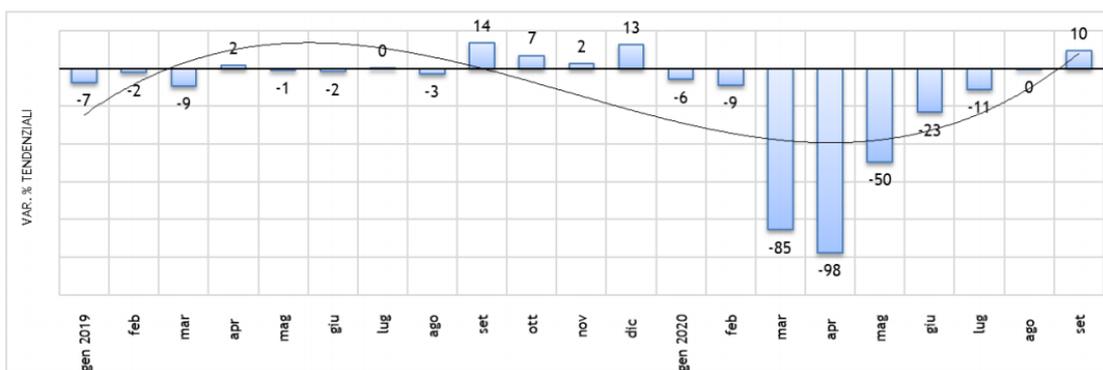


Figura 2.13 Variazioni % immatricolazioni mensili tendenziali 2020-2019: Fonte Anfia

Preso visione del trend illustrato salta subito all’occhio la caduta bimestrale riscontrata nella vendita di autoveicoli durante i mesi di marzo ed aprile. In particolar modo in quest’ultimo mese, in cui il Paese stesso ha vissuto un totale blocco produttivo, la decrescita mensile nelle immatricolazione stesse appare impietosa, registrando un calo, rispetto al medesimo mese dell’anno precedente, pari al 98%, numeri incredibilmente disarmanti e per i quali tale settore non ha precedenti. A partire dal mese di maggio inizia una leggerissima e lentissima ripresa, dopo il totale blocco del precedente bimestre. Coincide proprio in tale periodo il graduale allentamento delle restrizioni attuate per il contenimento della pandemia, ma il clima di paura e forte incertezza e la permanenza delle limitazioni sulla circolazione dei cittadini contribuiscono ad un’ancora elevatissima contrazione nella vendita di autoveicoli, rispetto all’anno precedente, pari al 50%.

La riduzione dei volumi da inizio anno ha avuto effetti pesanti per tutto il settore automotive (industria, commercio e servizi) e appaiono evidenti le difficoltà di ripresa del mercato e dei volumi produttivi a breve/medio termine rispetto ai livelli pre-crisi Covid-19.

Bisogna sottolineare come l’imprevedibile ed immenso calo nelle vendite ha colpito in particolar modo i concessionari stessi, i quali chiaramente ignari di tale situazione si sono ritrovati a sostenere sia un netto azzeramento dei ricavi, ma altresì dei costi di gestione e svalutazione del parco auto posseduto, causati da un’impossibile programmazione e previsione di tale brusco blackout.

Si dovrà attendere la fine dell’estate per poter restituire un’effettiva boccata d’ossigeno a tutti gli attori operanti nel settore automobilistico, riuscendo nel mese di agosto a ritornare ai livelli di vendite registrati nell’anno precedente. Sull’onda di tale ripresa si mostra anche il mese di settembre, ultimo riferimento per cui sono disponibili i dati aggiornati per le nostre analisi, per il quale è ravvisabile addirittura un incremento delle vendite del 10%, se raffrontate all’anno precedente. Le motivazioni di tale rimbalzo vanno indagate sia negli interventi ed incentivi governativi a supporto di tale settore, i quali “sfruttando” tale periodo di totale

riassetto hanno incentivato e fatto leva su una mirata ripartenza, in modo tale da promuovere una vera e propria rinascita green, la quale ponga le proprie radici su una diversa concezione di veicolo, privilegiando in particolar modo l'elettrico oltre che le restanti categorie ad alimentazione alternativa.

Il mercato autovetture di luglio-settembre 2020 presenta, infatti, dei valori leggermente inferiori rispetto a quello di luglio-settembre 2019 (-0,9%) sostenuto in particolar modo dagli incentivi dei Decreti Rilancio e Agosto. Un dato che conferma, come già accennato, le destinazioni e finalità di tali interventi è rappresentato dalle nuove immatricolazioni di auto BEV e PHEV, le quali risultano praticamente triplicate rispetto allo stesso trimestre del 2019 e le stesse vendite di auto comprese nella fascia emissiva 61-95 g/km di CO₂ sono aumentate del 150%. Sinonimo quest'ultimo di come le auto ad alimentazione alternativa stiano diventando da elemento ancillare e di contorno dell'intero parco auto, come già analizzato ad esempio nel biennio 2014-15, ad un effettivo comparto significativo, in grado di trascinare e spronare le vendite del settore automobilistico in questo disastroso periodo di rapida ed improvvisa recessione.

Risulta altresì doveroso sottolineare come tale ripresa manifestata nel mese di settembre non deve disincantare o distogliere l'attenzione dalle enormi perdite accumulate nei mesi precedenti. Pare ormai purtroppo inevitabile e d'immediata lettura come, a livello globale, la crisi socio-economica scaturita dalla pandemia avrà impatti devastanti sul mercato del settore automobilistico. La riduzione degli stipendi, il timore di possibili licenziamenti di massa, l'aumento della disoccupazione e la diminuzione della capacità di spesa delle famiglie influenzeranno gravosamente la domanda di auto. D'altro canto anche il brusco arresto dei sistemi produttivi e l'interruzione delle catene di approvvigionamento sono risultati essere degli enormi shock per l'offerta, rappresentata dalle stesse aziende produttive. Per tale ragione sia in Italia sia nei principali mercati europei l'enorme parco auto, poc'anzi anticipato, rimasto praticamente invenduto nei mesi di lockdown unito ad una lentissima ripresa del mercato stanno rallentando ulteriormente il riavvio delle produzioni industriali.

L'Italia in particolar modo è più esposta finanziariamente rispetto ad altri Paesi a causa del suo elevatissimo livello di indebitamento pubblico, pertanto le possibilità di intervento, sia sotto forma di sussidi sia di vere e proprie manovre di ripresa, appaiono essere più limitate e ridimensionate.

Il calo della domanda globale rischia altresì di atterrare la capacità produttiva dell'intero settore della componentistica italiana nella competizione internazionale, poiché i Paesi rappresentanti i maggiori produttori di autoveicoli cercheranno di indurre le principali aziende

produttrici a rifornirsi internamente, in modo da salvaguardare il più possibile il proprio tessuto produttivo nazionale e privilegiando, in tal senso, le aziende domestiche.

A supporto del quadro già delineato con il tracciamento del trend sulle immatricolazioni mensili, è possibile denotare altresì il medesimo andamento per quanto concerne il clima di fiducia dei consumatori, in termini d'intenzioni d'acquisto, e delle imprese stesse.

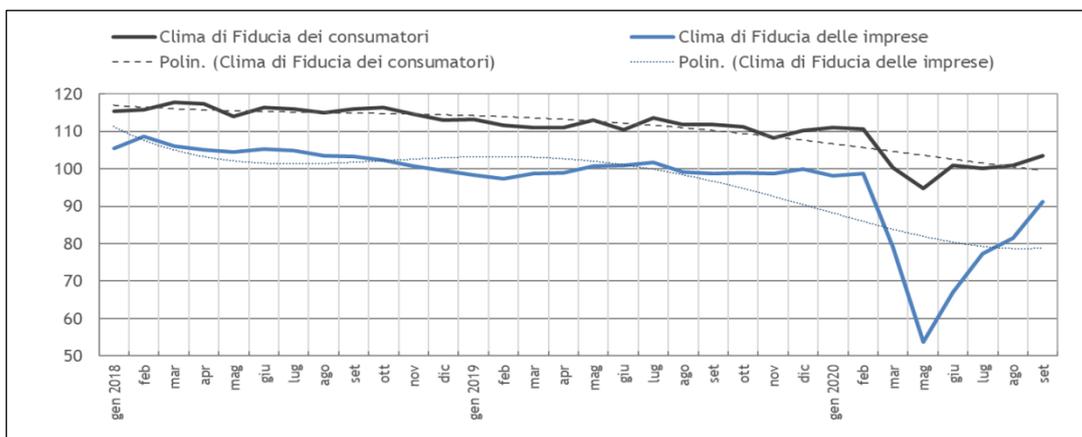


Figura 2.14 Clima di fiducia, indice destagionalizzato (base2010=100): Fonte ISTAT

In prima istanza per un'ottimale comprensione del grafico riportato risulta doveroso riportare il significato economico di tale indice composto di fiducia, delineandone brevemente le metodologie di calcolo.

L'indice del clima di fiducia è un indicatore sintetico complessivo dei risultati delle indagini Istat che si pone come obiettivo quello di valutare l'ottimismo o pessimismo dei consumatori italiani e delle imprese. La raccolta dei dati avviene su base mensile, durante i primi dieci giorni lavorativi del mese di riferimento tramite interviste telefoniche su un campione di duemila persone, casuale, stratificato per ripartizione geografica e comuni di residenza.

L'indice del clima di fiducia ha un certo peso sull'economia, poiché permette di compiere una stima del rapporto che intercorre fra consumatori e imprese e fra imprese e mercato. Finché l'indicatore trasmetterà risultati incoraggianti ci sarà commercio, qualora invece dovesse accadere il contrario, i dati raccolti potranno essere sfruttati come fonte per compiere una riflessione approfondita su come ristabilire l'equilibrio andato perso.

Nel caso in esame tale indice è calcolato su una base 2010 = 100.

Analizzando tale grafico spicca innanzitutto l'enorme calo di fiducia manifestato nel trimestre marzo-maggio. Ma in particolar modo la caduta più significativa, in termini di fiducia e future prospettive, è adducibile alle imprese stesse, le quali per ovvie ragioni hanno subito maggiormente il clima di sconforto causato dalle chiusure e restrizioni imposte per il

contenimento della pandemia. Nel mese di maggio tale indice ha toccato i suoi minimi storici con un valore di poco superiore a 50.

Anche in tal caso è però riscontrabile una forte risalita nei mesi successivi, frutto di un miglioramento del quadro sanitario e di un continuo allentamento delle restrizioni imposte. A settembre 2020 migliorano infatti sia il clima di fiducia dei consumatori (da 101,0 a 103,4) sia quello delle imprese (l'indice composito sale da 81,4 a 91,1), causato in particolar modo dall'incremento delle prospettive economiche, future e personali.

Guardando alle imprese, il miglioramento della fiducia è diffuso a tutti i settori seppur con intensità diverse, nella fattispecie per il settore manifatturiero migliorano sia i giudizi sugli ordini sia le attese di produzione, essendo in tal senso decrementate le scorte di prodotti finiti rispetto al mese scorso.

Per quanto concerne le immatricolazioni, sebbene come già anticipato in tale clima di forte crisi vi sia stato un forte rilancio per il segmento elettrico, le stime preventive per le vendite nel 2020 presentano dei risultati poco incoraggianti. Nonostante nel mese di settembre le auto ad alimentazione alternativa conquistino il 35% del mercato nel mese (più di diesel e benzina presi singolarmente) ed il 25% nel cumulato (10 punti in più di un anno fa), con una crescita del 102% a settembre e del 9% nel cumulato, la previsione stimata delle vendite annuali totali di autoveicoli cede ben il 27,5% rispetto al 2019.

Vi è da ravvisare però che tale incremento delle vendite di autovetture elettrificate, in controtendenza rispetto alla pesante contrazione del mercato, ha contribuito fortemente ad abbassare le emissioni medie di CO₂ delle nuove autovetture acquistate: a 105,6 g/km a settembre e a 111 g/km a gennaio-settembre 2020.

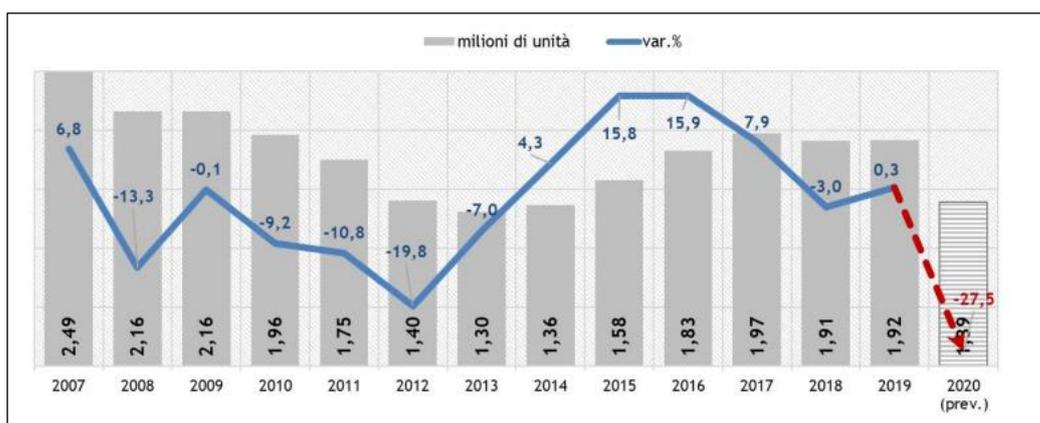


Figura 2.15 Trend annuale immatricolazioni autovetture: Fonte Anfia

In conclusione per fornire un quadro ancora più esplicito e chiaro dell'intero settore automobilistico si intende offrire una rappresentazione tabellare di quanto concerne la

distribuzione geografica delle stesse immatricolazioni, in modo da cogliere le inevitabili differenze territoriali, ormai da anni presenti in tutti settori economici e radicate a livello nazionale, utili nel contempo a contestualizzare anche le persistenti disparità a livello finanziario e di solvibilità delle imprese inserite in contesti geografici ed economici diametralmente differenti.

	TOTALE 2018	%	TOTALE 2019	%	Var % 19/18	Settembre 2020	%	Var % Settembre 20/19	Gen-Set 2020	%	Var % 20/19
VALLE D'AOSTA	59.723	3,1	75.666	3,9	26,7	4.302	2,8	3,3	34.762	3,6	-38,9
PIEMONTE	178.057	9,3	150.995	7,9	-15,2	12.184	7,8	6,6	75.852	7,9	-33,9
LOMBARDIA	317.466	16,6	328.521	17,1	3,5	28.001	17,9	5,8	161.717	16,7	-35,2
LIGURIA	33.813	1,8	34.304	1,8	1,5	3.250	2,1	16,7	18.888	2,0	-27,2
ITALIA NORD-OVEST	589.059	30,8	589.486	30,7	0,1	47.737	30,6	6,4	291.219	30,1	-34,9
FRIULI	35.659	1,9	33.595	1,8	-5,8	3.195	2,0	16,2	17.307	1,8	-32,3
TRENTINO ALTO ADIGE	292.516	15,3	297.751	15,5	1,8	16.431	10,5	7,9	147.034	15,2	-39,9
VENETO	147.768	7,7	150.480	7,8	1,8	12.857	8,2	7,4	74.898	7,8	-34,7
EMILIA ROMAGNA	150.989	7,9	148.593	7,8	-1,6	13.006	8,3	9,4	75.669	7,8	-32,7
ITALIA NORD-EST	626.932	32,8	630.419	32,9	0,6	45.489	29,1	8,7	314.908	32,6	-36,7
TOSCANA	175.476	9,2	176.507	9,2	0,6	16.146	10,3	14,2	96.119	9,9	-27,8
UMBRIA	25.613	1,3	24.686	1,3	-3,6	2.225	1,4	16,3	12.862	1,3	-31,2
MARCHE	41.796	2,2	40.343	2,1	-3,5	3.732	2,4	15,5	20.824	2,2	-30,5
LAZIO	150.375	7,9	159.816	8,3	6,3	13.392	8,6	9,2	77.342	8,0	-33,6
ITALIA CENTRO	393.260	20,6	401.352	20,9	2,1	35.495	22,7	12,5	207.147	21,4	-30,6
ABRUZZI	30.207	1,6	29.020	1,5	-3,9	2.799	1,8	14,8	14.993	1,6	-31,5
BASILICATA	9.036	0,5	8.576	0,4	-5,1	909	0,6	33,5	4.413	0,5	-32,2
CAMPANIA	66.175	3,5	66.927	3,5	1,1	6.438	4,1	19,7	36.133	3,7	-29,2
MOLISE	3.811	0,2	3.666	0,2	-3,8	369	0,2	30,4	1.905	0,2	-35,0
PUGLIA	59.933	3,1	58.492	3,1	-2,4	5.314	3,4	7,1	29.247	3,0	-33,7
CALABRIA	31.098	1,6	28.716	1,5	-7,7	2.824	1,8	19,4	15.576	1,6	-28,9
SICILIA	68.806	3,6	68.027	3,5	-1,1	6.156	3,9	8,1	35.641	3,7	-30,9
SARDEGNA	32.718	1,7	32.434	1,7	-0,9	2.656	1,7	6,1	14.963	1,5	-40,7
ITALIA SUD-IOLE	301.784	15,8	295.858	15,4	-2,0	27.465	17,6	13,0	152.871	15,8	-32,1
TOTALE	1.911.035	100,0	1.917.115	100,0	0,3	156.186	100,0	9,6	966.145	100,0	-34,2

Tabella 2.8 Immatricolazioni autovetture per regione: Fonte Anfia

Dalla tabella in alto riportata si può denotare come la maggior parte delle immatricolazioni sia concentrata nel Nord Italia il quale nel 2019 copriva da solo ben il 63% delle intere vendite annuali, tale percentuale, nonostante la complessiva flessione, viene esattamente confermata nel 2020. Il Sud invece risulta essere l'area geografica più in difficoltà, assorbendo solamente il 15% delle immatricolazioni complessive, a fronte di ben otto regioni inserite in tale computo.

Le appartenenze territoriali sono indubbiamente dei fattori caratterizzanti ed influenzati anche la realtà del settore automobilistico ed in ragion di ciò rappresentano anch'esse motivo di disparità nella solvibilità delle stesse imprese appartenenti a tali aree geografiche.

3. La Metodologia Rating Moody's

Dopo aver illustrato il quadro di contorno relativo al ruolo delle agenzie di rating ed al trend assunto dall'industria automobilistica nell'ultimo decennio, andremo ad analizzare in modo peculiare la metodologia di rating proposta da Moody's per la valutazione del rischio di credito concernente le imprese operanti in tale settore e la loro rispettiva collocazione in un'apposita classe di rischio. Come già anticipato a più riprese, in tale paragrafo esporremo nel complesso ed in tutte le sue sfaccettature la procedura di rating per la valutazione creditizia del rischio d'impresa, ma per ovvie ragioni, non potendo usufruire dell'aspetto soggettivo e qualitativo su cui ogni procedura rating adduce buona parte del proprio giudizio, ci limiteremo, nell'applicazione della stessa, ad una sola valutazione quantitativa e finanziaria. Tale *modus operandi* sarà pertanto identificabile maggiormente come una procedura di *scoring* piuttosto che di *rating*, con ovvie e derivanti limitazioni che saranno ampiamente discusse ed analizzate nel proseguo, in termini di *attendibilità* e *stabilità* temporale delle classi ottenute.

3.1 Il perimetro dell'analisi rating

Tale metodologia annovera ed offre nel proprio perimetro d'azione una guida generale al fine di comprendere come i parametri di rischio influenzino i rating finanziari delle imprese operanti nel settore in esame.

Vi è però innanzitutto da ravvisare che la presente procedura non include una completa ed esaustiva descrizione di tutti i fattori che un'analista potrebbe considerare nell'assegnazione di un giudizio finanziario per una qualsivoglia impresa del settore. Ad esempio all'interno di tale metodologia non saranno contemplati quei fattori di rischio concernenti la proprietà dell'impresa (azionariato), la gestione amministrativa della stessa e la struttura di governance ed aziendale. Nonostante ciò questa procedura permetterà comunque di ottenere un quadro completo per quanto concerne tutte le considerazioni qualitative e quantitative, incluse le metriche ed informazioni finanziarie, che sono usualmente più rappresentative per la maturazione di un giudizio creditizio.

Tale metodologia, come vedremo in seguito, si baserà sull'utilizzo di una griglia di *scoring*, la quale è considerabile come un semplice strumento utilizzabile nella maggior parte dei casi per approssimare un profilo di credito e spiegare, in modo sommario, i fattori principali nell'assegnazione di un rating ad un'impresa. È comunque da sottolineare che i risultati di tale "scorecard" potrebbero non combaciare con gli attuali e reali rating stimati da Moody's, ciò poiché non è possibile generalizzare un quadro ed una metodologia di applicazione che sia la

medesima per qualunque impresa del settore. Vi sono alcune metriche che, per ovvie ragioni, non sono applicabili a talune imprese. Si provi ad immaginare per semplicità di misurare un fattore correlato ai valori di market shares a livello globale, per una piccola impresa manifatturiera operante a livello nazionale. Da tale banale esempio deduciamo come sia impossibile utilizzare un medesimo metro di valutazione per tutte le imprese del settore, poiché quest'ultime, ove per struttura ove per contesto, presentano delle caratteristiche peculiari non generalizzabili. Nonostante tale precisazione vi è comunque da rilevare come i fattori utilizzati in questa procedura e i rispettivi pesi rappresentano un'ottimale approssimazione delle logiche utilizzate nell'effettiva procedura di rating.

Un'altra precisazione, sulla quale porremo più volte il punto nel corso dell'elaborato, è che i rating effettivi rappresentano ed inglobano nella loro stesura ed all'interno del valore finale delle aspettative di lungo periodo, mentre nella metodologia proposta, basandosi quest'ultima su valori storici, non è possibile cogliere appieno tale concetto di lungimiranza, ma i rating generati si baseranno per costruzione su delle valutazioni fondate sul passato e di conseguenza inglobano una visione più di breve periodo. Ciò è causato soprattutto in quanto i rischi a lungo termine possono essere identificati ed assimilati nella valutazione solo qualitativamente dal gruppo di analisi, e per tale ragione non risulta schematizzabile in alcuna procedura generalizzata.

Effettuate tali doverose precisazioni possiamo presentare i quattro macro fattori su cui si basa la metodologia di rating in analisi:

- Profilo Business
- Profittabilità ed Efficienza
- Leva e copertura finanziaria
- Politica Finanziaria

I precedenti fattori saranno poi suddivisi in ulteriori sotto-fattori, caratterizzati a sua volta da un rispettivo peso.

Tale metodologia è applicabile per tutte le imprese che sono coinvolte nella progettazione e produzione di autoveicoli quali: autovetture, autocarri leggeri ed anche motocicli.

Per quanto concerne l'industria manifatturiera automobilistica, come già analizzato nel precedente paragrafo, essa comprende a livello globale diverse imprese caratterizzate da businesses trasversali.

Chiaramente le imprese con un più forte profilo creditizio sono le stesse in grado di possedere un'impronta globale nelle transazioni internazionali, capaci pertanto di mantenere ed

accrescere in tal maniera le proprie quote di mercato, maturando nel tempo una posizione di stabilità economica e nel contempo di alta profittabilità e liquidità.

In tale settore un'altra caratteristica indispensabile, al fine di possedere un vantaggio competitivo che sia sostenibile nel tempo, si basa sulla capacità di differenziare la propria offerta, in modo da riuscire ad offrire una svariata gamma di prodotti che possano adattarsi in tal maniera a differenti categorie di consumatori.

Le imprese le quali invece tipicamente presentano un profilo creditizio più debole tendono a possedere dimensioni indubbiamente inferiori e ruoli meno affermati nei principali mercati regionali. In aggiunta a ciò esse offrono una più limitata offerta di veicoli e di conseguenza la struttura finanziaria appare generalmente più vacillante ed instabile.

In generale è necessario evidenziare come il settore automotive, a differenza di altri comparti manifatturieri, presenta una maggiore instabilità nei principali fattori produttivi ed economici. In particolar modo l'elevata volatilità nei flussi di cassa esprime purtroppo una caratteristica tipica e rappresentativa per i produttori di autoveicoli, caratterizzata da frequenti ed iterativi cicli economici e produttivi manifestati nei principali indicatori del settore in analisi e soprattutto da un altissimo livello di rivalità all'interno dei mercati stessi.

Le preferenze dei consumatori risultano anch'esse poco stabili, seguendo quelli che sono i principali trend macro-economici e sociali, ciò si riversa in una vera e propria necessità da parte delle imprese stesse di gestire ed adeguare ciclicamente i propri prodotti, per poter mantenere una posizione altamente competitiva nei rispettivi mercati. Questo fenomeno rende indubbiamente il comparto automobilistico un settore ad alta intensità di capitale, in cui sono richiesti alle imprese operanti elevati e frequenti investimenti.

A causa del suo fondamentale ruolo a livello globale, l'industria automotive è oggetto di numerose politiche restrittive e regolamentarie in termini di contenimento delle emissioni. Tali interventi regolatori, i quali si pongono come fine precipuo di incentivare la produzione e l'utilizzo di nuovi mezzi ad alimentazioni meno inquinanti, comportano a livello di costi degli enormi esborsi da parte delle imprese produttrici, le quali in diverse circostanze si ritrovano a rincorrere tali politiche con investimenti in continue innovazioni tecnologiche ed in ricerca e sviluppo non indifferenti.

3.2 I fattori di Rating

I principali fattori di rating, come in precedenza anticipato, sono quattro, a sua volta esplosi nei correlati sotto-fattori. In tale elaborato gli aspetti che saranno affrontati sperimentalmente saranno la *leva e copertura finanziaria* e la *profittabilità ed efficienza*, in quanto analizzabili

quantitativamente e ricavabili dalle serie storiche di bilanci a disposizione nel nostro campione di riferimento.

Per quanto concerne gli altri due macro fattori ci limiteremo nel presente capitolo ad esporre dettagliatamente le logiche che si celano nell'utilizzo di tali parametri, ma in quanto prettamente qualitativi o poiché difficilmente estraibili dai campioni numerici a nostra disposizione non saranno oggetto di alcuna applicazione sperimentale.

EXHIBIT 1

Automobile Manufacturer Industry Scorecard

Rating Factors	Factor Weighting	Sub-factors	Sub-factor Weighting
Business Profile	40%	Trend in Global Unit Share Over Three Years	10%
		Market Position and Product Breadth/Strength	30%
Profitability and Efficiency	20%	EBITA Margin	20%
Leverage and Coverage	30%	Debt / EBITDA	10%
		(Cash + Marketable Securities) / Debt	5%
		RCF / Debt	5%
		FCF / Debt	5%
		EBITA / Interest Expense	5%
Financial Policy	10%	Financial Policy	10%
Total	100%	Total	100%

Tabella 3.1 Fattori di Rating: Fonte Moody's

Come ravvisabile da tale griglia i fattori che applicheremo al campione di riferimento hanno un peso del 50% sull'intero giudizio complessivo, in ragion di ciò, come vedremo nel prossimo capitolo, le classi di rating che ricaveremo rappresenteranno esclusivamente solo una parte del profilo di rischio riguardante una determinata azienda in analisi.

Nel proseguo del paragrafo si andrà invece ad illustrare il significato ed il peso di ciascun fattore rappresentato, fornendo altresì i ragionamenti per cui tali fattori sono considerati fondamentali per il tracciamento di un generico profilo di rischio aziendale.

Le informazioni utilizzate nella valutazione di ciascun sotto-fattore sono generalmente estratte dai bilanci aziendali o dai rendiconti finanziari, ed elaborate in un secondo momento dagli analisti di Moody's.

Gli indicatori finanziari, salvo diversi accorgimenti, sono generalmente calcolati in base ad un periodo di riferimento storico annuale, sebbene in base a specifiche esigenze per il calcolo di un determinato score possano essere presi in considerazione nel computo diversi periodi, anche più datati, ritenuti però più consoni rispetto ad altri temporalmente meno distanti.

Gli indicatori finanziari tipicamente sono detratti e calcolati da tre principali documenti: stato patrimoniale, conto economico e rendiconto finanziario. Ciò non esclude minimamente la

casistica per cui a talune imprese sia richiesta, durante l'iter di valutazione, la presa di visione di altri documenti informativi.

Dopo aver calcolato e ricavato un valore numerico per ciascun sotto fattore, quest'ultimo andrà contestualizzato e tradotto in un rispettivo score standardizzato il quale sarà a sua volta adducibile ad una vera e propria categoria di rating.

È pertanto essenziale tale processo di trasduzione, che esplicheremo in dettaglio nell'applicazione sperimentale proposta, in modo da poter ricongiungerci da un mero valore assoluto, tipico di ciascun sotto fattore, ad un effettivo score relativo e ponderato sovrapponibile ad una classe standardizzata.

Bisognerà distinguere tale procedimento secondo le tipologie di sotto-fattori in esame:

- *Fattori qualitativi*: possiederanno un loro processo di trasduzione ed assegnazione ad una rispettiva classe di rating, del quale però non avremo modo di visionarne un aspetto applicativo, ma ci limiteremo nel proseguo a spiegarne le logiche di assegnazione.
- *Fattori quantitativi*: anche tali fattori presentano un particolare processo di scoring, basandosi su punteggi e tabelle differenti dai precedenti. Per quanto concerne questi ultimi avremo invece l'opportunità di tracciarne nei prossimi capitoli un'applicazione effettiva.

Per quanto concerne i *fattori qualitativi* gli score caratterizzanti ciascuna classe di rating presentano dei valori discreti e sono rappresentati nella seguente scala.

Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
1	3	6	9	12	15	18	20

Tabella 3.2 Scala rating fattori qualitativi

I *fattori quantitativi* invece sono categorizzati in degli intervalli continui, ciascuno di essi riconducibile ad una rispettiva classe di rating. Per convertire le metriche dei fattori ricavati in score numerici utilizzeremo la scala sotto rappresentata, tramite l'ausilio dell'interpolazione lineare. Come esempio indicativo se il rapporto di un generico sub fattore presenta degli estremi assoluti per la classe "Baa" compresi tra 50x e 100x, considerando x la generica unità di misura del fattore in analisi, una metrica pari a 99x sarà assimilabile ad uno score pressoché uguale a 7,5, similmente un valore pari a 51x risulterà molto vicino ad uno score numerico con valore 10,5. Risulta già riscontrabile come gli score ottenuti presentino un andamento inversamente proporzionale alla stabilità del profilo creditizio, nella fattispecie a dei score

numerici con valori bassi corrisponderanno delle classi di rating più stabili e di conseguenza una maggiore solvibilità dell'impresa in analisi.

Per ciascuna classe di rating come vedremo in seguito, definiremo dei valori estremi per ogni intervallo, in modo da poter risalire tramite un'effettiva interpolazione lineare al valore di score corretto.

Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
0.5-1.5	1.5-4.5	4.5-7.5	7.5-10.5	10.5-13.5	13.5-16.5	16.5-19.5	19.5-20.5

Tabella 3.3 Scala rating fattori quantitativi

Nel corso dei successivi studi per semplicità nel calcolo delle classi di sintesi e matrici di transizione ci rifaremo agli score ed alle classi di rating rappresentate nella tabella precedente. Il calcolo dei rating in prima battuta, per il nostro campione di riferimento, verrà però presentato nella totalità delle classi identificate da Moody's, correlate a sua volta ai seguenti sotto intervalli.

Scorecard-Indicated Outcome	Aggregate Numeric Score
Aaa	$x \leq 1.5$
Aa1	$1.5 < x \leq 2.5$
Aa2	$2.5 < x \leq 3.5$
Aa3	$3.5 < x \leq 4.5$
A1	$4.5 < x \leq 5.5$
A2	$5.5 < x \leq 6.5$
A3	$6.5 < x \leq 7.5$
Baa1	$7.5 < x \leq 8.5$
Baa2	$8.5 < x \leq 9.5$
Baa3	$9.5 < x \leq 10.5$
Ba1	$10.5 < x \leq 11.5$
Ba2	$11.5 < x \leq 12.5$
Ba3	$12.5 < x \leq 13.5$
B1	$13.5 < x \leq 14.5$
B2	$14.5 < x \leq 15.5$
B3	$15.5 < x \leq 16.5$
Caa1	$16.5 < x \leq 17.5$
Caa2	$17.5 < x \leq 18.5$
Caa3	$18.5 < x \leq 19.5$
Ca	$19.5 < x \leq 20.5$
C	$x > 20.5$

Tabella 3.4 Intervalli score numerici per classi di rating: Fonte Moody's

3.3 Profilo Business

Il profilo business presenta nel computo di tale procedura un peso significativo pari al 40% del giudizio finale. Tale profilo appare fondamentale poiché in grado di influenzare la capacità per un'impresa di generare flussi di cassa operativi oltre che una stabilità ed una sostenibilità temporale degli stessi.

Gli aspetti core nel profilo business di un produttore automobilistico includono le variazioni nelle proprie quote di mercato, la sua posizione competitiva in ciascun segmento, l'ampiezza e la qualità dei prodotti offerti e soprattutto la capacità e la flessibilità di adattarsi alle mutevoli preferenze dei consumatori e al susseguirsi delle politiche regolamentari sia a livello nazionale che globale.

Gli andamenti delle quote di mercato (*Market Shares*), responsabili per il 10% dello score aggregato, per un'impresa rappresentano la percentuale di un segmento di mercato servito da un'impresa; è data dalla percentuale delle vendite di un'impresa sul totale delle vendite del settore di mercato cui l'azienda appartiene.

Tale fattore esprime concretamente l'abilità di un'impresa, operante nel settore automobilistico, a mantenere la propria posizione competitiva all'interno del settore. La capacità per un'impresa di incrementare le proprie quote di mercato è sinonimo di un'attitudine ad offrire un'ampia gamma di offerta e di modelli che rimangano attrattivi per il consumatore e che comprenda nel contempo differenti tipologie di veicoli in grado di conquistare i più disparati segmenti della clientela.

In contrapposizione a ciò, delle quote di mercato volatili o in calo potrebbero indicare per una data impresa una scarsa capacità di adattamento, dettata da un irregolare tasso di rinnovo aziendale, il quale può assumere dei valori elevati in taluni periodi oltre che dei valori molto bassi in determinati lassi temporali.

Acquisite l'importanza e le logiche di tale sotto-fattore, bisogna adesso comprendere le metodologie di calcolo utilizzate dagli analisti stessi, necessarie a risalire ad un effettivo score numerico. Tale parametro è calcolato in prima battuta quantitativamente sulle variazioni delle quote di mercato globali per unità di prodotto, le quali si tradurranno nel numero di autoveicoli venduti negli ultimi tre anni. È chiaro che quando il business di una particolare impresa è radicato prevalentemente su un particolare segmento del settore automobilistico, come le auto di lusso, il computo si riferirà esclusivamente alle quote di mercato e quindi al numero di veicoli prodotti in quel determinato segmento.

Usualmente molti produttori di autoveicoli rinnovano i loro modelli ogni cinque/sette anni, tendendo a scaglionare il rinnovo programmato di diversi modelli con provvisori rilasci e differenti restyling.

Qualora gli analisti non avessero a loro disposizione dei dati relativi alle differenti quote di mercato delle imprese in analisi, potrebbero stimare, in base agli storici cambiamenti avuti dalle imprese stesse, i futuri trend concernenti l'evoluzione delle rispettive quote di mercato. Vi è da ravvisare che agli analisti è comunque lasciato libero arbitrio nell'effettuare determinati aggiustamenti specifici per differenziare ovviamente imprese di dimensioni differenti. È chiaro che non sia possibile avere come unico riferimento le quote di mercato ed il numero di unità vendute per imprese operanti a livello internazionale, poiché aziende per natura diametralmente inferiori, ma magari aventi un profilo creditizio ottimale, si ritroverebbero con dei risultati imparagonabili, che andrebbero insensatamente a minare la loro valutazione creditizia. Per tale ragione nella presente tipologia di metriche si rende essenziale una contestualizzazione qualitativa ad opera dell'analista stesso che, per ovvie ragioni, non sarebbe inseribile negli studi applicativi che effettueremo.

Un'altra casistica da contestualizzare in tale computo è la possibilità per un'impresa di subire una temporanea interruzione della produzione per diverse motivazioni, un esempio attualissimo riguarda le numerose interruzioni causate dalle misure di contenimento della pandemia da Covid 19. Anche in tale situazione risulta indispensabile la mano e l'esperienza qualitativa del gruppo di analisi.

Un ulteriore indicatore, il cui peso oggettivo nella valutazione finale è pari al 20%, è la posizione di mercato e l'ampiezza/robustezza dell'offerta di veicoli (*Market position and Product Breadth/Strength*). Quest'ultimo rappresenta un fattore critico circa la capacità di un'impresa di fronteggiare eventuali bruschi cambiamenti nella retta di domanda.

Chiaramente una forte posizione nei mercati chiave delle principali aree globali di scambio rendono un produttore automobilistico maggiormente resiliente ad eventuali flessioni cicliche nella domanda di autovetture.

Sulla stessa linea d'onda si ritrova anche l'ampiezza e la qualità nell'offerta degli stessi prodotti. In ragione di ciò imprese che effettueranno continui e profittevoli investimenti in nuove tecnologie correlati alla sicurezza dei veicoli, riduzione delle emissioni nocive e miglioramento delle stesse performance risulteranno in grado di differenziare ampiamente la propria offerta di prodotti, adattandosi al contempo alle nuove concezioni di veicolo maturate dagli automobilisti stessi, i quali riterranno il parco veicoli offerto da tali imprese innovativo piuttosto che obsoleto o datato.

La perdita o l'incapacità stessa di mantenere una forte immagine del proprio brand e del proprio prodotto potrebbero invece inasprire gli effetti causati da un'improvvisa contrazione della domanda d'auto.

L'ampiezza della tipologia e categoria di veicoli offerti è molto importante, giacché la scelta e l'orientamento degli automobilisti per una categoria di veicolo piuttosto che un'altra si è rivelata fortemente influenzabile non solo dalle preferenze degli stessi, che in quanto preferenze presentano una natura poco stabile, ma anche da fattori esterni poco prevedibili, quali il prezzo del petrolio, disposizioni ambientali che potrebbero incanalare la domanda temporalmente verso una specifica categoria di autoveicoli. Si pensi, per esempio, ad un improvviso aumento del prezzo dei carburanti, un'immediata risposta a tale fenomeno potrebbe essere indubbiamente l'acquisto di veicoli ad alimentazione alternativa, ma anche una maggiore preponderanza verso veicoli di bassa cilindrata (utilitarie) a discapito di altre tipologie di veicoli, quali auto sportive o SUV.

Invece una riduzione dei prezzi nei combustibili porterebbe gli automobilisti a privilegiare nella loro scelta fattori quali la sicurezza o la potenza del veicolo stesso.

È doveroso sottolineare come tali trend non siano delle scienze esatte, ma solo delle aspettative, che in quanto tali potrebbero non avverarsi. Un esempio a riguardo è proprio ciò che stiamo vivendo oggi. Tra le conseguenze della pandemia vi è stato anche un crollo esorbitante delle quotazioni del greggio, causate dalle restrizioni dell'operatività delle fabbriche e dalle limitazioni nella circolazione e nel trasporto, le quali hanno decrementato decisamente la domanda di petrolio, provocandone una contrazione senza precedenti delle quotazioni stesse, raggiungendo addirittura dei valori negativi per ovviare i costi di stoccaggio annessi del barile. Tale fenomeno non ha però minimamente spinto i consumatori ad acquistare auto inquinanti, bensì, come visto nel precedente paragrafo, nel 2020 è riscontrabile il più alto incremento nelle immatricolazioni di auto elettriche a livello nazionale nell'ultimo decennio.

Lo scoring di tale sotto-fattore si basa esclusivamente su una valutazione qualitativa del relativo posizionamento di mercato e della stessa ampiezza dell'offerta di prodotti concernenti l'impresa in analisi. Tipicamente in tale valutazione qualitativa sono considerati aspetti differenti quali: l'effettiva presenza nei vari mercati e segmenti ritenuti chiave per il business aziendale, la profittabilità dei prodotti offerti e le strategie e capacità di fronteggiare con flessibilità le restrizioni regolamentari a cui quasi ogni impresa, appartenente a tale settore, risulta soggetta.

Tali valutazioni sono lasciate all'arbitrio e giudizio puramente qualitativo del gruppo di analisti, i quali, a seconda del segmento in cui opera l'impresa, valutano se la strategia

operativa intrapresa dall'impresa analizzata possa riscontrare successo e sia coerente con i fattori geografici in cui opera e con i trend dei consumatori a cui essa intenda rivolgersi. In aggiunta a ciò viene inoltre valutata la potenzialità dell'impresa di penetrare, qualora lo volesse, nuovi segmenti di mercato, in base alla propria capacità di diversificazione e differenziazione del prodotto.

Mentre la valutazione di tale sotto fattore appare meramente qualitativa, una procedura quantitativa è utilizzata per il calcolo del *tasso di rinnovo*, per il quale un alto valore rappresenta un più basso rischio di obsolescenza. Nella valutazione del tasso di rinnovo relativo al prodotto, sono tenuti in considerazione i potenziali benefici derivanti dal lancio di un importante prodotto, oltre che una prevista accelerazione nella velocità di inserimento del proprio prodotto in un determinato segmento di mercato. In tale computo è considerato altresì il livello di profittabilità del portafoglio di prodotti aziendale, il quale si mostra proporzionale al valore assegnato al medesimo sotto fattore.

Come già anticipato, nella valutazione dell'efficienza ed ampiezza dell'offerta è tenuta in considerazione anche la capacità di convivere con le inevitabili normative regolamentari imposte dalle stesse istituzioni, soprattutto con gli ormai rigorosi e sempre più severi limiti sulle emissioni delle auto. In particolare è valutata dagli analisti la capacità innovativa per un'impresa di sviluppare nuove tecnologie ed autoveicoli meno inquinanti, insieme alla capacità di adattamento verso le tendenze dei consumatori stessi. Data la ormai complessità e varietà delle politiche di contenimento dell'inquinamento atmosferico, il giudizio è eseguito qualitativamente sulla trasparenza delle strategie stesse intraprese dall'azienda per fronteggiare tale problematica, compresa anche la disponibilità ed abilità ad effettuare concreti e sensibili investimenti in tale direzione.

In seguito si mostrerà pertanto una tabella concernente i giudizi qualitativi per ciascuno dei sotto fattori illustrati, correlati alla rispettiva classe di rating.

Come ravvisabile dallo schema fornito le valutazioni spaziano da una *Aaa*, a cui corrispondono quelle imprese con una posizione fortemente stabile nei Paesi geograficamente più competitivi (Nord America, Europa, Giappone e Cina), un'ampia e profittevole variabilità di veicoli offerti, con un frequente tasso di rinnovo dei modelli proposti ed una posizione da leader negli investimenti concernenti lo sviluppo di autovetture ad alimentazione alternativa. Fino a pervenire ad un rating *Ca*, corrispondente invece ad aziende che presentano una redditività a lungo termine limitata a regioni o località circoscritte, un obsoleto ed inadeguato tasso di rinnovo ed infine una totale assenza di investimenti sostenibili per fronteggiare future politiche restrittive a livello ambientale.

Infine come ravvisabile dalla medesima tabella le quote di mercato (*market shares*) sono misurabili quantitativamente come variazioni percentuali del numero di autovetture vendute negli ultimi tre anni e suddivise nelle rispettive classi come riportato in seguito.

FACTOR 1

Business Profile (40%)

Sub-factor	Sub-factor Weight	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
Trend in Global Unit Share Over Three Years	10%*	Increase > 2%	Increase > 1% but ≤ 2%	Increase > 0.25% but ≤ 1%	Increase ≤ 0.25% to decrease ≤ 0.25%	Decrease > 0.25% but ≤ 2%	Decrease > 2% but ≤ 3%	Decrease > 3% but ≤ 4%	Decrease > 4%
Market Position and Product Breadth/Strength	30%	Very strong competitive position in most of the four key global geographic regions (North America, Europe, Japan and China); very strong and profitable product offering in all segments relevant to those markets,** supported by competitive and frequent model launches. Emissions-reducing technologies and AFV product development are extremely strong and clearly lead the market in terms of innovation and customer acceptance; sophisticated, very well-articulated strategy and robust, consistent investments to meet future regulatory standards, including emissions and fuel economy.	Strong competitive position in at least two of the four key global geographic regions; highly competitive and profitable product portfolio in its entirety with a stable rate of model renewal, though there may be some gaps/areas of weakness. Emissions-reducing technologies and AFV product development are very strong with a leading (top quintile) market position in terms of innovation and customer acceptance; comprehensive, well-articulated strategy and mostly ample, consistent investments to meet future regulatory standards, including emissions and fuel economy.	Strong competitive position in at least two of the four key global geographic regions; highly competitive and profitable product portfolio in its entirety with modest variations in rate of model renewal, though there may be some gaps/areas of weakness. Emissions-reducing technologies and AFV product development are strong with an above-average market position in terms of innovation and customer acceptance; well-articulated strategy and consistent investments sufficient to meet future regulatory standards, including emissions and fuel economy.	Strong competitive position with a degree of concentration in one of the four key global geographic regions; product range mostly competitive and profitable with moderate variations in the rate of model renewal, though there may be some gaps/areas of weakness; earnings rely on specific products or segments. Emissions-reducing technologies and AFV product development are sufficient with an average market position in terms of customer acceptance; reasonably well-articulated strategy and generally sufficient investments to meet future regulatory standards for emissions and fuel economy.	Defensible competitive position focused on one of the four key global geographic regions; gaps/areas of weakness in the product portfolio exist with evidence of material variations in the rate of model renewal; earnings rely on specific products or segments on key products cause periodic pressure. Emissions-reducing technologies and AFV product development may be somewhat lagging, but company has articulated a strategy and concrete plans to attain an industry-average market position in terms of customer acceptance; or investments to meet future regulatory standards are uneven, but company has reasonable leeway before delays will have a meaningful impact on ability to meet future regulatory standards.	Weak or eroding competitive position in key geographic regions or product categories with material and chronic variations in product renewal rate or an extended time frame for the renewal of critical models; evidence of weak profitability across most of the model range. Emissions-reducing technologies and AFV product development or investments are lagging, and leeway is limited before delays will have a meaningful impact on ability to meet future regulatory standards.	Long-term viability in one or more key geographic regions or product categories could be threatened, with material and chronic variations in product renewal rate or an extended time frame for the renewal of critical models; product range may not be able to sustain adequate reinvestment needs and significant operational restructuring is required. Extremely limited regulatory flexibility: material challenges to develop (or acquire) and implement emissions-reducing technologies or meet future regulatory standards.	Long-term viability in one or more key geographic regions or in a critical product segment is at clear risk, with structural profit issues and inadequate rate of model renewal. Meaningful current impact from regulation: material challenges or inability to develop (or acquire) and implement emissions-reducing technologies are causing a failure to meet regulatory targets.

* This metric is not scored with linear interpolation.

** These segments may include luxury, mid-price and economy cars; light trucks and sport utility vehicles; crossover vehicles; and alternative fuel vehicles.

*** AFV stands for alternative fuel vehicle.

Tabella 3.5 Tabella Rating Profilo Business: Fonte Moody's

3.4 Profilo Finanziario

In tale paragrafo si andrà invece ad illustrare la sezione della metodologia concernente l'aspetto finanziario e prettamente quantitativo dell'impresa in analisi, il quale come vedremo peserà per un valore pari al 50% del rating finale ottenuto. Si rammenti che per la sua natura prettamente quantitativa e per la base di calcolo da cui esso attinge, ovvero i bilanci aziendali presenti nel campione a disposizione, tale aspetto sarà l'unico oggetto di analisi sperimentale nel presente elaborato e per tale ragione, oltre a soffermarci maggiormente nell'esplicazione dei fattori presentati, ciascun fattore esposto teoricamente in tale paragrafo sarà successivamente ripreso fornendone un'applicazione quantitativa correlata al campione di aziende a nostra disposizione.

Il profilo finanziario descritto nella metodologia rating Moody's si suddivide in due fattori principali:

- Profittabilità ed efficienza, con peso pari al 20% (*Profitability and Efficiency*).
- Leva e copertura Finanziaria, con peso pari al 30% (*Leverage and Coverage*)

Per quanto concerne la profittabilità, essa risulta fondamentale nella valutazione del merito creditizio aziendale, in quanto un alto valore di quest'ultima rappresenta una conseguente potenzialità e discrezionalità per l'impresa in analisi di effettuare adeguati investimenti nel marketing aziendale, in immobilizzazioni materiali ed immateriali e nel capitale umano aziendale.

La capacità di mantenere un'elevata e costante profittabilità nel tempo è tipicamente un robusto indicatore di efficienza operativa, oltre che una comprovata attitudine nel possedere e mantenere un vantaggio competitivo nel rispettivo segmento di appartenenza.

La *profittabilità* di un'impresa in tale metodologia è calcolata tramite l'ausilio del *margin* *EBITA*, il quale per costruzione è rappresentato dal rapporto fra l'EBITA ed il fatturato complessivo aziendale.

L'acronimo inglese EBITA sta per "*earning before interest, tax and amortization*". Di conseguenza, il valore non include imposte, interessi o ammortamenti sugli stessi beni aziendali.

Nel determinare l'utile o l'eccedenza annuale di un'impresa, è necessario inoltre considerare e di conseguenza inglobare in tale computo dei proventi e delle spese che derivano da investimenti, interessi sui prestiti, imposte e ammortamenti di varia natura.

Tuttavia, queste voci sono di solito collegate solo indirettamente al successo operativo di un'impresa. Esse tendono a essere influenzate solo da decisioni strategiche fondamentali, come la scelta dell'ubicazione dell'azienda o del finanziamento. Anche l'ammortamento ha spesso più a che fare con la strategia aziendale che con l'attività operativa.

In ragione di ciò tale indicatore cerca di sintetizzare ed esternare un giudizio ed una visione quantitativa dell'impresa a livello operativo, decurtando dal complessivo valore di profittabilità i precedenti parametri che ne vizierebbero l'effettiva comprensione del valore aggiunto, in termini di produttività ed operatività aziendale, generato dall'azienda stessa.

Un ulteriore vantaggio di questa cifra chiave del business è che si presta al confronto: non si tiene conto degli interessi, ossia dei proventi e dei costi degli investimenti, degli ammortamenti. In questo modo è possibile confrontare il successo operativo di diverse aziende.

Bisogna ravvisare al contempo che tale indicatore non è espresso in modo ufficiale e non è definito in alcun modo. Pertanto, aziende diverse possono determinare questo valore in modi differenti, il che però limita di conseguenza la comparabilità.

Un esempio di tale diversificazione nel computo dello stesso sta nella decurtazione degli ammortamenti. Una prima visione considera in tale computo solo gli ammortamenti relativi alle immobilizzazioni immateriali, altre invece considerano nel calcolo tutti gli ammortamenti, materiali compresi.

Nelle applicazioni concernenti lo studio in analisi ci rifaremo al calcolo dell'EBITA, considerando nel calcolo di tale parametro gli ammortamenti complessivi aziendali, senza un'ulteriore distinzione tra beni materiali e non.

La griglia relativa ai margini EBITA correlati alle rispettive classe di rating, stilata da Moody's, per il settore automotive è la seguente.

FACTOR 2

Profitability and Efficiency (20%)

Sub-factor	Sub-factor Weight	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
EBITA Margin*	20%	≥ 16%	13-16%	10-13%	7-10%	4-7%	1-4%	0-1%	< 0%

* For the linear scoring scale, the Aaa endpoint value is 30%. A value of 30% or better equates to a numeric score of 0.5. The Ca endpoint value is -5%. A value of -5% or worse equates to a numeric score of 20.5.

Tabella 3.6 Scorecard Profittabilità ed Efficienza: Fonte Moody's

Per quanto concerne invece la valutazione della *leva e copertura finanziaria* il calcolo si mostra più dettagliato, coinvolgendo in tale procedura diversi indicatori finanziari.

Tale fattore rappresenta nel suo complesso un importante indicatore circa la flessibilità finanziaria e la redditività a lungo termine di un'azienda, compresa l'abilità di adattamento a bruschi ed improvvisi cambiamenti nei businesses economici in cui opera la stessa impresa. Nella fattispecie le imprese operanti nel settore automobilistico richiedono usualmente una robusta posizione in termini di liquidità per mitigare la volatilità che può destabilizzare i rispettivi flussi di cassa. Ciò è ulteriormente confermato dal rischio di flessioni economiche, le quali, insieme a particolari circostanze attraversate da una specifica impresa, possono erodere sensibilmente le casse societarie.

Anche gli elevati investimenti in veicoli sempre più performanti e tecnologici o i frequenti difetti e richiami post produzione possono mettere a dura prova le flessibilità finanziarie delle stesse aziende.

Tale fattore si suddivide a sua volta nei seguenti cinque sotto fattori:

a. Debt/EBITDA (10%)

Il presente indicatore è costituito dal rapporto fra i debiti complessivi contratti da un'azienda e l'EBITDA aziendale, ovvero i profitti aziendali al netto di oneri finanziari, imposte fiscali, svalutazioni di attività ed ammortamenti. Questo indicatore fornisce un'importante panoramica circa la capacità di gestione e solvibilità del debito aziendale, essendo di conseguenza utilizzato in tale procedura come un'effettiva proxy della solidità finanziaria.

b. Cash and Marketable Securities/Debt (5%)

In prima istanza ancor prima di descrivere il perimetro di tale indicatore, esplichiamo il concetto finanziario dei *Cash and Marketable Securities*.

Essi rappresentano il valore effettivo di liquidità aziendale, in termini di disponibilità e rapidità di conversione, composto dalle casse e conti correnti aziendali oltre che dagli stessi titoli negoziabili.

Le imprese generalmente detengono liquidità nelle proprie riserve al fine di prepararle a situazioni in cui potrebbero dover agire rapidamente, come sfruttare un'improvvisa e conveniente opportunità di acquisizione o effettuare inaspettati pagamenti contingenti.

Tuttavia invece di trattenere tutta la liquidità nelle proprie casse, la quale non offre alcuna possibilità di guadagnare e maturare interessi, un'azienda investirà una parte della liquidità in titoli liquidi a breve termine. In questo modo, invece di avere denaro contante inattivo, l'azienda può guadagnare e lucrare su di esso. Se emergesse così un'improvvisa necessità di contanti, la società può facilmente liquidare questi titoli.

In quest'ottica un esempio finanziario con tali caratteristiche è rappresentato proprio dai *titoli negoziabili* o *market securities*. Questi ultimi sono strumenti finanziari d'immediata liquidità, come titoli azionari negoziabili o attivi obbligazionari, i quali possono essere rapidamente convertiti in contanti, sfruttando la presenza ed efficienza dei mercati secondari che facilitano le operazioni di scambio rapido fornendo delle quotazioni istantanee ai titoli stessi. La liquidità dei titoli negoziabili deriva dal fatto che le scadenze tendono ad essere inferiori a un anno e che i tassi a cui possono essere acquistati o venduti hanno scarso effetto sui prezzi.

Il rendimento di queste tipologie di titoli risulterà per ovvie ragioni non elevato, in quanto, a causa della loro altissima liquidità, sono considerati degli investimenti alquanto sicuri.

Alla luce di ciò il rapporto tra *Cash and Marketable Securities/Debt* rappresenta un effettivo confronto tra la liquidità aziendale ed i debiti complessivi iscritti a bilancio.

Tale sotto fattore fornisce anch'esso indicazioni concernenti la flessibilità finanziaria e la capacità di assorbimento delle fluttuazioni nel fabbisogno di capitale circolante dovuto all'insorgere di eventi inaspettati e non pianificati.

Ciò suggerisce anche un ulteriore monito circa l'effettivo ammontare delle casse aziendali, comparate al rispettivo debito sostenuto, che potrebbero risultare a disposizione dell'azienda nei possibili periodi di stress o in determinate casistiche in cui all'impresa stessa non fosse possibile interfacciarsi con i principali enti finanziatori, quali banche o mercati finanziari.

c. RCF/Debt (5%)

I *Retained cash flow* rappresentano i flussi di cassa generati e trattenuti dall'azienda stessa, essendo gli stessi una misura della variazione netta della liquidità alla fine di un periodo finanziario. È pertanto una vera e propria differenza tra il denaro in entrata e in uscita per il periodo considerato.

Si ravvisi a tal proposito che il suddetto indicatore, pur integrando le medesime logiche espresse dall'autofinanziamento, presenta degli accorgimenti e delle correzioni rispetto a quest'ultimo. Gli RCF in particolar modo includono la liquidità rimanente all'interno delle casse aziendali dopo che l'impresa in analisi utilizza quest'ultima per rimborsare le spese effettuate e restituendo altresì liquidità ai fornitori di capitale, tramite l'estinzione di obbligazioni di debito o pagamento di dividendi.

Nell'applicazione dei nostri studi gli RCF saranno pertanto ricavati partendo dall'*autofinanziamento netto* aziendale e decurtando dallo stesso i *dividendi* rimborsati nel periodo in analisi. A tal proposito essendo l'autofinanziamento netto un indicatore ricavabile esclusivamente cogliendo le differenze intra annuali tra due bilanci differenti, per il primo bilancio a disposizione di ciascuna azienda useremo come proxy dei flussi di cassa trattenuti il canonico *autofinanziamento lordo*.

Per una completa comprensione del perimetro in analisi appare doveroso descrivere le logiche economiche che stanno dietro al concetto di autofinanziamento (lordo), oltre che le conseguenti metodologie da noi utilizzate per il calcolo dello stesso.

L'autofinanziamento nella sua più ampia accezione è inteso come la capacità dell'impresa di coprire il fabbisogno finanziario generato dalla dilatazione degli investimenti richiesti dalla gestione, senza ricorrere, o ricorrendo in misura minore all'incremento dell'indebitamento o del capitale proprio. Questa espressione è usualmente utilizzata per indicare le risorse finanziarie che provengono non dall'apporto di terzi, nelle forme di capitale proprio o di credito, ma dalla gestione stessa dell'azienda in virtù degli utili netti conseguiti nell'esercizio e del loro mancato prelevamento. È quindi considerato come una politica finanziaria, una forma di finanziamento interno, di risparmio, che consente di coprire il fabbisogno originato dall'attuazione dei progetti d'investimento programmati e richiesti dalla gestione per sostenere lo sviluppo dell'impresa.

Per il calcolo dell'autofinanziamento si attuerà una metodologia indiretta, ovvero dal mero risultato economico generato dall'impresa, rappresentante la redditività della stessa, andremo a correggere tutte quelle componenti di costo non monetario, le quali non prevedono né un esborso monetario dalle casse aziendali né una variazione della situazione finanziaria dell'impresa. In particolar modo saranno inglobate le seguenti componenti che concorrono al calcolo dell'autofinanziamento:

- *Trattamento di fine rapporto*: rappresentante una somma accantonata dal datore di lavoro e che viene corrisposta al lavoratore dipendente nel momento in cui il rapporto di lavoro cessa per qualsiasi motivo. Tale ritenuta è pertanto una fonte di finanziamento a lungo termine per l'impresa stessa e la cui variazione annuale è inseribile nel computo dell'autofinanziamento stesso.
- *Ammortamenti*: essi sono traducibili in un processo tecnico-contabile che consente di ripartire il costo di un bene, la cui utilizzazione è ripetuta in più esercizi, nel periodo di vita utile nell'azienda. La circostanza che tali beni forniscono utilità in più esercizi comporta la necessità di ripartire il costo tramite un processo di ammortamento. In ottica finanziaria l'ammortamento consente il recupero di capitale investito, permettendo all'azienda di procurarsi una certa liquidità per effetto dell'imputazione a conto economico di costi non monetari, contrapposti a ricavi monetari derivanti dalle vendite. Ciò significa che le risorse dapprima impiegate si rimettono in circolo, si liberano e con il reinvestimento continuato delle disponibilità liberate dal processo di ammortamento l'impresa costituisce una forma di finanziamento interno con la quale può ampliare la potenzialità produttiva senza ricorrere ad altre fonti di finanziamento.
- *Accantonamenti per fondi rischi ed oneri*: da considerarsi una fonte di autofinanziamento, perché le quantità accantonate possono essere temporaneamente utilizzate per sostenere la crescita fino a che non si verificano gli eventi che generano costi o perdite per i quali essi sono stati costituiti.
- *Svalutazioni/Rivalutazioni d'impieghi*: anche quest'ultima componente, rappresentando una variazione nel valore contabile di una determinata attività finanziaria, non è riconducibile ad un'effettiva uscita monetaria per l'impresa in analisi e pertanto tale fattore, adducendosi anch'esso al reddito residuale d'impresa, va a contribuire al calcolo dell'autofinanziamento stesso.

Il rapporto tra *RCF/Debt* è pertanto un indicatore circa l'abilità di un'impresa di ripagare il proprio debito, andando in tal senso a misurare o stimare la generazione dei flussi di cassa

prima delle variazioni nel capitale circolante e dopo la distribuzione dei dividendi, tutto rapportato alla complessiva esposizione debitoria dell'azienda in analisi.

d. FCF/Debt (5%)

Tale sotto-fattore appare molto simile al precedente illustrato ed in particolar modo, più che ravvisargli una determinata somiglianza, ne deriva algebricamente basandosi come una correzione ulteriore dell'indicatore RCF.

I *Free Cash Flow* nella fattispecie sono calcolati decurtando dagli RCF le variazioni del capitale circolante netto ed i capex. Nell'applicazione e nel calcolo numerico di tale fattore si è deciso di non includere nel computo le variazioni dei debiti a breve termine, includendo questi ultimi, oltre alla variazione dei debiti verso i fornitori, anche quella dei debiti finanziari a breve, soprattutto verso istituti bancari, e questi ultimi per natura non devono essere compresi nel calcolo degli FCF.

Il rapporto tra gli FCF ed il debito complessivo aziendale fornisce altresì una differente visione concernente la capacità per un'impresa di ripagare il proprio debito, rapportando in tal caso al debito aziendale i flussi di cassa generati dopo le variazioni del circolante netto, spese in conto capitale e dividendi distribuiti.

Molte aziende operanti nel settore automotive hanno una limitata discrezione nel taglio e nel contenimento delle spese in conto capitale, essendo richiesti agli operatori in tale settore degli enormi e continui investimenti sia nel frequente rinnovo del proprio parco circolante sia nelle implementazioni tecnologiche, le quali richiedono una rapidità e flessibilità di adattamento non indifferenti, rendendo in particolar modo gli sforzi economici complessivi, per certi aspetti, del tutto imparagonabili a quelli richiesti ad imprese operanti in altri settori a livello nazionale.

e. EBITA/Interest Expense (5%)

Infine il rapporto tra i ricavi al netto degli oneri finanziari, imposte fiscali ed ammortamenti sugli oneri passivi annuali iscritti a conto economico è utilizzato per saggiare la capacità di un'impresa di rimborsare nel breve termine gli oneri finanziari maturati dalla propria esposizione debitoria oltre che alcune determinate spese fisse generate dalla gestione operativa aziendale.

Tracciata tale panoramica con la quale abbiamo descritto scrupolosamente le logiche e le metodologie di calcolo che si celano in ogni sotto-fattore, si rappresenta in seguito lo

scorecard proposto da Moody's per l'identificazione di ciascun parametro nella rispettiva classe di rating.

FACTOR 3									
Leverage and Coverage (30%)									
Sub-factor	Sub-factor Weight	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
Debt / EBITDA ^{*1}	10%	≤ 0.5x	0.5-1.5x	1.5-2.5x	2.5-3.5x	3.5-4.75x	4.75-6x	6-8x	> 8x
(Cash + Marketable Securities) / Debt ^{*2}	5%	≥ 160%	120-160%	90-120%	70-90%	50-70%	40-50%	30-40%	< 30%
RCF / Debt ^{*3}	5%	≥ 100%	70-100%	40-70%	20-40%	10-20%	5-10%	0-5%	< 0%
FCF / Debt ^{*4}	5%	≥ 70%	40-70%	20-40%	10-20%	5-10%	0-5%	(5)-0%	< (5%)
EBITA / Interest Expense ^{*5}	5%	≥ 20x	12-20x	6-12x	3.5-6x	1.75-3.5x	0.75-1.75x	0-0.75x	< 0x

Tabella 3.7 Scorecard Leva e Copertura finanziaria: Fonte Moody's

3.5 Politica Finanziaria

In questa sezione finale si andrà a delineare l'ultimo aspetto che completerà il quadro di analisi della metodologia rating proposta da Moody's per la valutazione della solvibilità delle imprese operanti nel settore automobilistico.

Per quanto concerne la politica finanziaria assunta dalle imprese in analisi, quest'ultima come vedremo contribuirà con un peso del 10% alla stipulazione del rating finale. Indubbiamente il peso assegnato a tale profilo, anche per ovvie limitazioni di calcolo e valutazione, appare diametralmente inferiore rispetto al profilo business e finanziario, ma non per tale ragione trascurabile sia nell'esplicazione che nell'applicazione dello stesso.

Si precisa, come già anticipato a più riprese, che anche il metro di giudizio e di valutazione di tale aspetto sarà prettamente qualitativo e di conseguenza non applicabile e considerabile negli studi quantitativi che saranno proposti nel prossimo capitolo.

La gestione dell'amministrazione aziendale e l'avversione verso il rischio finanziario sono delle importanti discriminanti nel rating finale, poiché in grado di influenzare direttamente l'esposizione debitoria, la qualità creditizia ed il pressante rischio di cambiamenti avversi nella struttura finanziaria del capitale aziendale.

La valutazione proposta delle politiche finanziarie include la tolleranza percepita nell'amministrazione aziendale del rischio finanziario, analizzando nella fattispecie le future intenzioni di strutturazione del capitale stesso.

Alcune considerazioni a riguardo comprendono indubbiamente gli impegni pubblici dell'azienda in tale settore oltre che l'opinione prettamente qualitativa del gruppo in analisi circa la capacità dell'impresa di perseguire i propri obiettivi aziendali.

Si dimostra pertanto di fondamentale importanza la comprensione di quelle che saranno le strategie manageriali dell'impresa stessa, in quanto non risulterebbe possibile aumentare il

rating creditizio di un'impresa, a fronte ad esempio di un miglioramento delle disponibilità finanziarie o reddituali della stessa, se tale liquidità venisse poi utilizzata per effettuare acquisizioni strategiche, distribuire dividendi agli azionisti o altre operazioni di leva finanziaria. D'altro canto l'impresa in analisi potrebbe migliorare il suo rating creditizio qualora la sua amministrazione fosse orientata ad incanalare i guadagni ottenuti in quelli che sono gli obiettivi prioritari di stabilità finanziaria della stessa, sinonimo quest'ultimo di una gestione aziendale cosciente e sostenibile. La gestione della liquidità in particolare è un importante aspetto correlato all'avversione dell'impresa verso il rischio aziendale, la cui politica di gestione è in grado di esplicitare gran parte delle attitudini nella conduzione ed avversione al rischio.

Alcuni produttori automobilistici hanno storicamente utilizzato diverse acquisizioni strategiche per stimolare la crescita dei ricavi, espandere il loro business, rafforzare le proprie posizioni di mercato o accedere a nuove tecnologie innovative.

Risulta adesso di fondamentale rilevanza comprendere come tale aspetto prettamente gestionale sia valutabile dal gruppo di analisti.

In tali valutazioni sono di per sé considerate innanzitutto le intenzioni nella suddivisione del capitale aziendale, se preponderare per una maggiore o minore leva finanziaria, oltre a valutare le azioni e decisioni storiche prese in determinate situazioni ritenute emblematiche per la comprensione delle politiche manageriali dell'azienda in analisi. L'attenzione in tale studio si presta altresì alle gestioni delle attività operative e all'utilizzo dei flussi di cassa generati nelle differenti fasi del ciclo economico. Di notevole interesse per il gruppo di analisti è la tipologia di risposta dell'amministrazione aziendale a fronte di cambiamenti repentini nei mercati creditizi, all'insorgere di azioni legali nei confronti dell'azienda stessa, al sopravvenire di minacce competitive scaturite dall'alta rivalità del settore automobilistico o alla capacità di assorbimento e resistenza alle forti pressioni regolamentari presenti nel settore in analisi.

Nella valutazione dei rischi del profilo relativi alla politica finanziaria sono altresì valutati i potenziali effetti negativi di eventuali futuri scenari di M&A o altre tipologie di trasformazioni a livello contabile. Le fusioni sono valutate chiaramente non solo nella loro accezione negativa, ma in talune acquisizioni, ritenute invece profittevoli, sono prese in considerazione anche le competenze e le risorse acquisite da una determinata impresa a livello strategico, le quali vanno ad innalzare la positività nella gestione finanziaria aumentandone in tale sezione lo scoring assegnato.

D'altro canto un'azienda la cui storia è stata caratterizzata da acquisizioni finanziate prettamente da continui indebitamenti si vedrà attribuire generalmente un punteggio

relativamente basso per questo fattore. Sono altresì considerate le ripercussioni negative causate dalla disponibilità degli azionisti a vendere l'azienda, le quali rispecchiano di conseguenza una gestione manageriale dell'impresa non condivisa e ritenuta non profittevole dagli stessi proprietari che si tradurrà in una forte svalutazione delle quote aziendali. Infine per tale fattore il gruppo di analisti finanziari valuterà anche la capacità di un'impresa di bilanciare i rendimenti degli azionisti e gli interessi dovuti ai debitori. Nella fattispecie una pressante politica di favoreggiamento nei confronti degli azionisti che ne preservi in maniera eccessiva i ritorni economici, in termini di dividendi, a discapito degli stessi debitori, i quali potrebbero essere invece trascurati nei tempi e nell'esaustività del rimborso del debito, oltre al riconoscimento dei costi dello stesso, porterebbe indubbiamente all'assegnazione di un valore basso per tale fattore di rating.

Nel proseguo è riportata la tabella di valutazione per tale fattore proposta da Moody's, nella quale sono forniti i correlati giudizi sulla politica finanziaria per ciascuna classe di rating.

FACTOR 4

Financial Policy (10%)

Factor	Factor Weight	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
Financial Policy	10%	Expected to have extremely conservative financial policies (including risk and liquidity management); very stable metrics; essentially no event risk that would cause a rating transition; and public commitment to very strong credit profile over the long term.	Expected to have very conservative financial policies (including risk and liquidity management); stable metrics; minimal event risk that would cause a rating transition; and public commitment to strong credit profile over the long term.	Expected to have predictable financial policies (including risk and liquidity management) that preserve creditor interests; although modest event risk exists, the effect on leverage is likely to be small and temporary; strong commitment to a solid credit profile.	Expected to have financial policies (including risk and liquidity management) that balance the interests of creditors and shareholders; some risk that debt funded acquisitions or shareholder distributions could lead to a weaker credit profile.	Expected to have financial policies (including risk and liquidity management) that tend to favor shareholders over creditors; above-average financial risk resulting from shareholder distributions, acquisitions, or other significant capital structure changes.	Expected to have financial policies (including risk and liquidity management) that favor shareholders over creditors; high financial risk resulting from shareholder distributions, acquisitions, or other significant capital structure changes.	Expected to have financial policies (including risk and liquidity management) that create elevated risk of debt restructuring in varied economic environments.	Expected to have financial policies (including risk and liquidity management) that create elevated risk of debt restructuring even in healthy economic environments.

Tabella 3.8 Scorecard profilo finanziario: Fonte Moody's

4. Applicazione Metodologia Rating al settore Automotive

Dopo aver esaustivamente analizzato la metodologia di rating per il settore automobilistico nelle sue diverse sfaccettature ed esplicitato i suoi diversi profili di interesse (business, finanziario ed amministrativo), si proporrà in tale capitolo un esempio di applicazione della metodologia stessa ad un campione rappresentante un insieme di aziende operanti a livello nazionale nel settore automotive.

Il fine precipuo di tale analisi è poter discernere e contestualizzare, in base al periodo temporale considerato, i rating creditizi di ciascuna azienda del campione denotandone conseguentemente un giudizio aggregato concernente lo stato di salute finanziario del settore stesso, in termini di solvibilità e qualità del profilo creditizio.

Come anticipato a più riprese, l'applicazione della metodologia verterà esclusivamente sul *profilo finanziario*, pertanto l'analisi ingloberà esclusivamente dei fattori *quantitativi*, tralasciando dal computo le considerazioni qualitative ed arbitrarie riservate al gruppo di analisti.

Si rammenti nuovamente, ancor prima di protrarsi nell'effettiva analisi sperimentale, che il profilo finanziario, in accordo con la metodologia proposta rappresenta il 50% del rating finale emanato da Moody's, pertanto i rating da noi ricavati rappresenteranno solo una prima "metà" del profilo creditizio dell'impresa in analisi e per tale ragione potranno presentare dei valori sensibilmente differenti dai reali e completi giudizi forniti da Moody's per talune imprese appartenenti al campione stesso.

4.1 Campione e Banca Dati

I bilanci utilizzati per l'analisi condotta sono stati estratti usufruendo della banca dati online AIDA (Analisi Informatizzata Delle Aziende), generata e distribuita da Bureau van Dijk, azienda controllata da Moody's Analytics. La Bureau van Dijk rappresenta una vera e propria impresa leader a livello internazionale nella distribuzione e gestione, tramite opportuni sistemi informativi, di dati economico-finanziari.

Tale banca dati assimila e raccoglie le suddette informazioni, quali stati patrimoniali conti economici, di tutte le società di capitali italiane indipendentemente dallo stato di solvibilità in cui esse si trovano, sia attive che fallite.

Il database nella fattispecie raggruppa dati anagrafici specifici, attività economiche ripartite secondo classificazioni nazionali (ATECO) o internazionali (NACE), bilanci redatti secondo la IV Direttiva CEE, indicatori economici e finanziari, numero di dipendenti, informazioni relative alla composizione dell'azionariato e delle stesse partecipazioni aziendali.

I dati raccolti rimangono memorizzati in archivio per una serie massima di dieci anni.

Il campione in analisi è stato estratto analizzando e prelevando specificatamente tutte le imprese soddisfacenti i seguenti criteri di ricerca:

- Imprese identificabili da codice ATECO 29.10;
- Imprese con tutti i bilanci disponibili dal 2010 a 2018.

La classificazione delle attività economiche ATECO rappresenta una tipologia di parametrizzazione utilizzata dall'Istituto nazionale di Statistica Italiano (ISTAT) per le rilevazioni statistiche nazionali di carattere economico, tramite la quale è possibile catalogare qualunque impresa italiana in un rispettivo codice parametrizzato che ne rappresenti e categorizzi l'attività principale produttiva dell'azienda stessa. Si tratta di una classificazione alfa-numerica con diversi gradi di dettaglio: le lettere indicano il macro-settore di attività economica, mentre i numeri (che vanno da due fino a sei cifre) rappresentano, con diversi livelli di specificità, le articolazioni e le disaggregazioni dei settori stessi.

Il codice 29.10 annovera tutte le imprese nazionali identificabili nella categoria della *fabbricazione di autoveicoli*, comprendente in particolar modo la seguente lista di attività:

- fabbricazione di autovetture destinate al trasporto di persone;
- fabbricazione di autoveicoli per trasporto di merci: furgoni, autocarri e trattori stradali per semirimorchi;
- fabbricazione di autobus, filobus e autopullman;
- fabbricazione di motori per autoveicoli;
- fabbricazione di telai per autoveicoli;
- fabbricazione di altri veicoli a motore: motoslitte (gatti delle nevi), veicoli per campi da golf, veicoli anfibi, autopompe, autospazzatrici, bibliobus e auto blindate;
- fabbricazione di autocarri con impastatrice di calcestruzzo (autobetoniere);
- fabbricazione di ATV (quad), go-kart e veicoli simili, inclusi quelli da gara;
- ricostruzione di motori di autoveicoli in fabbrica;
- fabbricazione di autogrù;
- fabbricazione di autocaravan (camper);
- fabbricazione di minivetture.

Il campione presenta al suo interno ben 137 imprese differenti le quali si articolano in 1369 bilanci disponibili.

Essendo però ancora troppo poche le imprese che presentino dei dati di bilancio aggiornati al 2019, generando dei numeri troppo bassi per un qualunque tipo di analisi, si è deciso di limitarsi ad analizzare la serie storica compresa dal 2010 al 2018, prendendo in considerazione un campione definitivo di 1233 bilanci.

Ciascun bilancio comprenderà uno stato patrimoniale correlato all'anno di riferimento ed il rispettivo conto economico.

Tali bilanci sono stati riportati dalla piattaforma AIDA ad un foglio Excel ed ordinati in ordine decrescente di fatturato.

I dati ricavati per ciascun bilancio aziendale si suddividono in 309 colonne e possono essere distinti in due categorie differenti: informazioni anagrafiche e dati economico-finanziari.

I dati anagrafici si articolano in: ragione sociale, anno di costituzione, comune, provincia e regione di appartenenza, codice ISTAT, forma giuridica, codice fiscale, codice ATECO 2007, stato giuridico, mercato di quotazione, eventuale procedura o cessazione, eventuale data d'inizio e di chiusura della stessa procedura.

I dati economici finanziari riguardano invece ciascuna voce di bilancio secondo l'ordinamento previsto dallo stesso codice civile.

Nel medesimo foglio Excel è stato elaborato uno sheet riguardante l'analisi e sintetizzazione dei dati economici estratti, in particolar modo è stato riclassificato lo stato patrimoniale in base ai criteri di solvibilità ed esigibilità, raggruppando le attività per durata e scadenza delle stesse. Per quanto concerne il conto economico, esso si mostra rielaborato secondo la classificazione del valore aggiunto, denotandone in particolar modo i principali indicatori economici quali ad esempio EBIT ed EBITDA.

Si evidenzia un'importante caratteristica del campione a disposizione, il quale per difformità ed incompletezza dei dati a disposizione non risulta perfettamente stratificato.

In particolar modo all'interno del campione figurano 97 bilanci, il 7,1% del campione complessivo, caratterizzati da ricavi nulli. Tali bilanci sono stati inseriti nel computo dei rating, ma i risultati ottenuti per gli stessi appaiono poco affidabili e, per ovvie ragioni, di bassa attendibilità. In aggiunta l'importo del fatturato stesso, per permettere il calcolo e la formazione dei principali indicatori finanziari discussi nel paragrafo 3.4, è stato approssimato ad un valore unitario, onde evitare la formazione di rapporti indivisibili e di conseguenza l'impossibilità di generare uno score numerico, seppur in tal caso di discutibile e di scarsa attendibilità per gli stessi.

Infine nello sheet Excel comprendente l'analisi dei bilanci, sono state inserite delle opportune colonne di controllo, in modo da sincerarsi che le voci aggregate, ricalcolate secondo le diverse riclassificazioni dello stato patrimoniale e conto economico aziendale, risultino

coerenti ed affini con i dati presenti in bilancio, onde evitare qualsiasi tipo d'errore di battitura o approssimazione, data l'elevata quantità e mole di calcoli effettuati.

In aggiunta a ciò è doveroso precisare che una piccola parte dei bilanci del campione, a causa di una bassa qualità dei dati forniti da AIDA, presenta degli errori in alcune voci di bilancio, i quali per costruzione non sono adducibili alle riclassificazioni da noi effettuate ma considerabili dei veri e propri errori di caricamento dei dati che stanno alla fonte e pertanto classificabili come bilanci anomali.

Per tali bilanci, che sfuggono ai controlli da noi predisposti, dovranno essere analizzati e contestualizzati con molta cautela i rating derivati, soprattutto in correlazione all'entità dell'errore riscontrato. In particolar modo per disallineamenti di lieve entità si è deciso di trascurare tali anomalie ed interpretare i rating ottenuti alla stregua degli stessi che non presentino alcuna anomalia nei controlli; per disallineamenti più concreti e severi non risulta né sensato né appropriato un calcolo dello score finale, in quanto privo di senso ed al contempo totalmente non contestualizzabile.

4.2 Calcolo dei Rating

Tale paragrafo rappresenta una fondamentale sezione del presente elaborato, nella quale presenteremo i passaggi specifici utilizzati per il calcolo degli score numerici, tradotti conseguentemente in rating con opportune conversioni.

I risultati ottenuti saranno poi presentati ed analizzati in forma aggregata nei prossimi paragrafi tramite opportuni strumenti di aggregazione quali: *classi di sintesi e matrici di transizione*.

Per quanto concerne i rating specifici ricavati per ciascuna impresa e bilancio del campione, essi saranno riportati per una completa trasparenza e per una maggiore comprensione dei ragionamenti proposti in *Appendice*, data comunque l'ingente quantità di bilanci che qualora riportati in tale sezione potrebbero inficiarne sia il layout grafico sia frammentare le riflessioni ed il filo logico proposti.

Fatta tale premessa, ancor prima di protrarci in un effettivo calcolo dei rating, si propone uno schema che contestualizza, in termini di solvibilità e qualità dei profili creditizi, le classi di rating identificate da Moody's.

Come ravvisabile dal seguente schema, le classi di rating proposte sono divise in due macro categorie d'investimento: *Investment Grade* e *Speculative Grade*.

La definizione di "investment grade" indica strumenti d'investimento, azioni e bond, ritenuti affidabili dagli operatori istituzionali. Si tratta dunque di titoli emessi da società con bilanci in ordine, ben gestite e con favorevoli prospettive di business. Tutto questo viene riflesso nel

rating e giudizio espresso da agenzie specializzate. Nel caso dei titoli investment grade, il rating è elevato e nella fattispecie identificabile da Moody's per le classi di rating pari o superiori alla *Baa*. Sotto questo livello si entra invece nel mondo degli strumenti high yield, cioè ad alto rischio, caratterizzati da bassi livelli di rating che riflettono il pericolo di default o d'insolvenza. Per attrarre l'investitore, l'obbligazione high yield offre rendimenti superiori a quelli dei bond considerati sicuri, trattandosi in particolar modo di titoli con fini prettamente speculativi destinati ad investitori, i quali cercano nell'elevata volatilità e nel rischio l'opportunità di maggiorare i propri profitti, addossandosi nel contempo un alto rischio di grave insuccesso.

LUNGO TERMINE Titoli di debito con durata superiore a un anno	BREVE TERMINE Titoli di debito con durata inferiore a un anno
CATEGORIA INVESTIMENTO (Investment-Grade)	CATEGORIA INVESTIMENTO (Investment-Grade)
<p>Aaa Obbligazioni con il più basso rischio di investimento: è sicuro il pagamento sia degli interessi sia del capitale in virtù di margini elevati o estremamente stabili. Il mutamento delle condizioni economiche non alterano la sicurezza dell'obbligazione.</p> <p>Aa Obbligazioni di alta qualità. Hanno un rating minore rispetto ai titoli della categoria precedente in quanto godono di margini meno ampi, o meno stabili o comunque nel lungo periodo sono esposti a pericoli maggiori.</p> <p>A Obbligazioni di qualità medio-alta. Gli elementi che garantiscono il capitale e gli interessi sono adeguati ma sussistono dei fattori che rendono scettici sulla capacità degli stessi di rimanere tali anche in futuro.</p> <p>Baa Obbligazioni di qualità media. Il pagamento di interessi e capitale appare attualmente garantito in maniera sufficiente ma non altrettanto in futuro. Tali obbligazioni hanno caratteristiche sia speculative sia di investimento.</p>	<p>Prime-1 L'emittente ha una capacità superiore di pagamento delle obbligazioni nel breve periodo.</p> <p>Prime-2 L'emittente ha una capacità forte di pagamento delle obbligazioni nel breve periodo. Il grado di sicurezza è tuttavia meno elevato rispetto ai titoli valutati "Prime-1".</p> <p>Prime-3 L'emittente ha una capacità adeguata di pagamento delle obbligazioni nel breve periodo.</p>
CATEGORIA SPECULATIVA (Speculative-Grade)	CATEGORIA SPECULATIVA (Speculative-Grade)
<p>Ba Obbligazioni caratterizzate da elementi speculativi; nel lungo periodo non possono dirsi garantite bene. La garanzia di interessi e capitale è limitata e può venir meno nel caso di future condizioni economiche sfavorevoli.</p> <p>B Obbligazioni che non possono definirsi investimenti desiderabili. La garanzia di interessi e capitale o il puntuale assolvimento di altre condizioni del contratto sono piccole nel lungo periodo.</p> <p>Caa Obbligazioni di bassa qualità: possono risultare inadempienti o possono esserci elementi di pericolo con riguardo al capitale o agli interessi.</p> <p>Ca Obbligazioni altamente speculative: sono spesso inadempienti o scontano altre marcate perdite.</p> <p>C Obbligazioni con prospettive estremamente basse di pagamento.</p>	<p>Not Prime L'emittente non ha una capacità adeguata di pagamento delle obbligazioni nel breve periodo.</p>
<p>Nota: i rating da "Aa" a "Caa" incluso possono essere modificati aggiungendo i numeri 1, 2 o 3 al fine di precisare meglio la posizione all'interno della singola classe di rating (1 rappresenta la qualità migliore e 3 la peggiore).</p>	

Figura 4.1 Scala Rating Moody's: Fonte Moody's Investor Service

Un'ultima importante e doverosa precisazione riguarda le classi di rating da noi calcolate e tenute in considerazione. Come ravvisabile negli scorecard esposti nel terzo capitolo, per tale

procedura le classi di rating proposte si esauriscono con la classe *Ca*, a cui corrisponde uno score di 20,5. Per tale ragione, in accordo con i fondamenti e le linee guida esplicitate nel precedente paragrafo, è stato introdotto un limite pari a 20,5, corrispondente all'ultimo valore assimilabile a tale classe.

Si badi bene che ciò non significa che non esistano imprese che durante l'applicazione quantitativa della metodologia stessa presentino uno score superiore a 20,5, anzi nella stesura dei rating sono diverse le imprese che hanno sfiorato tale soglia e pertanto direttamente identificabili come default, ma onde evitare degli score troppo dispersivi e penalizzanti, in linea con quanto predisposto da Moody's, per tale settore è stato imposto il suddetto limite pari a 20,5 e di conseguenza la classe più penalizzante sarà la *Ca*.

4.2.1 Profittabilità: Margine EBITA

Il primo indicatore finanziario concerne il calcolo dell'EBITA Margin per ciascun bilancio del campione. Il calcolo dell'EBITA è stato estratto con tramite:

$$EBITA = \text{Valore aggiunto operativo} - \text{Costo del lavoro} - \text{Svalutazione del circolante ed acc.} \quad (1)$$

Calcolato l'EBITA per ciascun bilancio a disposizione, il margine dello stesso è calcolato in percentuale rapportando tale valore al fatturato complessivo:

$$Ebita \text{ Margin} = \left(\frac{EBITA}{Debiti} \right) * 100 \quad (2)$$

In seguito per ciascun bilancio figurerà uno specifico valore di EBITA Margin, il quale in accordo con lo scorecard proposto da Moody's identificherà una precisa classe di rating per tale fattore.

Lo schema visualizzabile nella *Tabella 4.1* si riproporrà per ciascun sotto fattore esplicitato nel paragrafo 3.4 e comprenderà la medesima struttura composta da tre colonne:

- *Prima colonna*: indicazione delle classi di rating;
- *Seconda colonna*: estremo superiore ed inferiore del sotto fattore in analisi (in tal caso EBITA Margin) per ciascuna classe di rating;
- *Terza colonna*: estremo superiore ed inferiore del corrispondente score numerico per ogni classe di rating. Tale colonna per ovvie ragioni sarà la

Estremi scala EBITA Margin		
<i>Ca</i>	-5	20,5
<i>Ca</i>	0	19,5
<i>Caa</i>	0	19,5
<i>Caa</i>	1	16,5
<i>B</i>	1	16,5
<i>B</i>	4	13,5
<i>Ba</i>	4	13,5
<i>Ba</i>	7	10,5
<i>Baa</i>	7	10,5
<i>Baa</i>	10	7,5
<i>A</i>	10	7,5
<i>A</i>	13	4,5
<i>Aa</i>	13	4,5
<i>Aa</i>	16	1,5
<i>Aaa</i>	16	1,5
<i>Aaa</i>	30	0,5

Tabella 4.1 Estremi classe Margine EBITA

medesima per ciascun sotto fattore, essendo gli estremi di score dipendenti dalle sole classi di rating.

Come ravvisabile dalla presente tabella per le classi di rating raffigurate sono stati individuati degli specifici estremi di classe, in particolar modo per la classe Ca il valore limite inferiore di margine EBITA è stato assunto pari a -5, mentre l'opposto superiore, identificabile invece per il rating Aaa, corrisponde ad un valore pari a 30, ovvero un EBITA pari in importo al 30% dell'intero fatturato aziendale.

Chiaramente non sono ravvisabili esclusivamente i valori limite, ma i margini ricavati possono presentare i più disparati valori e in ragion di ciò risulta necessario effettuare un'operazione di interpolazione lineare per ciascun valore che differisca dagli estremi rappresentati in tabella.

Per una più accurata comprensione delle logiche di calcolo poc'anzi descritte, riportiamo un caso numerico applicativo per un bilancio all'interno del campione stesso.

Il caso riportato riguarda il bilancio 2018 per il gruppo *Ferrari S.P.A.*, in particolare nell'anno in questione Ferrari presenta un valore di EBITA pari a 750602 mgl €, il quale, rapportato al valore complessivo di ricavi pari a 3159664 mgl €, fornisce un ottimo margine EBITA pari a 23,76%, che arrotondato all'intero più vicino restituisce un margine pari a 24%

Tale valore, secondo gli estremi riportati figura all'interno della classe *Aaa*, dovrà però essere interpolato linearmente tra gli estremi di classe (16 e 30) e gli estremi di score (1,5 e 0,5), ottenendo tramite una semplice proporzione uno score specifico con valore pari a 0,93.

L'esempio proposto riguarda una delle poche aziende del campione leader nel settore, eccellente sia per grandezza dei numeri generati, in termini di fatturato e produttività stessa, sia per quanto ne concerne la qualità del profilo creditizio, raggiungendo nel 2018 e 2019 addirittura un rating finanziario *Aaa*, stimato tramite applicazione della metodologia stessa. Si badi bene come risultati così ottimali e rating così elevati rappresenteranno una vera e propria eccezionalità se comparati al trend generico del campione in analisi.

Il valore di score stimato in tale sezione rappresenta in toto il giudizio fornito circa la profittabilità e l'efficienza economica dell'impresa in analisi, in ragion di ciò il peso dello score ricavato andrà ponderato e considerato per un peso del 20%.

Come vedremo al termine di tale paragrafo per ottenere un effettivo score a seguito delle relative ponderazioni, il quale rientri nelle tabelle di rating proposte da Moody's, il peso di tali score sarà raddoppiato rispetto ai pesi canonici esplicitati nella metodologia stessa, con l'ovvia accezione che il rating finale ricavato per ciascun bilancio rappresenterà esclusivamente metà del profilo creditizio e pertanto, qualora volessimo seguire tale logica di calcolo, andrebbe

aritmeticamente mediato con il rating ottenuto dai sotto fattori concernenti il profilo business e il profilo politico amministrativo.

4.2.2 Leva e Copertura Finanziaria

In tale sezione inizieremo ad applicare ed ottenere numericamente gli score ed i rating concernenti l'aspetto dell'indebitamento aziendale. Il significato dei sotto fattori utilizzati e le logiche nella scelta e nella rappresentatività degli stessi sono stati ampliamenti affrontati nel paragrafo 3.4, di conseguenza nel proseguo ne offriremo invece una visione applicativa, la quale ne espleti le formule utilizzate e le logiche di calcolo degli stessi score, pressoché medesime a quelle anticipate precedentemente per la profittabilità aziendale.

4.2.2.1 Debiti/EBITDA

Il calcolo dell'EBITDA presuppone le medesime basi di calcolo già descritte per lo stesso indicatore EBITA, con l'unica accezione che nel calcolo del primo non risultano sottratte dal computo le svalutazioni del capitale, in ragion di ciò l'indicatore EBITDA sarà ottenuto con tramite:

$$EBITDA = \text{Valore agg. operativo} - \text{Costo del Lavoro} \quad (3)$$

Per quanto concerne il calcolo dei debiti è conteggiata per il calcolo dell'indicatore l'intera esposizione debitoria aziendale, comprendente sia i debiti a breve termine che a lungo termine indipendentemente dalla natura finanziaria o commerciale degli stessi.

Anche per tale sotto fattore si propone una tabella contenente gli estremi di tale indicatore per ciascuna classe di rating ai quali corrispondono i correlati score numerici.

In tal caso, com'è logico constatare dal significato stesso dell'indicatore in analisi, il valore di tale rapporto è inversamente proporzionale sia alla classe di rating sia allo score annesso. In particolar modo ad un rapporto pari a zero, corrispondente ad un'impresa con un'esposizione debitoria nulla, si riferirà lo score migliore e quindi il più basso pari a 0,5. Per convertire un generico valore di tale sotto fattore nel corrispondente score numerico verrà adottata anche in tal caso la funzione di interpolazione lineare di cui nel proseguo riportiamo un esempio applicativo correlato al campione in analisi.

Estremi scala Debt/EBITDA		
Ca	10	20,5
Ca	8	19,5
Caa	8	19,5
Caa	6	16,5
B	6	16,5
B	4,75	13,5
Ba	4,75	13,5
Ba	3	10,5
Baa	3,5	10,5
Baa	2,5	7,5
A	2,5	7,5
A	1,5	4,5
Aa	1,5	4,5
Aa	0,5	1,5
Aaa	0,5	1,5
Aaa	0	0,5

Tabella 4.2 Estremi classe Debt/EBITDA

Si riporta pertanto il bilancio relativo al 2018 della società *Maserati S.P.A*, la quale presenta un'esposizione debitoria complessiva pari 899487 mgl di € ed un EBITDA di 117342 mgl €, restituendo un rapporto pari 7,75. Tale valore rientra nella classe *Caa*, essendo compreso tra i valori 8 e 6, ed interpolando tra gli estremi di score relativi alla suddetta classe (19,5 e 16,5) si ottiene un valore di score specifico pari a 19,1.

Si noti come il suddetto sia identificabile come un esempio opposto rispetto a quello ottenuto nel precedente paragrafo per Ferrari in termini di qualità. Si denota in particolar modo come un'azienda stimata e rinomata come Maserati presenti, secondo le tabelle ed i parametri stimati da Moody's, un'esposizione debitoria troppo alta rispetto al proprio margine operativo lordo, vedendosi pertanto attribuire un rating, per tale sotto fattore, altamente speculativo e poco qualitativo.

4.2.2.2 Cassa e titoli negoziabili/Debito

La cassa ed i titoli negoziabili rappresentano come già anticipato l'effettivo ammontare di liquidità aziendale, in termini di disponibilità e rapidità di conversione per tali strumenti finanziari.

Riportiamo di seguito le voci di bilancio dalle quali è ricavabile l'effettiva liquidità aziendale:

$$\text{Cash} + \text{Marketable Sec.} = \text{Tot. Attività finanz b. t.} + \text{Tot. Disponib. liquide} - \text{Az. Proprie} \quad (4)$$

Tale indicatore di liquidità rapportato ai debiti totali posseduti dall'impresa stessa fornisce il valore del sotto fattore in esame, il quale porta alla luce la capacità dell'impresa di fronteggiare e gestire il rispettivo debito in relazione alle proprie disponibilità liquide. Il rapporto di tale fattore è ovviamente da intendersi come una *percentuale* e pertanto opportunamente moltiplicato per 100.

Anche in questo caso riportiamo la tabella comprendente gli estremi per ciascuna classe di rating e per tale fattore si propone l'esempio quantitativo dell'azienda *Pininfarina S.P.A.* con bilancio riferito sempre al 2018.

In tale anno la Pininfarina S.P.A. mostra un valore di liquidità pari a 24289 mgl di € che, rapportato ad un'esposizione debitoria di 52644 mgl di €, restituisce un valore del sotto fattore in percentuale pari al 46%, corrispondente

Estremi scala Cash+Mark. Sec./Debt		
<i>Ca</i>	0	20,5
<i>Ca</i>	30	19,5
<i>Caa</i>	30	19,5
<i>Caa</i>	40	16,5
<i>B</i>	40	16,5
<i>B</i>	50	13,5
<i>Ba</i>	50	13,5
<i>Ba</i>	70	10,5
<i>Baa</i>	70	10,5
<i>Baa</i>	90	7,5
<i>A</i>	90	7,5
<i>A</i>	120	4,5
<i>Aa</i>	120	4,5
<i>Aa</i>	160	1,5
<i>Aaa</i>	160	1,5
<i>Aaa</i>	300	0,5

Tabella 4.3 Estremi Cash and Marketable Sec./Debt

ad un rating *B* ed interpolando secondo gli opportuni estremi è possibile ricavare uno score numerico di 14,7.

Si rammenti che secondo le logiche d'interpretazione delle classi di rating ed i rispettivi giudizi e traduzioni proposti da Moody's, il rating ottenuto per Pininfarina S.P.A. in tale sotto fattore parrebbe alquanto basso, essendo comunque riconducibile ad un grado speculativo. Ma se osservato e comparato al trend del campione questo risultato appare tutt'altro che negativo, giacché tale sotto fattore rappresenta un elemento di giudizio tra i più critici dell'intera metodologia ed in ragion di ciò altamente penalizzante per lo score e rating finale. Ciò è dovuto al fatto che tale indicatore pone a nudo e crudo una delle principali problematiche riguardanti le aziende operanti nel settore automotive, ovverosia la bassa capacità di generare e possedere liquidità in relazione ad un'alta esposizione debitoria, la quale è vista come un'irrimediabile scelta strategica per sopperire a tali lacune.

4.2.2.3 RCF/Debiti

Il calcolo dei *Retained Cash Flow* come ampiamente discusso prevede la detrazione dei dividendi distribuiti annualmente al valore di autofinanziamento netto generato dall'impresa. Tale calcolo appare implementabile per l'anno di riferimento solo qualora vi sia una possibile comparazione di un bilancio risalente all'anno precedente, pertanto per il primo anno di ciascuna serie (2010) gli RCF saranno approssimati al valore di autofinanziamento lordo.

$$RCF = \text{Autofinanziamento Netto} - \text{Divid. Distribuiti} \quad (5)$$

Nel proseguo si riportano i canonici estremi dell'indicatore rappresentante il rapporto, chiaramente in percentuale, tra RCF/Debiti da cui ricavare i correlati score per tale sotto fattore. Anche in tal caso si propone un esempio quantitativo di calcolo, prendendo come spunto il bilancio 2018 dell'impresa *FCA Italy S.P.A.*

Per tale riferimento FCA presenta un valore del sotto fattore RCF/Debt pari a -27,8%, il quale sfora ampiamente l'estremo inferiore della classe *Ca* e, per i ragionamenti effettuati in precedenza, lo score assegnato risulta forzato al valore di 20,5 (corrispondente all'ultimo valore di RCF/Debt pari a -15%).

Il presente risultato si mostra ampiamente sfavorevole, frutto soprattutto del valore negativo di EBITA generato dalla

Estremi scala RCF/Debt		
<i>Ca</i>	-15	20,5
<i>Ca</i>	0	19,5
<i>Caa</i>	0	19,5
<i>Caa</i>	5	16,5
<i>B</i>	5	16,5
<i>B</i>	10	13,5
<i>Ba</i>	10	13,5
<i>Ba</i>	20	10,5
<i>Baa</i>	20	10,5
<i>Baa</i>	40	7,5
<i>A</i>	40	7,5
<i>A</i>	70	4,5
<i>Aa</i>	70	4,5
<i>Aa</i>	100	1,5
<i>Aaa</i>	100	1,5
<i>Aaa</i>	130	0,5

Tabella 4.4 Estremi Scala RCF/Debt

stessa impresa nell'anno di riferimento. Questo concetto appare come un punto abbastanza critico e delicato per la stesura dei rating di tali imprese, in quanto come vedremo in seguito un'impresa che anche per un anno isolato generi un margine operativo lordo leggermente negativo appare gravemente danneggiata nella valutazione finale, essendo la maggior parte dei sotto fattori in esame dipendenti dal valore di EBITDA generato annualmente.

Infine si badi bene che il rating assegnato nel suddetto esempio riguarda FCA Italy S.P.A, controllante i marchi Fiat, Abarth, Alfa Romeo, Lancia e Comau, la quale non è lontanamente da confondere con FCA Group, di cui invece ne risulta controllata.

In particolar modo il bilancio aggregato dell'intero gruppo presenta dei valori di liquidità e di EBITDA largamente migliori di quelli esposti per FCA Italy, la quale non fa riferimento al comparto americano tra cui Chrysler (FCA US) ed alla stessa Maserati, entrambe controllate ed aggregate al bilancio di FCA Group.

4.2.2.4 FCF/Debiti

Per quanto concerne il calcolo dei *Free Cash flow* essi sono ottenuti dagli stessi RCF decurtandone le variazioni del capitale circolante. Come già anticipato nel precedente capitolo, per il calcolo degli RCF si è escluso dalle variazioni del circolante i debiti a breve termine, comprendendo gli stessi debiti di natura finanziaria per definizione non inseribili nel computo dei Free cash Flow.

$$FCF = RCF - (\Delta \text{Rimanenze} + \Delta \text{Crediti EES}) - (\Delta \text{Inv. Mat} + \Delta \text{Inv. Imm.}) \quad (6)$$

Il valore di FCF trovato dovrà poi essere diviso canonicamente per l'intera esposizione debitoria e tramite opportuna moltiplicazione trasformato in valore percentuale, ricavandone il valore del sotto fattore FCF/Debt riportato in tabella.

Lo schema rappresentato presenta in sostanza i medesimi fattori trovati per RCF ma con un maggiore grado di tolleranza nelle classi, essendo comunque il calcolo di FCF un indicatore più severo per la misurazione della liquidità aziendale.

Come esempio si riporta il caso di *FPT Industrial* riferito sempre all'anno 2018, da cui è possibile ricavare un valore del sotto fattore FCF/Debt pari al 15%, il quale si trova esattamente a metà tra gli estremi della classe *Baa* ed al quale corrisponde un rispettivo score pari a 9.

Estremi FCF/Debt		
<i>Ca</i>	-20	20,5
<i>Ca</i>	-5	19,5
<i>Caa</i>	-5	19,5
<i>Caa</i>	0	16,5
<i>B</i>	0	16,5
<i>B</i>	5	13,5
<i>Ba</i>	5	13,5
<i>Ba</i>	10	10,5
<i>Baa</i>	10	10,5
<i>Baa</i>	20	7,5
<i>A</i>	20	7,5
<i>A</i>	40	4,5
<i>Aa</i>	40	4,5
<i>Aa</i>	70	1,5
<i>Aaa</i>	70	1,5
<i>Aaa</i>	100	0,5

Tabella 4.5 Estremi Scala FCF/Debit

4.2.2.5 EBITA/Oneri finanziari

In quest'ultima sezione si andrà ad analizzare il calcolo del rating per l'ultimo sotto fattore descritto dalla metodologia Moody's.

Quest'ultimo pone sotto la lente d'ingrandimento la capacità di restituzione e pagamento degli oneri finanziari aziendali derivanti annualmente dalla propria esposizione debitoria, tramite il margine operativo economico generato dall'azienda con la propria operatività.

Gli oneri finanziari saranno direttamente visualizzabili dal conto economico aziendale, invece il valore di EBITA sarà calcolato alla stregua di quanto già descritto per i precedenti sotto fattori.

Si mostra di conseguenza l'ultima tabella contenente gli estremi dei valori concernenti il sotto fattore in esame e gli annessi estremi di score. Anche nel suddetto caso appare nuovamente evidente come un valore negativo nell'EBITA aziendale vada totalmente ad inficiare il rating per il suddetto fattore. Certamente un valore negativo nel margine operativo lordo non può essere un indicatore positivo per l'azienda, ma la negatività del numeratore rende il rating per tale sotto fattore quasi indifferente ed insensibile al valore di oneri finanziari posseduti dall'azienda. Nella fattispecie è possibile pervenire ad un caso paradossale per cui un'azienda con un EBITA leggermente negativo (dovuto ad un'annata singolare ed isolata all'interno di una serie storica comunque positiva) ed al contempo con degli OF praticamente nulli si veda comunque attribuire un severissimo score ed un grave rating Ca. Tale aspetto sarà comunque trattato quando analizzeremo e criticheremo al contempo alcuni aspetti riportati nella metodologia stessa.

L'esempio che si propone, ormai a titolo puramente ancillare avendo ampiamente compreso la logica d'attribuzione degli score, è quello della *Citroen Italia S.P.A.*, la quale nel 2018 presenta un valore del sotto fattore EBITA/OF pari a 5,75, appartenente pertanto alla classe di rating *Baa* e caratterizzato da uno score interpolato pari a 7,8.

Estremi EBITA/Interest Expense		
Ca	-5	20,5
Ca	0	19,5
Caa	0	19,5
Caa	0,75	16,5
B	0,75	16,5
B	1,75	13,5
Ba	1,75	13,5
Ba	3,5	10,5
Baa	3,5	10,5
Baa	6	7,5
A	6	7,5
A	12	4,5
Aa	12	4,5
Aa	20	1,5
Aaa	20	1,5
Aaa	40	0,5

Tabella 4.6 Estremi scala EBITA/OF

4.3 Rating complessivo finale

Analizzati quantitativamente tutti i sotto fattori partecipanti nella stesura del rating finale, si offre infine un esempio concernente un calcolo completo del rating complessivo, dipendente da ciascun rispettivo sotto fattore opportunamente ponderato.

L'esempio proposto riguarda l'azienda *Lamborghini S.P.A.*, in tal caso sarà preso come puro riferimento il bilancio risalente all'anno 2017. Come denotabile dalla tabella raffigurata, lo score finale ricavato risulta pari a 6,5 al quale come rappresentato in *Tabella 4.7* corrisponde una classe di rating *A2*, indice comunque di un profilo di qualità medio-alta se considerato in una visione assoluta e rapportato alla canonica scala rating proposta da Moody's.

<i>Lamborghini S.P.A. (2017)</i>	<i>Valore</i>	<i>Score</i>	<i>Rating</i>
<i>Profitability and Efficiency (20%)</i>			
EBITA Margin	14	3,5	<i>Aa</i>
<i>Leverage and Coverage (30%)</i>			
Debt/Ebitda	1,75	5,3	<i>A</i>
Cash+Marketable Securities/Debt	125	4,13	<i>Aa</i>
RCF/Debt	40	7,5	<i>Baa</i>
FCF/Debt	-79	20,5	<i>Ca</i>
EBITA/Interest Expense	7,5	6,8	<i>A</i>
<i>RATING FINALE</i>		6,5	<i>A2</i>

Tabella 4.7 Esempio rating complessivo Lamborghini S.P.A. 2017

Il risultato appare invece più notevole e spiccante se contestualizzato ai risultati aggregati del settore automotive che presenteremo nel prossimo paragrafo.

Si rammenti infine, come già anticipato in precedenza, che sebbene il peso dei fattori *profitabilità* e *copertura finanziaria* sia rispettivamente del 20 e 30 per cento, per il calcolo complessivo e per risalire ad una classe di rating ben definita, i pesi di tali fattori sono stati raddoppiati ottenendo di conseguenza uno score ed un rating che rappresentano meramente il profilo finanziario dell'impresa ed esclusivamente una prima "metà" dell'intero profilo creditizio aziendale. Qualora si volesse calcolare il rating complessivo aziendale perseguendo la presente logica di calcolo, tale risultato andrebbe mediato aritmeticamente con il rating complessivo concernente il *profilo business* ed *amministrativo*, i quali per forza di cose saranno calcolati raddoppiando anche per essi stessi i pesi dei rispettivi sotto fattori.

Lo score finale per *Lamborghini S.P.A.* risulta pertanto calcolato con tramite:

$$\text{Score Finale} = 3,5 * 0,4 + 5,3 * 0,2 + 4,13 * 0,1 + 7,5 * 0,1 + 20,5 * 0,1 + 6,8 * 0,1 = 6,5$$

4.4 Classi di Sintesi

Le classi di sintesi rappresentano un utilissimo strumento di aggregazione tramite il quale poter raggruppare ed appunto sintetizzare i rating ricavati per ciascun bilancio all'interno del nostro campione.

Tale aggregazione, la quale seguirà una logica di raggruppamento annuale, permetterà di ricavare dei trend annuali relativi al profilo finanziario e creditizio dell'intero settore automotive.

Ciò permetterà di connotare l'andamento del settore stesso per tali aspetti, sia osservandone i risultati in termini assoluti sia mettendone in risalto una comparazione relativa dei rating ricavati per il medesimo settore a livello intra annuale, contestualizzandone i risultati anche in base al periodo storico ed economico esplicito nel capitolo 2.

La prima tabella che rappresenteremo riguarderà le classi di sintesi contenenti il numero di rating ottenuti nelle rispettive classi per ciascun anno del periodo temporale in esame.

Classi di sintesi	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Aaa	1	1	0	2	2	2	5	3	4
Aa1	1	1	2	0	0	0	1	3	1
Aa2	0	1	3	0	1	3	1	1	3
Aa3	1	2	1	4	1	1	3	3	3
A1	2	0	0	1	2	2	1	4	5
A2	4	5	4	3	0	4	6	7	3
A3	5	6	0	2	4	4	3	3	10
Baa1	5	1	5	7	5	7	4	5	1
Baa2	8	9	8	4	5	4	11	8	7
Baa3	6	3	7	8	9	8	7	7	6
Ba1	16	10	9	8	14	11	13	8	8
Ba2	5	8	1	12	6	10	9	6	10
Ba3	8	6	10	8	5	4	8	10	10
B1	17	10	7	9	13	13	8	12	14
B2	8	13	14	15	17	18	17	11	12
B3	10	15	11	11	11	7	10	8	10
Caa1	7	3	5	8	5	5	3	4	2
Caa2	3	7	7	5	5	3	5	8	4
Caa3	4	12	16	6	4	6	3	5	5
Ca	26	24	27	24	28	25	19	21	19
TOT	137	137	137	137	137	137	137	137	137

Tabella 4.8 Classi di Sintesi complete 2010-2018

Come denotabile dalla tabella in alto raffigurata, si è deciso in prima istanza di rappresentare i risultati ottenuti riportando le classi di rating nella loro forma più estesa, ovvero esplodendo le classi di rating stesse aggiungendo i numeri 1,2 o 3, al fine di precisare meglio la posizione all'interno di una classe, cercando pertanto di differenziare quanto più possibile i profili finanziari ricavati.

È chiaro che tale rappresentazione, seppur corretta ai fini della metodologia, porta con sé diverse difficoltà nell'aggregazione dei dati e nell'analisi complessiva degli stessi, pertanto nel proseguo tali rating saranno compattati e ricondotti ad un minor numero di classi, evitandone la precedente suddivisione numerica e permettendo in tal senso di lavorare con un numero inferiore di classi e con delle classi aggregate a sua volta più consistenti e compatte in termini di frequenze nei rating.

In ragione di ciò riportiamo successivamente tali classi di sintesi ulteriormente rivisitate.

Classi di sintesi	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	TOT
Aaa	1	1	0	2	2	2	5	3	4	20
Aa	2	4	6	4	2	4	5	7	7	41
A	11	11	4	6	6	10	10	14	18	90
Baa	19	13	20	19	19	19	22	20	14	165
Ba	29	24	20	28	25	25	30	24	28	233
B	35	38	32	35	41	38	35	31	36	321
Caa	14	22	28	19	14	14	11	17	11	150
Ca	26	24	27	24	28	25	19	21	19	213
TOT	137	137	137	137	137	137	137	137	137	1233

Tabella 4.9 Classi di sintesi compatte 2010-2018

Come facilmente intuibile dalle classi di sintesi rappresentate, a ciascun bilancio annuale è stato attribuito un rating per ognuna delle 137 imprese presenti nel campione, ottenendo per ovvie ragioni 137 rating annuali ed un complessivo di 1233 rating stimati all'interno del campione stesso i quali si suddividono nelle più disparate classi di rating.

È chiaro che una mera esposizione e rappresentazione tabellare delle stesse non aiuta né la comprensione né l'estrazione di un qualunque trend o pensiero critico sugli andamenti degli stessi per tale settore.

Ma risulta comunque d'immediata interpretazione, dopo una prima visione della *Tabella 4.9*, come la mediana del campione sia abbastanza sbilanciata verso delle classi di rating non proprio qualitative. Basti solo osservare grossolanamente il numero di rating complessivo conteggiato per ciascuna classe, durante l'intero periodo temporale in analisi, per rendersi conto di come la moda del campione sia la classe *B*, la quale con ben 321 rating conteggiati presenta, in modo preoccupante, dei valori complessivi di gran lunga superiori alle classi *Investment Grade*. Tale tabella appare pertanto come una fotografia sbiadita relativa allo stato di salute del settore automobilistico, dalla quale poter già comprendere, in modo ancora grezzo e decontestualizzato, che la situazione finanziaria delle imprese operanti in tale settore non sia né delle più brillanti né delle più qualitative all'interno dell'intero panorama industriale.

È chiaro che una qualunque analisi effettuata alla stregua di una mera rappresentazione tabellare ed aggregata apparirebbe alquanto pleonastica e riduttiva, in ragion di ciò nel proseguo si andrà a spacchettare tali rating analizzandoli da più aspetti differenti, tramite l'ausilio stesso di grafici temporali e dinamici, in modo da poter contestualizzare ed interpretare tali dati, i quali lasciati ad una sola rappresentazione tabellare risulterebbero fine a se stessi.

Osserviamo tali dati inizialmente in un'ottica dinamica, cercando di comprendere per ciascuna classe di rating l'evoluzione, sia in termini assoluti sia relativi, nel periodo temporale in analisi.

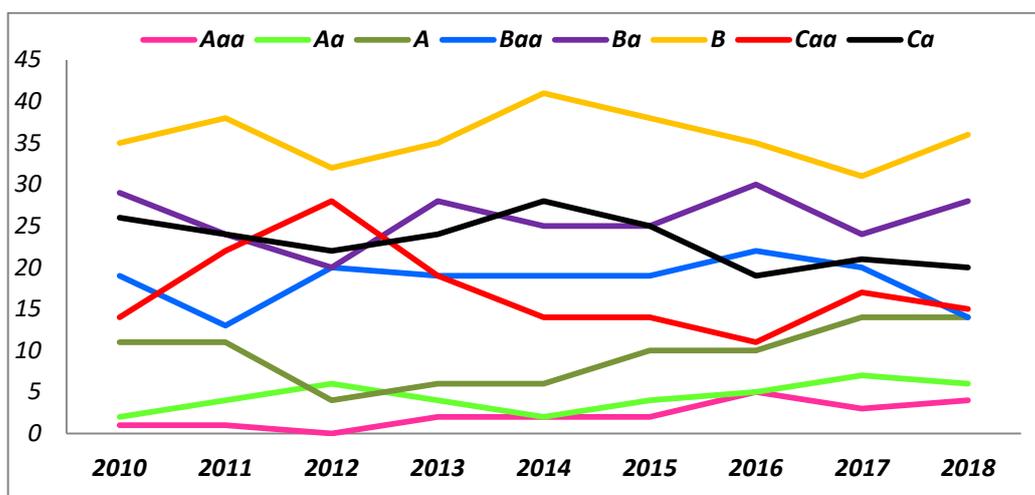


Figura 4.2 Andamento temporale classi di Rating

Il grafico sovrastante presenta nell'asse delle ascisse gli anni considerati in tale studio, mentre l'asse delle ordinate riporta i possibili valori delle frequenze assolute dei rating per ciascuna classe. Fatta tale premessa appare immediato come l'incrocio tra i due assi ci restituisce il valore puntuale delle frequenze di rating per ciascuna classe in ogni anno della serie storica in analisi. La congiunzione lineare di tali punti fornisce di conseguenza un andamento continuo per ogni classe, rappresentato dalle spezzate colorate in *Figura 4.2*.

Anche in tal caso la visione del grafico in analisi potrebbe apparire confusionaria e di non immediata interpretazione, data l'elevata mole dei dati in analisi, ma cerchiamo di estrarne in prima battuta dei trend identificabili, per poi rielaborare tale grafico rappresentandolo in maniera più coincisa ed intuitiva.

Innanzitutto appare ancora una volta evidenziabile e confermabile quanto già anticipato nella prima rappresentazione tabellare. Si noti infatti, accantonando per un momento l'andamento specifico di ciascuna spezzata, l'altezza dei trend in figura per ciascuna classe. In particolar modo le spezzate rappresentanti classi di rating quali *B* o *Ba* si trovano ad occupare una

sezione molto più “alta” del grafico stesso, comprendendo dei numeri, in termini di frequenze assolute dei rating, nettamente superiori alle classi più qualitative come le *Aa* o le *A*.

Quest’ultime invece esplicano dei trend identificabili in una zona molto più bassa del grafico stesso, intercettando di conseguenza dei bassi valori nell’asse delle ordinate, sinonimo quest’ultimo di come vi sia una netta distinzione in termini assoluti tra i gruppi poc’anzi considerati. Tale concetto risulterà ancor più chiaro quando rielaboreremo le classi di rating in due macro gruppi: *classi investment grade* e *classi speculative grade*.

Un’altra evidenza correlata a tale concetto riguarda l’altezza presentata dalla classe di rating *Ca* che riassume dei profili altamente speculativi spesso oggetto di inadempienza, i quali nel nostro campione non paiono essere degli eventi eccezionali, bensì dei giudizi in termini assolutistici comunque persistenti.

È doveroso sottolineare, e sarà fortemente ribadito nei successivi paragrafi, che i risultati ottenuti nell’applicazione di tale metodologia presentano alcune lacune metodologiche, le quali molto spesso vanno a preponderare per l’ottenimento di un rating fortemente peggiorativo rispetto alla realtà finanziaria dell’azienda stessa.

Basti ad esempio rammentare che tutti i sotto fattori considerati figurano come delle variabili fortemente *dipendenti* tra di esse, basandosi su dei parametri, i quali si ripetono in modo iterativo nei calcoli effettuati, o comunque, seppur differenti, presuppongono degli input di calcolo molto simili. Tale dipendenza chiaramente tende a preponderare verso dei rating finali più omogenei che, non avendo modo di possedere degli score di mediazione provenienti da altri profili della metodologia (aspetto business o amministrativo), risultano in parte viziati, generando dei giudizi in diversi casi un pò troppo severi per il reale profilo in analisi.

Un esempio calzante è dato da un’impresa che, anche per un singolo anno isolato, presenterà un margine operativo lordo negativo, la quale sarà penalizzata nei rating di quasi tutti i sotto fattori presi in esame, vedendosi attribuire a causa di tale parametro un rating comunque non positivo.

Un’altra importantissima precisazione da ribadire sull’ampiezza delle frequenze di rating appartenenti alla classe *Ca* è riconducibile ad una fondamentale premessa posta nei precedenti paragrafi (cfr *Paragrafo 4.2*), ovvero che nella stesura dei rating, in accordo con i principi esplicitati dalla stessa metodologia, è stato posto come limite superiore negli score il valore di 20,5 (corrispondente all’ultimo valore per un’impresa di essere identificata nella classe *Ca*). Ciò rende la classe *Ca* una vera e propria *classe assorbente*, la quale per costruzione si trova a possedere dei limiti più ampi delle altre classi, comprendendo per forza di cosa anche tutti gli score peggiori di 20,5. In tale ottica è come se questa classe non avesse in realtà un vero e proprio limite superiore, assorbendo di conseguenza al suo interno anche i profili peggiori e

non identificabili direttamente in una vera e propria classe di rating, ma inevitabilmente come veri e propri stati di *default*. Tale metodologia di costruzione rende pertanto la suddetta classe in termini assoluti più ampia rispetto alle altre classi di rating, la quale dovrà di conseguenza essere contestualizzata secondo il ragionamento esposto, risultando in tal modo abbastanza prevedibile e logico che quest'ultima possieda un maggior numero di imprese, e quindi di rating, al proprio interno rispetto alle altre classi rappresentate.

Tali parentesi descritte possono comunque inficiare in parte le considerazioni effettuate in termini assoluti dei rating, ovvero limitate ad un mero conteggio complessivo dei rating ottenuti in ciascuna classe, ma focalizziamoci invece sull'andamento relativo intra annuale per le classi stesse, in modo tale da sincerarci se la presente procedura offra, al netto delle critiche e debolezze che analizzeremo, dei presupposti comunque solidi e scientifici in base a quanto contestualizzato nel capitolo 2.

Dalla *Figura 4.2* è in effetti riscontrabile un primo aspetto importante, si noti come le spezzate relative alle classi *Aaa*, *Aa* ed *A* (rappresentate rispettivamente dalle spezzate viola e dalle due tonalità di verde) presentino un andamento crescente dal 2014, primo anno di ripresa del settore automobilistico dopo la grande crisi avvenuta nel 2013, fino al 2017, ultimo anno in cui è stata ravvisata nei suoi principali indicatori economici e produttivi una crescita del settore in analisi (cfr. *Capitolo 2*), per poi stabilizzarsi nel 2018, anno corrispondente ad una vera e propria battuta d'arresto per tale crescita quadriennale.

Il medesimo concetto è riscontrabile, ovviamente con andamento esattamente opposto, dalle classi di rating meno qualitative che, salvo alcune piccole eccezioni, mostrano un trend decrescente dal 2014 al 2017, per poi risalire lievemente nel 2018, indice di un lieve peggioramento del profilo creditizio aggregato per quest'ultimo anno.

Andiamo pertanto ad indagare e contestualizzare ancor più specificatamente, tramite il supporto di ulteriori rappresentazioni e rielaborazioni grafiche, il concetto poc'anzi analizzato.

Si propone inizialmente pertanto un confronto tra le classi di rating e rispettive frequenze conteggiate nel 2013, anno di profonda crisi per la produttività del settore automotive, rapportandolo all'anno 2017, rappresentante il picco di crescita e prestazioni produttive dell'ultimo decennio, in modo tale da poter saggiare se tale metodologia sia sensibile a tali nozioni e sia altresì riscontrabile una base solida nei risultati proposti ed ottenuti.

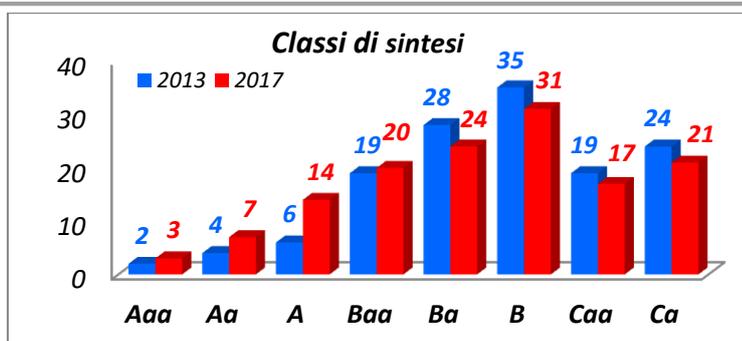


Figura 4.3 Classi di sintesi 2013/17

L'istogramma raffigurato mette proprio in luce tale aspetto, indicando in blu le colonne relative alle frequenze di rating nell'anno 2013 ed in rosso invece sono rappresentate le occorrenze relative al 2017.

Tale grafico risalta quanto, in effetti, ci aspettavamo dall'analisi temporale effettuata precedentemente sul settore stesso. È evidente infatti come sia riscontrabile un netto miglioramento nei rating assegnati in tale lasso temporale. A conferma di ciò come ravvisabile dall'istogramma stesso, risultano aumentate le frequenze per tutte le classi di rating investment grade ed invece una diminuzione netta per le categorie speculative grade. È altresì evidenziabile come le frequenze relative alla classe A siano più che raddoppiate, registrando un incremento del 133%.

Pertanto seppur l'andamento manifestato dai due anni in analisi raffiguri quasi una distribuzione asimmetrica, piuttosto che una Gaussiana, con una densità di osservazione per le classi estreme poco qualitative (*Ca* e *Caa*) alquanto elevata, il modello appare comunque significativo e relativamente sensibile ai fenomeni macroeconomici coinvolgenti l'intero settore automobilistico. Infatti la curva relativa al 2017 appare meno asimmetrica di quella del 2013, mostrando altresì una maggiore densità di dati per le classi di rating più nobili, ravvisando in tal maniera una struttura nei rating che nella distribuzione apparirebbe effettivamente immutata, ma che al contempo presenti, come giustamente predetto, un andamento ed una forma decisamente migliorativa.

Un'ultima rielaborazione utile a discernere ulteriori giudizi e conferme sul profilo creditizio aggregato del settore automobilistico riguarda una rappresentazione tabellare, come ravvisabile in *Tabella 4.10*, delle classi di

Anni	Investment grade	Speculative grade	Delta
2010	33	104	71
2011	29	108	79
2012	30	102	72
2013	31	106	75
2014	29	108	79
2015	35	102	67
2016	42	95	53
2017	44	93	49
2018	38	99	61

Tabella 4.10 Classi di sintesi Investment e Speculative Grade

rating riclassificate come *Investment grade* e *Speculative grade*, oltre che un *Delta* rappresentante un'effettiva differenza tra la seconda e la prima categoria. In ragione di ciò risulta doveroso rammentare il significato e le classi appartenenti a tali categorie. Con *Investment Grade* s'intendono degli strumenti d'investimento ritenuti affidabili dagli operatori istituzionali, identificati nelle procedure di Moody's da tutte le classi di rating pari o superiori alla *Baa*, mentre alla categoria speculativa si riconducono le restanti classi di rating rappresentanti degli investimenti altamente rischiosi e poco stabili, la cui detenzione da parte dell'investitore è del tutto adducibile a fini prettamente speculativi.

Si propone pertanto nel proseguo una raffigurazione temporale di tali categorie in modo da poter contestualizzare i rating ricavati anche da tale prospettiva.

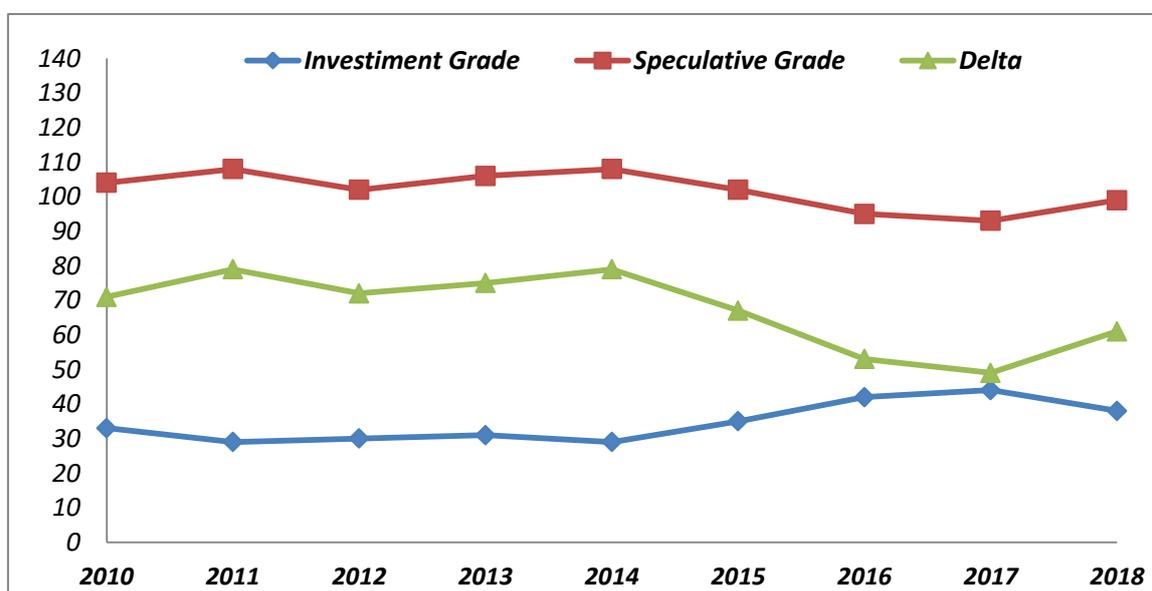


Figura 4.4 Andamento Temporale Classi Investment e Speculative grade

Tale grafico riassume con ogni probabilità nel modo più conciso ed interpretativo possibile le nozioni finora affrontate.

Dalla visione dello stesso è innanzitutto ricavabile con fermezza e chiarezza il trend temporale ricavato dalle precedenti classi di sintesi.

Si denota infatti come la spezzata rappresentante le frequenze relative alle categorie di rating *Investment grade* (linea blu) presenti una progressiva salita dal 2014 al 2017, manifestando come i numeri positivi nella crescita aggregata del settore automotive in tale periodo siano ripresi e ravvisabili anche nei rating concernenti i profili finanziari delle aziende del nostro campione. L'andamento opposto è invece riscontrabile dalla categoria *Speculative Grade*, la quale tende invece a decrementare negli anni, indice quest'ultimo di una vera e propria conferma della ripresa del settore, giacché diverse imprese, catalogate precedentemente come

profili speculativi, si ritrovano invece ad essere identificabili e categorizzate come dei profili, e pertanto dei rating, qualitativi. È chiaro che ciò rappresenti una visione aggregata e non sia possibile cogliere l'effettivo percorso di migrazione delle specifiche classi di rating, in quanto tale aspetto sarà opportunamente considerato nel prossimo paragrafo, tramite la costruzione delle cosiddette matrici di transizione, le quali tengono memoria dell'effettiva migrazione e probabilità di trasferimento da una rispettiva classe di rating ad un'altra.

Questi due andamenti sono perfettamente sintetizzabili dalla spezzata *Delta*, la quale riassume la differenza fra la classe speculativa e quella d'investimento.

Chiaramente, per costruzione della stessa, più bassi sono i valori registrati, migliore è la situazione aggregata delle imprese operanti in tale settore.

È inoltre ravvisabile per quest'ultima un incoraggiante trend decrescente dal 2014 al 2017, il quale ribadisce ulteriormente il miglioramento ravvisato per il settore automobilistico, presentando inoltre come punto di minimo, ovvero il punto in cui la categoria d'investimento e quella speculativa si sono maggiormente avvicinate, il 2017, anno in cui effettivamente come ribadito a più riprese il settore in analisi ha conosciuto la maggiore crescita nelle sue principali variabili.

Appare altresì ancora più evidente dalla *Figura 4.4* la decelerazione manifestata per il settore in analisi nel 2018, traducibile in un effettivo impennamento del numero di rating d'impresa appartenenti alla categoria speculativa, con un'ovvia e conseguente diminuzione sia della spezzata concernente la categoria *Investment grade* sia del *Delta*, essendo per costruzione la differenza dei medesimi.

Vi è però da rammentare che, sebbene siano identificabili dei trend migliorativi ad eccezione del 2018, lo stato di salute aggregato delle imprese operanti nel'automotive, al netto delle considerazioni e dei difetti che approfondiremo per il computo dei rating, non appare essere proprio brillante. Ciò si evince dal fatto che la curva rappresentante le imprese catalogate come speculative non interseca mai nel periodo analizzato la spezzata che riassume le imprese catalogate come affidabili nei rating ottenuti. In aggiunta sebbene il 2017 riassume perfettamente il miglioramento ravvisato in tale settore, in cui tali macro categorie si sono maggiormente avvicinate, la differenza e quindi il delta tra le due risulta in termini assoluti comunque consistente (49).

Ciò riassume un quadro finanziario per tale settore comunque non positivo, per il quale, al netto delle premesse concernenti le lacune nel computo dei rating, permane una situazione in cui le imprese identificate come rating speculativi sono ancora eccessivamente superiori ai profili "sicuri".

Inoltre la crescita ravvisata è sì un elemento di auspicio, ma la stessa ha subito una brusca frenata nel 2018, evidenziabile anche dai rating ottenuti, oltre che, come illustrato nel capitolo 2, la situazione concernente il 2019 e soprattutto il 2020 apparirà, per le ragioni espresse, ulteriormente peggiorativa inasprendo ancor di più il già non ottimo quadro analizzato e rischiando di allontanare le rette rappresentanti le due diverse categorie di rating in modo ancor più significativo.

Infine vi è comunque da evidenziare ancor una volta come la conclusione poc'anzi effettuata, presentando tale metodologia delle lacune con risvolti peggiorativi nel computo degli stessi rating, va comunque ponderata evitando di sancire delle considerazioni che si rileverebbero eccessivamente severe se rapportate all'effettiva realtà dei fatti.

In contrapposizione a ciò si vuole invece denotare, in termini relativi ed aggregati, la robustezza di tale procedura, la quale è stata in grado di disegnare e ritrarre il medesimo trend descritto e presentato dal settore stesso nelle sue principali variabili economiche, indice quest'ultimo di come i risultati ottenuti e presentati siano perfettamente contestualizzati e rappresentanti nei valori aggregati l'effettivo andamento del settore automobilistico.

Ciò rappresenta un'importantissima evidenza la quale ci permette di identificare la metodologia proposta da Moody's come adeguata nel suo complesso e nei risultati aggregati, sebbene come vedremo nel proseguo essa presenti parecchie incompletezze e contraddizioni nel computo dei rating più specifici ed individuali.

4.5 Matrici di Transizione

Come si legge nei requisiti che le ECAI devono possedere, le matrici di migrazione rivestono un ruolo importante; più precisamente si fa notare che “le agenzie devono comunque possedere serie storiche relative ai tassi annuali di default teorici ed effettivi, ove disponibili, oltre che di matrici di transizione con una profondità temporale di almeno cinque anni.

Devono anche essere calcolati i tassi di default cumulati a tre anni riscontrati sulla base di tali serie storiche. Il rispetto di tale requisito temporale viene verificato anche in relazione alla numerosità delle coorti per le diverse classi di rating in ogni anno”.

Per transizione o migrazione si intende la variazione del merito creditizio di una controparte. Si procede, dunque, stimando le probabilità di migrazione da una classe di rating all'altra; tali probabilità vengono rappresentate in una matrice di transizione $M = [m_{ij}]$ di dimensione $(s \times s)$, dove s è il numero di classi di rating. La probabilità m_{ij} quantifica le possibilità che, durante un certo orizzonte temporale (tipicamente un anno), una controparte migri dal rating i -esimo al rating j -esimo. Le proprietà di M possono essere così riassunte:

- i valori da essa contenuti non possono essere negativi;
- la somma dei valori sulla riga i -esima è uguale ad uno o a cento se si decide di rappresentarli in forma percentuale;
- l'ultima colonna è considerata uno stato assorbente, in modo tale da poter offrire uno stato esaustivo degli eventi in termini probabilistici;

Nelle matrici che esporremo si rammenti che la classe assorbente, come a più riprese anticipato, è stata identificata nella Ca , la quale rappresenterà infatti l'ultima colonna delle matrici di transizione ed a quest'ultima saranno ricondotti in sostanza tutti i rating non appartenenti alle altre classi.

Le matrici di transizione rivestono perciò una notevole importanza poiché in grado di comunicarci degli aspetti non fruibili tramite una mera interpretazione delle classi di sintesi, tabellari o dinamiche che siano, in altre parole risulta denotabile dalla lettura delle stesse:

- la probabilità che una azienda mantenga il rating assegnato anno dopo anno (valori sulla diagonale);
- l'effettiva concezione in termini probabilistici delle possibilità di miglioramento/peggioramento del proprio rating per una determinata impresa.

Pertanto l'analisi delle matrici di transizione ci permetterà innanzitutto di affrontare un tema ancora non trattato per il settore in analisi, ovvero ciò che concerne la *stabilità* temporale dei

rating ottenuti per le imprese operanti nel settore automobilistico tramite applicazione della metodologia Moody's.

Chiaramente un altro concetto che sarà possibile cogliere, il quale è stato però già riscontrato ed analizzato tramite l'esposizione delle classi di sintesi, è la probabilità di migrare per un'impresa, identificata da un determinato rating, verso una valutazione finanziaria migliore o peggiore che sia, in modo tale da estrarre i medesimi trend temporali da un'ulteriore prospettiva.

Nella stesura del presente elaborato sono state costruite e ricavate tutte le matrici di transizione annuali, rappresentanti le probabilità di migrazione per ciascun anno della serie temporale in analisi. La costruzione delle suddette matrici è avvenuta tramite l'ausilio del software Excel, seguendo una procedura che si presenta molto semplice nella sua logica di calcolo.

Nella fattispecie per ciascuna coppia di anni si è conteggiato, prendendo come base una classe rating di partenza, tutte le volte che nell'anno successivo fosse stata raggiunta una determinata classe di rating, dividendo infine ciascun conteggio per il totale dei rating dell'anno precedente appartenenti alla classe di partenza, al fine di ottenere dei valori probabilistici la cui somma degli eventi ne restituisce l'unità.

Tale calcolo è stato iterato per tutte le possibili combinazioni previste per ciascuna coppia di anni in analisi, ricavando in totale, essendo nove gli anni della serie temporale in analisi, ben *otto* matrici di transizione.

Per comprendere ancor meglio la metodologia di costruzione di tali matrici, la quale potrebbe apparire dopo una prima lettura non chiara del tutto, ne proponiamo un esempio discorsivo. Si supponga di voler costruire la matrice di transizione annuale che rappresenti le probabilità di migrazione per ciascuna classe di rating dal 2015 al 2016. Per costruire una generica riga della matrice, ad esempio concernente la classe Baa, si dovrà innanzitutto conteggiare il totale dei rating Baa stimati nel 2015, ovvero 19. Di conseguenza si andrà a conteggiare il numero di volte per cui un'impresa caratterizzata da un rating Baa nel 2015 presenti il medesimo rating nell'anno successivo, in tal caso sette volte. Sarà sufficiente pertanto effettuare una banale divisione tra i due valori per ottenere la probabilità di migrazione per il caso mostrato, 36,8%. Tale conteggio andrebbe chiaramente iterato per i rimanenti dodici casi dell'esempio in esame, ricavando di conseguenza l'intera riga della matrice ed estendendo a tutte le altre classi di partenza si è in grado di completare il quadro della matrice di transizione proposta. Ovviamente la presentazione di tutte le matrici di transizione ricavate apparirebbe graficamente molto dispendiosa e soprattutto non porterebbe alcun valore aggiunto allo scopo della ricerca se non una forte ridondanza nei concetti esprimibili.

In ragion di ciò si è deciso di rappresentare una *matrice di transizione media*, la quale riassume tutte le matrici annuali da noi ricavate, sintetizzandole in un'unica rappresentazione. La matrice media pertanto sarà ricavata come media aritmetica di tutte le probabilità di migrazione annuali ottenute nelle otto matrici di transizione annuali, fornendoci in tal modo una probabilità generica di transizione, da un anno all'altro, per ciascuna classe di rating nel periodo temporale in analisi.

	<i>Aaa</i>	<i>Aa</i>	<i>A</i>	<i>Baa</i>	<i>Ba</i>	<i>B</i>	<i>Caa</i>	<i>Ca</i>	<i>Tot</i>
<i>Aaa</i>	68,10	21,43	2,86	0,00	0,00	4,76	0,00	2,86	100
<i>Aa</i>	10,86	46,19	21,99	6,25	10,12	2,50	0,00	2,08	100
<i>A</i>	1,25	18,77	39,06	24,40	7,75	3,33	3,41	2,03	100
<i>Baa</i>	0	2,60	17,57	30,72	23,78	12,23	7,46	5,64	100
<i>Ba</i>	0,50	2,38	5,29	21,03	36,98	19,38	6,99	7,45	100
<i>B</i>	0,33	0,40	1,05	4,05	17,95	59,93	11,10	5,19	100
<i>Caa</i>	0,00	0,00	0,00	11,03	9,71	22,12	33,59	23,56	100
<i>Ca</i>	0,00	0,48	1,25	4,21	9,53	11,72	15,78	57,04	100

Tabella 4.11 Matrice di transizione media annuale

I dati della matrice sono stati rappresentati in valori percentuali, pertanto la sommatoria per ciascuna riga restituisce un valore pari al 100%, indice quest'ultimo che effettivamente siano stati considerati tutti i possibili eventi.

La prima cosa denotabile, presa visione di tale matrice, riguarda proprio la diagonale evidenziata in rosso. I valori presenti nella diagonale esprimono la probabilità che i rating ottenuti nell'anno in analisi effettivamente rimangano i medesimi nell'anno successivo. Ciò fornisce indirettamente quella che è una stima della stabilità sia dei rating ottenuti sia dei profili creditizi delle imprese.

Una caratteristica di tutte le matrici di transizione è che le probabilità più elevate sono appunto collocate sulla diagonale, a riflettere che il rating più probabile per un operatore alla fine dell'anno è quello che caratterizzava il medesimo all'inizio del periodo in analisi. In contrapposizione a ciò gli elementi che si ritrovano fuori dalla diagonale raffigurano le transizioni verso le migliori (triangolo sotto la diagonale) o peggiori (sopra la diagonale) classi rating relative al suddetto periodo.

In aggiunta a ciò, in caso di transizioni verso altre classi di rating, dovrebbero essere più numerosi i passaggi verso classi contigue rispetto a delle casistiche che presuppongono dei balzi alquanto elevati tra le classi stesse. Conseguentemente si ravvisa il fenomeno per cui maggiore è la distanza dalla diagonale della matrice, più bassa è la probabilità di migrazione,

in quanto è minore la probabilità per cui un'impresa muova per più di una classe di rating nell'arco di un'osservazione annuale.

Tali proprietà finora elencate rappresentano delle linee guida considerabili alla stregua di una proxy di robustezza delle matrici annuali costruite.

Appare innanzitutto evidenziabile come le probabilità esposte nella diagonale presentino dei valori piuttosto bassi, rispetto agli standard delle canoniche matrici di transizione proposte dalle agenzie stesse, le quali presentano dei valori nelle diagonali usualmente più alti (80-90% per le classi di rating più elevate e 60-80% per le classi meno qualitative).

Per cogliere in maggior misura il concetto appena esposto, si offre di seguito un modello esemplare relativo ad una generica matrice di transizione annuale stilata da Moody's basata su rating *reali e completi*, dalla quale poter denotare le imprescindibili e non irrisionarie differenze con i rating sperimentali finanziari ricavati.

Le motivazioni che si celano dietro tali differenze appaiono evidenti ed inconfutabili, basti semplicemente osservare che le probabilità della seguente matrice si basano su rating ricavati tramite un'opportuna valutazione concernente tutti i profili in analisi e non esclusivamente l'aspetto finanziario, oltre che presentare dei maggiori caratteri di stabilità, essendo gli stessi identificati come rating TTC piuttosto che PIT.

Quest'ultimo concetto sarà poi ampiamente esplicitato e ripreso nel proseguo del suddetto paragrafo.

	Rating a fine anno									
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	Default		
Aaa	89,76	6,87	0,71	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00		
Ra	1,14	88,34	7,42	0,25	0,07	0,01	0,00	0,02		
tin	0,05	2,31	88,95	4,91	0,48	0,13	0,01	0,02		
g	0,05	0,23	4,97	84,49	4,66	0,76	0,15	0,17		
ini	0,01	0,05	0,46	5,06	79,03	6,54	0,51	1,18		
zia	0,01	0,03	0,12	0,40	6,08	77,58	2,83	6,19		
le	0,00	0,00	0,00	0,53	1,60	3,85	62,63	23,49		
Caa-C										

Tabella 4.12 Esempio reale Matrice transizione Moody's annuale

È pur vero che seppur basse nei rispettivi valori assoluti, le probabilità, nella diagonale della matrice sperimentale ricavata, appaiono essere le più elevate all'interno della matrice stessa, denotando effettivamente come l'evento più probabile per un'impresa sia di mantenere il proprio rating anche l'anno successivo.

Essendo gli eventi rappresentati in matrice per ovvie ragioni incompatibili tra di essi è possibile calcolare l'unione di due o più eventi banalmente come la somma delle probabilità di ciascun evento. In tal senso appare molto semplice ricavare per ciascuna classe la probabilità di migrazione in una classe ad essa contigua o la permanenza nella medesima dell'anno precedente.

In ragione di ciò è possibile denotare come la probabilità di tale evento presenti un valore pari o superiore al 75% per tutte le classi di rating, sinonimo quest'ultimo di un'effettiva robustezza delle matrici da noi costruite, le quali per transizione si traducono in una complementare fondatezza dei sottostanti processi di rating.

A conferma di quanto ravvisato è possibile altresì riscontrare come le probabilità di migrazione rappresentate in matrice vadano a loro volta scemando all'allontanarsi della diagonale stessa, confermando ulteriormente la robustezza e la congruenza delle matrici ricavate con le canoniche proprietà poc'anzi esplicate.

Data per assodata la robustezza dei processi, si andrà adesso a saggiare la *stabilità* dei rating presentati.

Come evidenziato in precedenza, i valori di probabilità nella diagonale, seppur correttamente dei massimi relativi all'interno della matrice, presentano dei valori moderati manifestando comunque una consistente probabilità di migrazione per gli stessi.

Ciò è adducibile essenzialmente ad un fenomeno concernente la stessa metodologia di calcolo, la quale innanzitutto abbraccia esclusivamente come più volte ribadito l'aspetto finanziario. La procedura di calcolo per il profilo finanziario si basa altresì su dati finanziari prevalentemente reddituali che per ovvie ragioni attingono da voci economiche annuali presenti in conto economico. Quest'ultime per definizione forniscono delle valutazioni di breve termine, mancando a tal proposito tutti i giudizi prettamente qualitativi degli analisti, concernenti le visioni di prospettiva per l'azienda stessa, che fornirebbero al giudizio/rating calcolato un aspetto di lungimiranza oltre che una consistente valutazione nel medio/lungo termine.

Ciò fa sì che i rating ottenuti siano identificabili come *rating point in time* piuttosto che *rating through the cycle*.

I *rating through the cycle*, detti anche TTC, si riferiscono a delle valutazioni finanziarie strutturali, collegate pertanto ad un giudizio di medio-lungo termine, le quali sono slegate ed indipendenti dalla fase pro-tempore in essere del ciclo economico. All'interno della stessa valutazione rating, infatti, sono già inglobate e previste tutte le possibili fasi del prossimo ciclo congiunturale completo, includendone ovviamente sia le fasi favorevoli sia sfavorevoli dello stesso.

I rating TTC presentano pertanto dei forti caratteri di stabilità e la probabilità di transizione verso altre classi appare alquanto ridotta in ottica annuale. Questa stabilità è anche dovuta al fatto che le agenzie stesse non modificano tali rating fino a che non si renda necessaria una revisione forzata dello scenario, anche qualora dovesse cambiare nel corso delle diverse fasi del ciclo economico il tasso di default dei medesimi rating.

Come evidente tali rating non seguono minimamente delle performance di breve periodo, ma pospongono il giudizio del profilo aziendale ad un orizzonte temporale protratto comprendente tutte le possibili fasi del ciclo congiunturale settoriale.

In sostanza il rating sarà modificato esclusivamente per quelle imprese che manifestano degli shock molto bruschi, sia in positivo che in negativo, in grado di influenzare la visione di lungo termine precedentemente effettuata oppure nelle casistiche remote per cui lo scenario peggiore ipotizzato fosse risultato troppo ottimistico.

Si badi bene che nonostante sia molto raro che un'agenzia riveda e cambi facilmente il proprio rating TTC, soprattutto in un brevissimo arco annuale, poiché potrebbe rappresentare l'ammissione indiretta di un errore di valutazione prospettica del debitore in analisi, non significa che tale evento sia totalmente da escludere per via ad esempio dell'avvenire di insperati e imprevedibili eventi in grado di sconvolgere l'intero sistema economico. Un esempio calzante è proprio il periodo che stiamo vivendo, il quale, a causa dell'avvento imponderabile della pandemia da Covid 19 che ha letteralmente disastroso gran parte del tessuto economico manifatturiero, ha costretto e costringerà diverse agenzie di rating a rivedere i propri rating TTC per diverse aziende.

I rating *point in time* (PIT), ai quali come detto appartengono i rating da noi calcolati per il nostro campione, presentano una probabilità di migrazione anche per brevi periodi molto più elevata, la quale può rappresentare un simbolo d'instabilità del giudizio ricavato, poiché i suddetti rating seguono ed evolvono maggiormente in base all'andamento del ciclo economico in essere. Ciò fa sì che la volatilità dei rating PIT sia molto più elevata rispetto alla metodologia TTC, rendendo di conseguenza soventi le migrazioni per un'impresa da una classe di rating ad un'altra.

Fatta tale premessa appare chiara la motivazione per cui i rating individuati e di conseguenza le matrici fornite appaiono, seppur solide nelle loro proprietà fondamentali, alquanto instabili. Si precisa che chiaramente l'instabilità dei risultati ottenuti non è esclusivamente da addossare alle metodologie di calcolo della procedura rating, ma deve rappresentare altresì un elemento di giudizio e di valutazione per il settore automotive. Tale situazione rispecchia, infatti, pienamente le caratteristiche aggregate di tale settore, mostrando nei propri parametri finanziari e reddituali una fortissima volatilità, dovuta in particolar modo ai numerosissimi

fattori ambientali, politici ed economici con cui le imprese devono continuamente fronteggiarsi e i quali per ovvie ragioni vanno ad inficiare le prestazioni reddituali annuali ed i correlati rating.

L'instabilità dei rating ricavati s'infittisce ed appare ancora più palpabile qualora aumentassimo il periodo temporale in analisi, costruendo ad esempio una matrice di transizione che abbia come estremi gli anni della serie in analisi (2010-2018).

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca	Tot
Aaa	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0
Aa	50,0	0,0	0,0	0,0	0,0	50,0	0,0	0,0	100,0
A	18,2	9,1	18,2	9,1	18,2	18,2	0,0	9,1	100,0
Baa	0,0	15,8	26,3	15,8	21,1	21,1	0,0	0,0	100,0
Ba	0,0	3,4	13,8	13,8	27,6	20,7	0,0	20,7	100,0
B	0,0	2,9	8,6	5,7	20,0	40,0	22,9	0,0	100,0
Caa	0,0	0,0	14,3	0,0	28,6	28,6	0,0	28,6	100,0
Ca	0,0	3,8	7,7	15,4	11,5	19,2	11,5	30,8	100,0

Tabella 4.13 Matrice di Transizione 2010-2018

Appare subito evidente come la variabilità di tale matrice sia molto più ampia della

precedente, ma in particolar modo si vuole

investigare sulle effettive possibilità di

un'impresa di variare positivamente o

negativamente il proprio giudizio rating.

In ragion di ciò si andrà nel proseguo a

calcolare la probabilità cumulata di un

effettivo *upgrade* o *downgrade* per ciascuna

classe di rating, con il fine precipuo di

ravvisare e confermare nuovamente il trend migliorativo, in termini di valutazione aggregata

dei rating finanziari, per le imprese appartenenti al settore automobilistico.

Come ravvisabile dalla *Tabella 4.14* la prima colonna rappresenta la probabilità che

un'impresa identificata in una determinata classe di rating nel 2010 effettivamente migliori il

proprio giudizio al termine del periodo analizzato (2018). Similmente le successive due

colonne interpretano la probabilità che la medesima impresa mantenga il proprio rating

inalterato o che la stessa sia declassata ad una classe inferiore. Importante è anche l'ultima

colonna, la quale tiene conto effettivamente del numero di osservazioni iniziali dalle quali

sono state ponderate le probabilità di migrazione rappresentate in tabella, in modo tale da

contestualizzarne anche i risultati. In particolar modo si ravvisi come le probabilità stimate

	Upgrade	Unchanged	Downgrade	Total	Osserv.2010
Aaa	n.d.	100,0	0	100	1
Aa	50,0	0	50,0	100	2
A	27,3	18,2	54,5	100	11
Baa	42,1	15,8	42,1	100	19
Ba	31,0	27,6	41,4	100	29
B	37,1	40,0	22,9	100	35
Caa	71,4	0,0	28,6	100	14
Ca	69,2	30,8	n.d.	100	26

Tabella 4.14 Probabilità upgrade e downgrade 2010-2018

per le prime due classi siano assolutamente difficili da contestualizzare, basandosi meramente su un complessivo di tre osservazioni.

Per le rimanenti classi è possibile cogliere un importante fenomeno, poiché è sì riscontrabile una forte instabilità (come prevedibile date le premesse e dato l'espanso periodo di riferimento) ma è altresì denotabile un'ottima probabilità di miglioramento, soprattutto per quelle classi di rating meno qualitative che sfortunatamente presentano il maggior numero di occorrenze iniziali.

Si noti, ad esempio, come un'impresa categorizzata come Caa nel 2010 presenti una probabilità del 71,4% di migliorare il proprio rating; similmente per la classe B, la quale presenta il maggior numero di frequenze, le possibilità di incrementare il proprio rating lambiscono il 40%, confermando pertanto il medesimo trend migliorativo già ampiamente descritto nell'esposizione delle classi di sintesi.

4.6 Limitazioni nella Procedura Rating applicata

Nei precedenti paragrafi è stata illustrata la procedura rating applicata al nostro campione di riferimento sia da un punto di vista teorico, esplicandone i pilastri fondamentali su cui poggia la metodologia stessa, sia da un punto di vista applicativo analizzandone i risultati ottenuti in termini globali.

Si è pertanto denotato come la metodologia utilizzata abbia fornito dei risultati aggregati coerenti con i dati reali storici vissuti dal settore stesso, manifestando e confermando una concreta robustezza nei principi di valutazione forniti.

Affermato tale concetto fondamentale, il quale si esula totalmente da quanto andremo invece ad affrontare nella presente sezione, bisogna ravvisare che tale metodologia rating presenti delle concrete *limitazioni* sia nella stessa implementazione teorica della procedura complessiva, comprensiva pertanto anche del profilo business e di quello amministrativo, sia da un punto di vista applicativo nel calcolo e nei rating ricavati, in tal caso come più volte ribadito limitandoci al solo aspetto finanziario.

In questa sezione si andrà pertanto in prima istanza ad affrontare le limitazioni e le assunzioni teoriche concernenti l'intera metodologia e conseguentemente analizzeremo le lacune e le carenze in alcuni degli indicatori e sotto fattori utilizzati per il calcolo dei precedenti rating finanziari.

Un primo aspetto su cui focalizzarsi è la mancanza di *lungimiranza* nel calcolo dei rating, i quali dovrebbero contenere delle informazioni che inglobino all'interno della valutazione stessa delle prospettive di medio-lungo termine. Quest'aspetto è uno dei principali motivi di differenziazione tra i rating ricavabili applicando interamente la presente metodologia ed i rating reali attribuiti dall'agenzia stessa, in quanto numerose informazioni concernenti le aspettative di future performance per un'impresa sono delle indicazioni confidenziali fornite dall'azienda all'agenzia in fase di valutazione e per tale ragione non replicabili nei suddetti modelli.

È pur vero che nella maggior parte dei casi, i rischi a breve termine presentano un peso più significativo per la valutazione del profilo di credito degli emittenti e quindi hanno un impatto più diretto sui rating, invece l'aspetto previsionale, con un'ottica temporale più distesa, è spesso integrato qualitativamente allo scorecard relativo all'emittente.

Sebbene tali rating riflettano sia la probabilità di un inadempimento delle proprie obbligazioni contrattuali con i creditori sia la perdita finanziaria attesa in caso di default, lo scorecard di questa metodologia di rating è rivolto principalmente a cogliere le caratteristiche fondamentali che guidano il rischio di credito relativo alla continuità aziendale, non considerando nella

fattispecie alcuni fattori quali le previsioni future degli analisti nella struttura e nel recupero del capitale aziendale né l'incertezza attorno alle stesse previsioni effettuate.

Inoltre il *peso* assegnato a ciascun fattore rappresenta un'approssimazione della loro importanza per la stesura dei rating, ma l'effettivo peso e rilevanza di un particolare fattore può (e deve) variare in base alle circostanze specifiche dell'emittente. Tale valutazione può anche sfociare nella scelta di escludere in determinate circostanze alcuni fattori dal computo dei rating, poiché ritenuti non applicabili ai profili creditizi di alcuni emittenti.

Un esempio ulteriore del concetto appena esplicitato è il peso fornito alla *liquidità* aziendale. Come abbiamo visto e ribadiremo successivamente nel presente paragrafo, i rating finanziari da noi calcolati concernono prevalentemente una valutazione relativa alla liquidità delle imprese in analisi e per tale ragione ne derivano dei rating significativi, per discernere informazioni circa la solvibilità aziendale, ma considerabili e validi in una sola ottica di breve periodo, adducendo per forza di cose ad una possibile instabilità temporale in alcuni dei rating ottenuti. In aggiunta a ciò, focalizzandoci però sull'intera metodologia e su tutti i profili di valutazione, la liquidità è ovviamente una considerazione spesso critica per i rating; tuttavia, in alcune circostanze, essa potrebbe non avere un impatto sostanziale nel discriminare tra due emittenti con un profilo di credito simile. È chiaro che i rating appaiono essere fortemente influenzati da una liquidità estremamente debole che amplifica conseguentemente il rischio di default peggiorandone il giudizio. Tuttavia due società identiche potrebbero ricevere il medesimo giudizio rating sebbene la loro unica caratteristica di differenziazione sia che la prima presenti una buona posizione di liquidità mentre l'altra ha una posizione di liquidità estremamente buona. Ciò può accadere salvo che i profili in analisi appartengano a basse classi di rating, per cui la liquidità risulta essere un elemento di differenziazione sostanziale per il rischio di default relativo.

Rimanendo nei più ampi limiti riguardanti la metodologia complessiva, è necessario sottolineare che i rating possono riflettere innumerevoli considerazioni, difficilmente inquadrabili e sintetizzabili in un'unica procedura di valutazione, la quale possa adattarsi a tutte le imprese del campione in egual maniera.

In ragion di ciò i fattori da noi esplicitati (finanziari e non) non costituiscono un paniere esaustivo di tutte le possibili variabili utili a determinare e sancire un perfetto giudizio aziendale, ma come tutti i modelli ne forniscono comunque un'ottimale approssimazione. Ad esempio all'interno dell'intera metodologia non sono riportati alcuni aspetti fondamentali, riconducibili a tutti gli operatori industriali, quali la qualità e l'esperienza del management e governance aziendale, oltre che l'attendibilità ed esattezza delle informazioni finanziarie e

rendiconti economici tenuti da ciascuna impresa, per i quali la storia e le vicissitudini passate avvenute nel nostro Paese ci porterebbero a non sottovalutarne l'importanza.

Fatte tale generiche premesse concernenti alcune delle limitazioni ad ampio spettro relative all'intera metodologia rating, si andrà nel proseguo ad affrontare alcune lacune ed aspetti opinabili riguardanti invece esclusivamente l'aspetto finanziario e pertanto concernenti le procedure di calcolo attuate ed i rating ricavati.

Abbiam visto come la procedura applicata nei precedenti paragrafi ci ha fornito dei rating i quali in buona parte rappresentano un giudizio ed uno specchio della liquidità aziendale delle imprese appartenenti al campione in analisi, in quanto dipendenti da parametri economici prettamente reddituali e riconducibili a valori di bilanci annuali.

Ciò ovviamente rappresenta un importantissimo aspetto per la valutazione della solvibilità aziendale, essendo le imprese operanti in tale settore soggette ad altalenanti cicli economici ed a variazioni improvvise della domanda dei consumatori, per cui risulta necessario fronteggiarsi con variazioni repentine nel capitale circolante aziendale, dovuto a decrementi improvvisi nel fatturato aziendale, incrementi sproporzionati nelle scorte di magazzino e riduzioni impreviste nella capacità di differenziazione e dilazione dei pagamenti dovuti (squilibri tra crediti e debiti commerciali).

Pertanto la capacità di mantenere una liquidità aziendale elevata rappresenta, per le imprese operanti nel settore automotive, un'importantissima e fondamentale leva di giudizio, rendendo chiaramente la tanto decantata instabilità nei rating ricavati un attributo non solo adducibile alla metodologia di calcolo di tali rating ma anche, e soprattutto, all'immensa variabilità ed incertezza che aleggia ed avvolge le imprese appartenenti a tale settore industriale.

Fatta tale doverosa premessa bisogna comunque ravvisare che le effettive metodologie di calcolo attuate presentano alcuni evidenti paradossi.

In ragion di ciò appare indispensabile indagare sulle possibili motivazioni per cui ad alcune imprese del nostro campione di riferimento (casi comunque isolati) che non vivono una situazione economica brillante siano stati attribuiti dei rating comunque elevati, o per cui alcune aziende denotano sì una bassa stabilità nei giudizi ma altresì degli inattesi "salti" tra classi di rating diametralmente opposte in lassi temporali decisamente ristretti.

Nella fattispecie è evidenziabile come i fattori presentati siano fortemente *correlati* tra di essi, dipendendo in particolar modo dalle medesime variabili di bilancio, quale ad esempio l'EBITDA aziendale.

Ciò comporta il fenomeno per cui un'impresa che, anche per un particolare anno isolato, presenti dei risultati di bilancio annuali in termini di redditività non ottimali, con un margine operativo lordo negativo, sia penalizzata in quasi tutti gli indicatori finanziari della

metodologia vedendosi attribuire un rating molto severo. Questo poiché dalle tabelle e dagli estremi di scala presentati, un qualsiasi valore negativo degli indicatori utilizzati comporterà uno score ed un rating minimo per l'impresa in analisi, causando nel caso di un profilo storicamente altamente qualitativo un balzo verso una bassa classe di rating assolutamente non indifferente. Tale struttura di calcolo fornisce dei rating finanziari quasi "senza memoria" essendo prettamente dipendenti dalle singole prestazioni annuali, senza incorporare dei dati finanziari storici o valutare comunque il trend economico mostrato nel passato dall'azienda in analisi. In sostanza l'unico parametro cumulativo, il quale riassume dei dati finanziari passati per l'impresa in analisi è l'esposizione debitoria complessiva da parte dell'emittente.

L'effettivo punto debole di tale procedura finanziaria è che così facendo si vanno a pesare maggiormente i risultati economici, spesso prettamente contabili in società di piccole dimensioni, piuttosto che la struttura finanziaria dell'impresa, non utilizzando nel computo alcun indicatore economico patrimoniale, quali: indici di rigidità degli impieghi, indici di autonomia finanziaria, margini di struttura patrimoniale o indici d'indipendenza finanziaria. Tali indicatori rappresentano sicuramente delle variabili meno utili per valutare ed ottemperare al rischio d'insolvenza nel breve periodo, ma fornirebbero una stima nel giudizio più solida compensando alcuni risultati reddituali non positivi con delle strutture finanziarie comunque solide, permettendo alle imprese in analisi di possedere una certa continuità nei giudizi ottenuti e cercando di limitare i balzi diametrali tra classi di rating totalmente opposte nel breve periodo.

Un altro punto d'attenzione riguarda la metodologia di conteggio per il totale dell'esposizione debitoria, la quale si presta senza un'opportuna differenziazione tra passività a breve e lungo termine.

A tal proposito nella costruzione di diversi sotto fattori finanziari sarebbe stato utile differenziare l'esposizione debitoria in base all'esigibilità della stessa, essendo comunque rapportata all'interno della metodologia ad "attivi" di breve periodo, quali i margini operativi generati nell'anno di riferimento o gli stessi flussi di cassa aziendali. Tale differenziazione avrebbe permesso di alleggerire non poco il giudizio per diverse imprese del campione, innalzando di conseguenza la qualità dei rating aggregati ottenuti per il settore in analisi.

Il fenomeno invece di attribuzione di rating elevati per imprese non del tutto meritevoli di tale status è stato riscontrato soprattutto per alcune tra le aziende più piccole, in termini di fatturato, del campione. Per i rating relativi a quest'ultima tipologia d'impresa si ravvisa una maggiore dipendenza e sensibilità dall'EBITDA aziendale oltre che dalle puntuali prestazioni reddituali, poiché per tali imprese è evidenziabile una maggiore variabilità nelle performance

aziendali, presentando parametri, quali fatturato o costi aziendali, molto più altalenanti ed incerti e soprattutto maggiormente influenzabili da *procedure prettamente contabili*.

Un caso esemplare riguarda l'impresa Automobili Mauro Guidetti SRL, la quale nel 2012 riceve come valutazione finanziaria un rating Baa, pertanto rientrando nella categoria investment grade, pur producendo un fatturato a bilancio praticamente nullo.

In tal caso l'impresa in analisi tramite voci non finanziarie ma pure registrazioni contabili, le quali non arrecano alcun miglioramento della liquidità aziendale né tantomeno nella propria solvibilità trattandosi essenzialmente di incrementi nelle variazioni di magazzino, registra un valore positivo di EBITDA (essendo anche nullo qualsiasi costo a bilancio). Tale valore, rapportato ad un fatturato irrisorio, fornisce un EBITA margin apparentemente positivo e di conseguenza un alto rating, il quale ovviamente non rispecchia per nulla una situazione finanziaria positiva per l'azienda in questione, ma anzi la distorce del tutto.

Altri disallineamenti simili sono stati riscontrati per alcune imprese del campione in stato di liquidazione. Tali società in alcuni casi presentano delle voci di costo, sia in termini di manodopera che servizi esterni, totalmente nulli, indice quest'ultimo di un processo di smantellamento aziendale e di un'ormai operatività ridotta ai minimi termini, registrando di conseguenza dei margini operativi praticamente irrisori e pari ai trascurabili ricavi aziendali segnati a bilancio. Tale situazione, apparentemente priva di qualsiasi peso, genera a sua volta nuovamente degli EBITA positivi, seppur irrisori, responsabili conseguentemente di un EBITA Margin del 100%, il quale fornisce erroneamente, se non contestualizzato, un rating elevato che per ovvie ragioni è totalmente distorto nella sua valutazione oltre che chiaramente instabile nella propria sostenibilità temporale.

Un'ulteriore limitazione nel computo di tali rating finanziari è relativa ai *saldi di cassa in eccesso* tenuti contabilmente dalle imprese operanti nel settore automobilistico.

Tale fenomeno induce diverse società a mantenere i propri saldi di cassa (ovvero gli investimenti liquidi a breve termine) ad un livello di gran lunga superiore alle proprie esigenze operative. Ciò dovrebbe condizionare i rating finanziari ottenuti, i quali riassumendo per buona parte un giudizio concernente la liquidità aziendale potrebbero risultarne sovrastimati.

Si rammenti a tal proposito come i flussi di cassa in eccesso rappresentano un altro esempio di come gli aspetti qualitativi, che si celano dietro ai numeri riassunti contabilmente, quali le sottostanti politiche e motivazioni per cui un'azienda decida di mantenere tali livelli di liquidità siano più importanti ed espressive, in certi casi, rispetto all'effettivo valore numerico ricavabile dal bilancio aziendale.

Si rileva infatti tra le imprese operanti nell'automotive una differenza significativa nel comportamento aziendale in base alle differenze nelle filosofie finanziarie aziendali, opportunità d'investimento e pressione subita dagli stessi azionisti.

L'esigenza dei flussi operazionali appare essere molto alta per i produttori automobilistici a causa dell'elevato fabbisogno finanziario e delle oscillazioni stagionali e cicliche nel capitale circolante, o in aggiunta per via delle troppe interruzioni all'accesso dei mercati creditizi, le quali per ovvie ragioni devono essere in tal modo bypassate e colmate attingendo da fonti interne liquide.

Il livello di liquidità detenuto dipende chiaramente da infinite variabili aziendali, ad esempio vi possono essere imprese nel campione in grado di possedere dei flussi di cassa futuri maggiormente prevedibili rispetto ad altre che vivono una situazione d'incertezza finanziaria più elevata, facendo sì che la seconda tipologia d'imprese tenderà a tutelarsi maggiormente trattenendo un maggior livello di liquidità rispetto alle prime. Similmente società che operano prive di elevati impieghi obbligazionari, debiti finanziari a lungo termine o ingenti quantità di prestiti, possono permettersi di trattenere un livello di liquidità più elevato, ma ciò è perfettamente catturato e riassunto dalla procedura rating applicata.

Anche il livello di liquidità che un'impresa è disposta a trattenere all'interno può essere funzione del costo/tasso d'indebitamento o dalle stesse condizioni macroeconomiche attraversate in un particolare periodo temporale. Un esempio calzante può esser dato da un'impresa del campione la quale tenderà a trattenere maggiore liquidità in un momento di recessione o crisi finanziaria, riducendola invece in periodi economici in cui i tassi d'inflazione risultano molto alti, provocando per ovvie ragioni una svalutazione del potere d'acquisto del denaro posseduto.

Un'altra motivazione per giustificare un'elevata detenzione di liquidità, talvolta per estesi periodi temporali, può essere rappresentata dalla volontà o dal prospetto di una futura operazione di acquisizione o fusione aziendale. In tali circostanze ovviamente i livelli eccessivi di liquidità trattenuti non possono essere valutati positivamente, in termini di solvibilità aziendale, alla stregua di imprese le quali detengono un eccesso di disponibilità liquide esclusivamente riconducibile a politiche finanziarie che prevedono una posizione più stabile ed un approccio duraturo con i propri creditori, prevedendo in tale senso una politica di rimborso delle proprie obbligazioni ben in anticipo rispetto alle scadenze pattuite.

In ragion di ciò potrebbe essere ottimale nell'applicazione di tale metodologia finanziaria provare a discernere tale fenomeno, anche tramite l'integrazione di parametri qualitativi.

Poiché per aziende per le quali è possibile denotare un'ipotetica destinazione nell'utilizzo di tali disponibilità liquide, le quali siano riconducibili a dei fini favorevoli per i creditori, i

suddetti eccessi di cassa potrebbero essere considerati quantitativamente alla stregua di quanto esplicito ed applicato per i rating finanziari finora ottenuti nel presente elaborato.

Mentre per le società che presentano un eccessivo e sproporzionato livello di liquidità, la cui destinazione appare alquanto incerta e riconducibile a fini sospetti non responsabili di un miglioramento della solvibilità aziendale, i rating ottenuti potrebbero essere integrati da ulteriori fattori qualitativi o in alternativa correggere i fattori quantitativi utilizzati, decurtando i suddetti flussi in eccesso dalla complessiva posizione liquida aziendale, rapportando in tal senso alla totale esposizione debitoria una posizione liquida netta.

Alla luce di ciò appare palese come i sotto fattori utilizzati all'interno della procedura vanno a fotografare un'istantanea della liquidità aziendale catturata da parametri non contestualizzati presenti in bilancio, mentre in diverse circostanze sarebbe ottimale e saggio, al fine di un miglioramento nell'iter di valutazione, comprendere l'aspetto qualitativo e le *ragioni* che si celano al di sotto dell'importo rappresentato, valutando in tal senso i precedenti storici aziendali e le politiche finanziarie che hanno portato negli anni a generare quel determinato valore di liquidità aziendale.

Conclusioni

In queste ultime righe a disposizione si cercherà di esaminare i principali punti di questione affrontati nel presente elaborato di tesi, apportandone, in accordo con le imprescindibili approssimazioni negli studi proposti, dei possibili responsi e pensieri critici circa i risultati dedotti.

Per quanto concerne l'efficacia della procedura rating utilizzata, essa stessa ha mostrato dei concreti ed inconfutabili principi di validità e robustezza nella capacità di cogliere i principali trend macro economici, manifestati dal settore stesso nelle sue principali variabili finanziarie e produttive. È stato possibile, infatti, cogliere una calzante assonanza negli andamenti reali illustrati nel secondo capitolo ed i rispettivi rating stimati a valle dell'applicazione della metodologia rating di Moody's.

Il panorama finanziario stimato per le imprese operanti nell'automotive, seppur sia riscontrabile un incoraggiante miglioramento e sviluppo nell'ultimo decennio, non appare comunque idilliaco, denotando una vaga mediocrità nei rating ricavati per la maggior parte del campione in analisi. Ciò ci porterebbe a ratificare, in termini finanziari, uno scenario alquanto delicato per tale settore, marcando nella fattispecie un'appurabile carenza nelle disponibilità liquide aziendali e nella capacità di adempimento alle principali obbligazioni creditizie, che poco di buono fanno auspicare per i futuri scenari del settore già fortemente impattati dalle conseguenze economiche dell'attuale pandemia.

L'elevata incertezza nella domanda e nelle numerosissime variabili aleatorie, le quali attanagliano le imprese caratterizzanti tale settore adducendo una variabilità nelle prestazioni economiche e finanziarie non indifferente, è rilevata nella procedura applicata da un'ingente instabilità temporale nei rating finanziari stimati.

Alla luce delle necessarie ed opportune interpretazioni dei giudizi finanziari ottenuti, i quali suggeriscono uno scenario instabile, oltre che sfavorevole nei principali driver di solvibilità, risulta imprescindibile contestualizzare tali valutazioni con le condizionanti limitazioni della stessa metodologia applicata.

In ragion di ciò appare palese, come esplicito nel precedente paragrafo, che la suddetta metodologia presenti delle reali lacune nelle procedure di calcolo proposte, soprattutto se utilizzate per vagliare le prestazioni finanziarie a livello individuale per una determinata impresa, mentre si presta ad una maggiore attendibilità se interpretata nei suoi risultati aggregati.

L'incompletezza nell'applicazione della procedura (mancanza del profilo businesses ed amministrativo), l'assenza dei fattori qualitativi e una procedura di giudizio, che fin troppo spesso ritrae meramente un'istantanea finanziaria dell'impresa in analisi senza valutarne

un'effettiva solidità strutturale e temporale, sono solo alcuni dei principali limiti imputati alla suddetta procedura.

Si rammenti pertanto che l'instabilità nelle prestazioni finanziarie o la modestia nei rating ottenuti non siano da addurre in toto all'effettive prestazioni delle aziende in analisi, ma in parte riconducibili alle ineludibili carenze che si celano sia nei principi della metodologia sia nelle approssimazioni da noi attuate nell'applicazione della stessa.

Appare dunque ragionevole contestualizzare i risultati ricavati senza allarmarci o inasprirci troppo nelle valutazioni effettuate, aggirando delle conclusioni o dei giudizi fin troppo severi che potrebbero delinearsi eccessivamente affrettati ed inappropriati.

5. Bibliografia e Sitografia

- [1] «Codiceateco.it-2020, «Codiceateco.it»,» [Online]. Available: [https://www.codiceateco.it/.](https://www.codiceateco.it/)
- [2] Bureau Van Dijk, «“Descrizione database AIDA”,» [Online]. Available: https://www.sba.unipi.it/sites/default/files/aida_descrizione_banca_dati.pdf.
- [3] G. D. Fabio, *Le agenzie di rating e la crisi finanziaria*, 2008.
- [4] ANFIA-Associazione Nazionale Filiera Industria Automobilistica, «L'industria automotive mondiale nel 2014 e trend nel 2015,» pp. 40-51, 2015.
- [5] ANFIA-Associazione Nazionale Filiera Industria Automobilistica, «L'industria automotive mondiale nel 2015 e trend nel 2016,» pp. 50-67, 2016.
- [6] ANFIA-Associazione Nazionale Filiera Industria Automobilistica, «L'industria automotive 2016 e trend nel 2017,» pp. 38-50, 2016.
- [7] ANFIA-Associazione Nazionale Filiera Industria Automobilistica, «L'industria mondiale nel 2017 e trend nel 2018,» pp. 27-37, 2017.
- [8] ANFIA-Associazione Nazionale Filiera Industria Automobilistica, «L'industria mondiale nel 2018 e trend nel 2019,» pp. 22-36, 2019.
- [9] ANFIA-Associazione Nazionale Filiera Industria Automobilistica, «Focus Italia Mercato Vetture - Settembre 2020,» pp. 5-16, 2020.
- [10] Moody's Investors Service, «Rating Methodologies Automobile Manufacturer Industry,» 2017.
- [11] Moody's Investors Service, «Rating Symbols and Definitions,» pp. 5-15, 2020.
- [12] Moody's Investors Service, «Moody's Basic Definitions for Credit Statistics,» 2010.
- [13] Advance, *Analisi di Bilancio, valutazioni, rating e simulazioni*, 2002.
- [14] Franco Varetto, «Global Financial Crisis - Crisi Finanziaria Sistemica 2007-2013,» 2020.
- [15] Franco Varetto, *La Regulation Bancaria: BASILEA I-II-III-IV*, 2020.
- [16] ISTAT- Istituto Nazionale di Statistica, «Fiducia dei consumatori e delle imprese,» 2020.
- [17] Modefinance, «Come controllare che un modello di rating sia valido,» [Online]. Available: <https://www.modefinance.com/it/blog/2015-04-03-come-controllare-che-un-modello-di-rating-sia-valido-parte-2>.

[18] Giorgio Belli, Valutazione delle imprese e Merito Creditizio, 2004.

[19] Franco Varetto, «Rischio di Credito-Sistema di Rating: Esempio - Moody's Global,» 2020.

[20] Alberto Santone, I segnali di allerta secondo il nuovo Codice della Crisi di Impresa e dell'Insolvenza: il caso del settore chimico, 2020.

6. Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
1	FCA ITALY S.P.A.	2010	Caa	Ca	Ca	Baa	A	Ca	17,5	Caa1
2	FCA ITALY S.P.A.	2011	Ca	Ca	Ca	Ca	B	Ca	19,5	Caa3
3	FCA ITALY S.P.A.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
4	FCA ITALY S.P.A.	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
5	FCA ITALY S.P.A.	2014	Ca	Ca	Ca	A	A	Ca	17,5	Caa1
6	FCA ITALY S.P.A.	2015	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
7	FCA ITALY S.P.A.	2016	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20	Ca
8	FCA ITALY S.P.A.	2017	Caa	Ca	Ca	Caa	Ca	Caa	18,5	Caa2
9	FCA ITALY S.P.A.	2018	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20	Ca
10	FCA ITALY S.P.A.	2019	Caa	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	20	Ca
11	IVECO S.P.A.	2010	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	Ca	20	Ca
12	IVECO S.P.A.	2011	B	Caa	Ca	Caa	Ca	B	16,5	B3
13	IVECO S.P.A.	2012	B	Ca	Ca	Caa	Caa	B	16,5	B3
14	IVECO S.P.A.	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20	Ca
15	IVECO S.P.A.	2014	Caa	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	20	Ca
16	IVECO S.P.A.	2015	B	B	Ca	Ca	Ca	B	16	B3
17	IVECO S.P.A.	2016	B	Caa	Ca	B	Ba	B	16	B3
18	IVECO S.P.A.	2017	B	Caa	Ca	B	Caa	B	15,5	B2
19	IVECO S.P.A.	2018	B	B	Ca	Ba	B	Ba	15	B2
20	IVECO S.P.A.	2019	Caa	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	20	Ca
21	FCA MELFI S.R.L.	2009	Baa	B	Ca	Ba	Baa	Aaa	11	Ba1
22	FCA MELFI S.R.L.	2010	Ba	B	Ca	Ba	Aa	Aa	11	Ba1
23	FCA MELFI S.R.L.	2011	Ba	Ba	Ca	Ba	Baa	A	11,5	Ba1
24	FCA MELFI S.R.L.	2012	Ba	Ba	Ca	Ba	Aa	Aaa	10	Baa3
25	FCA MELFI S.R.L.	2013	Ba	B	Ca	Ba	Ca	Aaa	12,5	Ba2
26	FCA MELFI S.R.L.	2014	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	17	Caa1
27	FCA MELFI S.R.L.	2015	Ba	Caa	Ca	B	Ca	Baa	15	B2
28	FCA MELFI S.R.L.	2016	Ba	Ba	Ca	Ba	Aa	Baa	11,5	Ba1
29	FCA MELFI S.R.L.	2017	Ba	Ba	Ca	Baa	A	Aa	10,5	Baa3
30	FCA MELFI S.R.L.	2018	B	Ba	Ca	B	A	Aaa	12	Ba2
31	SEVEL-SPA	2010	B	Ca	Ca	B	Ba	A	14,5	B1
32	SEVEL-SPA	2011	B	Ca	Ca	B	B	A	15	B2
33	SEVEL-SPA	2012	B	Ca	Ca	B	B	A	15	B2
34	SEVEL-SPA	2013	B	Caa	Ca	B	A	A	14	B1
35	SEVEL-SPA	2014	B	Caa	Ca	Ba	B	A	14,5	B1
36	SEVEL-SPA	2015	B	Caa	Ca	Ba	Ca	Aa	15	B2
37	SEVEL-SPA	2016	B	Caa	Ca	Ba	Caa	Aa	14,5	B1
38	SEVEL-SPA	2017	B	Caa	Ca	Ba	Ba	Aaa	14	B1
39	SEVEL-SPA	2018	B	Caa	Ca	B	Caa	Aaa	15	B2
40	SEVEL-SPA	2019	B	Ca	Ca	B	Ca	Aaa	15,5	B2
41	FERRARI S.P.A.	2010	Aaa	A	Ca	A	Aa	Aaa	4	Aa3
42	FERRARI S.P.A.	2011	Aaa	A	Ca	Aa	A	Aa	4,5	Aa3
43	FERRARI S.P.A.	2012	Aaa	A	A	A	Aaa	Aaa	3	Aa2
44	FERRARI S.P.A.	2013	Aaa	A	A	Baa	Ba	A	4,5	Aa3
45	FERRARI S.P.A.	2014	Aaa	A	Aa	A	Baa	Aa	3,5	Aa2

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
46	FERRARI S.P.A.	2015	Aaa	A	Aa	A	A	Aaa	3	Aa2
47	FERRARI S.P.A.	2016	Aaa	A	Ca	A	Ca	Aaa	6	A2
48	FERRARI S.P.A.	2017	Aaa	Aa	Caa	Aa	Aa	Aaa	3,5	Aa2
49	FERRARI S.P.A.	2018	Aaa	Aa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	1,5	Aaa
50	FERRARI S.P.A.	2019	Aaa	Aa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	1,5	Aaa
51	FPT INDUSTRIAL S.P.A.	2010	Ca	Ca	Ca	Caa	B	Ca	20	Ca
52	FPT INDUSTRIAL S.P.A.	2011	Ba	Caa	Ca	Ba	Ca	Baa	13,5	Ba3
53	FPT INDUSTRIAL S.P.A.	2012	Baa	B	Ca	Ba	Caa	A	11,5	Ba1
54	FPT INDUSTRIAL S.P.A.	2013	A	Ba	Ca	Ba	Ca	A	11	Ba1
55	FPT INDUSTRIAL S.P.A.	2014	A	Baa	Ca	Baa	A	A	8,5	Baa1
56	FPT INDUSTRIAL S.P.A.	2015	Baa	Ba	Ca	Baa	Ba	Baa	11	Ba1
57	FPT INDUSTRIAL S.P.A.	2016	Ba	Ba	Caa	Ba	Baa	Aa	10,5	Baa3
58	FPT INDUSTRIAL S.P.A.	2017	Baa	Baa	B	Baa	Ba	Aa	9	Baa2
59	FPT INDUSTRIAL S.P.A.	2018	Baa	Baa	Ba	Baa	Baa	Aaa	8	Baa1
60	FPT INDUSTRIAL S.P.A.	2019	A	Baa	Baa	Baa	A	Aaa	7	A3
61	AUTOMOBILI LAMBORGHINI S.P.A.	2010	Ca	Ca	A	Caa	B	Ca	18,5	Caa2
62	AUTOMOBILI LAMBORGHINI S.P.A.	2011	Ca	Ca	Aaa	Aa	Ca	Ca	17	Caa1
63	AUTOMOBILI LAMBORGHINI S.P.A.	2012	A	A	Aa	Ca	Ca	Baa	8,5	Baa1
64	AUTOMOBILI LAMBORGHINI S.P.A.	2013	Baa	A	A	Baa	Ca	Aaa	8	Baa1
65	AUTOMOBILI LAMBORGHINI S.P.A.	2014	Baa	A	A	A	Ca	Aaa	7,5	A3
66	AUTOMOBILI LAMBORGHINI S.P.A.	2015	Aaa	Aa	Aaa	Ca	Ca	Baa	6,5	A2
67	AUTOMOBILI LAMBORGHINI S.P.A.	2016	Aaa	Aa	Aaa	A	Ca	A	4,5	Aa3
68	AUTOMOBILI LAMBORGHINI S.P.A.	2017	Aa	A	Aa	Baa	Ca	A	6,5	A2
69	AUTOMOBILI LAMBORGHINI S.P.A.	2018	Aa	A	Baa	A	Ca	Aaa	5	A1
70	AUTOMOBILI LAMBORGHINI S.P.A.	2019	Aaa	Aa	Aaa	Aa	Aaa	Aaa	1	Aaa
71	CITROEN ITALIA S.P.A.	2009	Caa	Ca	Ca	Caa	B	Ba	17,5	Caa1
72	CITROEN ITALIA S.P.A.	2010	B	Ca	Ca	Caa	Aa	Ba	15,5	B2
73	CITROEN ITALIA S.P.A.	2011	B	Ca	Ca	Caa	B	Ba	17	Caa1
74	CITROEN ITALIA S.P.A.	2012	B	Caa	Ca	B	Aa	Baa	14	B1
75	CITROEN ITALIA S.P.A.	2013	B	Caa	Ca	B	Caa	Ba	16,5	B3
76	CITROEN ITALIA S.P.A.	2014	Caa	Caa	Ca	Ba	Aa	B	15	B2
77	CITROEN ITALIA S.P.A.	2015	B	Caa	Ca	B	Ca	Baa	15,5	B2
78	CITROEN ITALIA S.P.A.	2016	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Baa	17	Caa1
79	CITROEN ITALIA S.P.A.	2017	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Baa	17	Caa1
80	CITROEN ITALIA S.P.A.	2018	B	Ca	Ca	Ca	Ca	Baa	17	Caa1
81	MASERATI S.P.A.	2010	Baa	Ba	Ca	Baa	A	Baa	11	Ba1
82	MASERATI S.P.A.	2011	Caa	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	20	Ca
83	MASERATI S.P.A.	2012	Ca	Ca	Ba	Ca	Ca	Ca	19,5	Caa3
84	MASERATI S.P.A.	2013	Ba	B	Ca	Ba	Ca	A	13	Ba3
85	MASERATI S.P.A.	2014	Ba	Baa	Ca	Baa	Ca	A	11,5	Ba1
86	MASERATI S.P.A.	2015	Ca	Ca	Ca	Caa	Ba	Ca	19	Caa3
87	MASERATI S.P.A.	2016	Ba	Baa	Ca	Baa	Ba	A	11	Ba1
88	MASERATI S.P.A.	2017	Baa	A	Ca	Baa	Ca	Aaa	9,5	Baa2
89	MASERATI S.P.A.	2018	B	Caa	Caa	Caa	Aa	A	14	B1
90	MASERATI S.P.A.	2019	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
91	EVOBUS ITALIA S.P.A.	2009	B	Ca	Ca	B	Ba	A	15	B2
92	EVOBUS ITALIA S.P.A.	2010	Caa	Ca	Ca	Caa	Ba	Aa	15,5	B2
93	EVOBUS ITALIA S.P.A.	2011	Caa	Ca	Ca	Caa	B	Ca	19,5	Caa3

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
94	EVOBUS ITALIA S.P.A.	2012	B	Ca	Ca	B	A	Aa	15	B2
95	EVOBUS ITALIA S.P.A.	2013	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Aaa	16	B3
96	EVOBUS ITALIA S.P.A.	2014	B	B	Ca	Ba	Baa	A	13	Ba3
97	EVOBUS ITALIA S.P.A.	2015	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Aaa	15,5	B2
98	EVOBUS ITALIA S.P.A.	2016	B	Ca	Ba	Caa	Aa	Aaa	13	Ba3
99	EVOBUS ITALIA S.P.A.	2017	B	Ca	B	Caa	Ba	Aaa	14,5	B1
100	EVOBUS ITALIA S.P.A.	2018	B	Caa	Caa	Ba	Ca	Aaa	14,5	B1
101	SOCIETA' EUROPEA AUTOCARAVAN S.P.A.	2010	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20,5	Ca
102	SOCIETA' EUROPEA AUTOCARAVAN S.P.A.	2011	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
103	SOCIETA' EUROPEA AUTOCARAVAN S.P.A.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	B	Ca	19,5	Caa3
104	SOCIETA' EUROPEA AUTOCARAVAN S.P.A.	2013	Caa	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	20	Ca
105	SOCIETA' EUROPEA AUTOCARAVAN S.P.A.	2014	Ba	Caa	Ca	B	Ca	Baa	15	B2
106	SOCIETA' EUROPEA AUTOCARAVAN S.P.A.	2015	Ba	Ba	Ca	A	Aa	Baa	11	Ba1
107	SOCIETA' EUROPEA AUTOCARAVAN S.P.A.	2016	Baa	Baa	Ca	A	Ca	A	10,5	Baa3
108	SOCIETA' EUROPEA AUTOCARAVAN S.P.A.	2017	Baa	Baa	Ca	Baa	Ca	A	11,5	Ba1
109	SOCIETA' EUROPEA AUTOCARAVAN S.P.A.	2018	Ba	Baa	Ca	Baa	A	A	10	Baa3
110	SOCIETA' EUROPEA AUTOCARAVAN S.P.A.	2019	Ba	Baa	Ca	Baa	Aa	A	11	Ba1
111	ASTRA VEICOLI INDUSTRIALI S.P.A.	2010	B	B	Ca	Ba	Baa	Baa	13	Ba3
112	ASTRA VEICOLI INDUSTRIALI S.P.A.	2011	Ba	B	Ca	B	Ca	A	14,5	B1
113	ASTRA VEICOLI INDUSTRIALI S.P.A.	2012	Baa	Ba	Ca	Ba	Baa	A	11	Ba1
114	ASTRA VEICOLI INDUSTRIALI S.P.A.	2013	Ba	B	Ca	Ba	B	Baa	13,5	Ba3
115	ASTRA VEICOLI INDUSTRIALI S.P.A.	2014	B	Ca	Ca	Ba	Aa	B	15	B2
116	ASTRA VEICOLI INDUSTRIALI S.P.A.	2015	B	Ca	Ca	Ba	Ca	Ba	16	B3
117	ASTRA VEICOLI INDUSTRIALI S.P.A.	2016	B	Caa	Caa	B	Aa	Baa	13,5	Ba3
118	ASTRA VEICOLI INDUSTRIALI S.P.A.	2017	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
119	ASTRA VEICOLI INDUSTRIALI S.P.A.	2018	B	Caa	Ca	Caa	Caa	Ba	16,5	B3
120	ASTRA VEICOLI INDUSTRIALI S.P.A.	2019	B	Caa	Ca	B	Ca	Baa	16	B3
121	DALLARA AUTOMOBILI SPA	2010	Baa	Ba	Ba	Baa	A	Aaa	8	Baa1
122	DALLARA AUTOMOBILI SPA	2011	A	Baa	Caa	Baa	Ca	A	9	Baa2
123	DALLARA AUTOMOBILI SPA	2012	A	A	Ba	Baa	Baa	Aaa	6	A2
124	DALLARA AUTOMOBILI SPA	2013	A	Baa	Baa	Baa	A	Aa	6	A2
125	DALLARA AUTOMOBILI SPA	2014	Aaa	Aa	Ba	A	B	Aaa	4,5	Aa3
126	DALLARA AUTOMOBILI SPA	2015	Aaa	A	Baa	A	Baa	Aaa	4	Aa3
127	DALLARA AUTOMOBILI SPA	2016	Aa	Baa	Caa	A	Ca	Aaa	7,5	A3
128	DALLARA AUTOMOBILI SPA	2017	Baa	Ba	Ca	Baa	Ca	Aaa	11	Ba1
129	DALLARA AUTOMOBILI SPA	2018	A	Ba	Ca	Ca	Ca	Aaa	11	Ba1
130	DALLARA AUTOMOBILI SPA	2019	Aa	A	B	A	Aaa	Aaa	4,5	Aa3
131	PAGANI S.P.A.	2009	Aaa	Ba	Ca	Baa	A	Aaa	6,5	A2
132	PAGANI S.P.A.	2010	Aaa	Ba	Caa	Baa	Ba	Aaa	7	A3
133	PAGANI S.P.A.	2011	Aaa	Ba	Ca	Baa	Ca	Aaa	7,5	A3
134	PAGANI S.P.A.	2012	Caa	Ca	Ca	Caa	Ca	Ca	19,5	Caa3
135	PAGANI S.P.A.	2013	Aaa	B	Ca	Ba	Ca	Aaa	8,5	Baa1
136	PAGANI S.P.A.	2014	Aaa	Ba	Caa	Baa	Baa	Aaa	7	A3
137	PAGANI S.P.A.	2015	Aaa	Ba	B	Ba	Caa	Aaa	7,5	A3
138	PAGANI S.P.A.	2016	Aaa	B	Caa	Ba	Caa	Aaa	8	Baa1
139	PAGANI S.P.A.	2017	Aaa	Ba	B	Baa	Baa	Aaa	6	A2
140	PAGANI S.P.A.	2018	Aaa	A	B	A	A	Aaa	4	Aa3
141	DR AUTOMOBILES S.R.L.	2009	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	Ca	20	Ca

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
142	DR AUTOMOBILES S.R.L.	2010	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	Ca	20,5	Ca
143	DR AUTOMOBILES S.R.L.	2011	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	Caa	19,5	Caa3
144	DR AUTOMOBILES S.R.L.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	20,5	Ca
145	DR AUTOMOBILES S.R.L.	2013	Aaa	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	11,5	Ba1
146	DR AUTOMOBILES S.R.L.	2014	B	Ca	Ca	Caa	Aaa	Ba	15,5	B2
147	DR AUTOMOBILES S.R.L.	2015	A	Caa	Ca	B	Ca	Aa	12	Ba2
148	DR AUTOMOBILES S.R.L.	2016	Aa	A	Ca	A	Baa	Aaa	6	A2
149	DR AUTOMOBILES S.R.L.	2017	Ba	Ca	Ca	B	Ca	Ba	15,5	B2
150	DR AUTOMOBILES S.R.L.	2018	B	Caa	Ca	B	Ca	Ba	16	B3
151	TECNOKAR TRAILERS S.R.L.	2009	B	Ca	Ca	Caa	B	B	16	B3
152	TECNOKAR TRAILERS S.R.L.	2010	Ba	Ca	Ca	B	B	Ba	15	B2
153	TECNOKAR TRAILERS S.R.L.	2011	B	Ca	Ca	Caa	Caa	Ba	16	B3
154	TECNOKAR TRAILERS S.R.L.	2012	Caa	Ca	Ca	Caa	B	Caa	18	Caa2
155	TECNOKAR TRAILERS S.R.L.	2013	Ba	Ca	Ca	Caa	B	Ba	15,5	B2
156	TECNOKAR TRAILERS S.R.L.	2014	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	16,5	B3
157	TECNOKAR TRAILERS S.R.L.	2015	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Baa	17	Caa1
158	TECNOKAR TRAILERS S.R.L.	2016	B	Ca	Ca	B	Caa	A	15,5	B2
159	TECNOKAR TRAILERS S.R.L.	2017	Ba	Ca	Ca	B	Caa	Aa	14,5	B1
160	TECNOKAR TRAILERS S.R.L.	2018	Ba	Ca	Ca	B	Caa	Aaa	14	B1
161	P.L.A. S.P.A.	2010	B	Ca	Ca	Caa	B	Baa	16,5	B3
162	P.L.A. S.P.A.	2011	Caa	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	18,5	Caa2
163	P.L.A. S.P.A.	2012	Caa	Ca	Ca	Ca	B	Caa	19,5	Caa3
164	P.L.A. S.P.A.	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20	Ca
165	P.L.A. S.P.A.	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
166	P.L.A. S.P.A.	2015	B	Ca	Ca	Ca	Baa	Ba	16	B3
167	P.L.A. S.P.A.	2016	Ba	Ca	Ca	B	Ca	A	15	B2
168	P.L.A. S.P.A.	2017	Ba	Ca	Ca	Caa	Ca	Aaa	15	B2
169	P.L.A. S.P.A.	2018	Ba	Ca	Ca	B	B	Aaa	14	B1
170	INTERCAR S.P.A.	2009	Ba	Caa	Ca	Ba	Baa	Aaa	12,5	Ba2
171	INTERCAR S.P.A.	2010	Ba	B	Ca	Ba	Baa	Aaa	11,5	Ba1
172	INTERCAR S.P.A.	2011	Ba	Ba	Ca	Ba	B	Aaa	11,5	Ba1
173	INTERCAR S.P.A.	2012	Baa	Baa	Ca	Baa	A	Aaa	9	Baa2
174	INTERCAR S.P.A.	2013	Ba	B	Ca	Ba	Ca	Aaa	12,5	Ba2
175	INTERCAR S.P.A.	2014	Ba	Caa	Ca	Ba	Ca	Aaa	13	Ba3
176	INTERCAR S.P.A.	2015	Ba	Ca	Ca	B	Ca	Aaa	14,5	B1
177	INTERCAR S.P.A.	2016	Ba	Caa	Ca	Ba	B	Aaa	13	Ba3
178	INTERCAR S.P.A.	2017	B	Ca	Ca	B	Ba	Aa	15	B2
179	INTERCAR S.P.A.	2018	B	Ca	Ca	B	Caa	Aa	15	B2
180	PININFARINA S.P.A.	2010	Ca	Ca	B	Caa	Caa	Ca	19	Caa3
181	PININFARINA S.P.A.	2011	Ca	Ca	B	Ca	Ca	Ca	19,5	Caa3
182	PININFARINA S.P.A.	2012	Ca	Ca	Ba	Ba	A	Ca	17	Caa1
183	PININFARINA S.P.A.	2013	Ca	Ca	B	Ca	Caa	Ca	19,5	Caa3
184	PININFARINA S.P.A.	2014	Caa	Ca	Caa	Ca	Ca	Caa	18,5	Caa2
185	PININFARINA S.P.A.	2015	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
186	PININFARINA S.P.A.	2016	Caa	Ca	Caa	A	Aa	Caa	16,5	B3
187	PININFARINA S.P.A.	2017	Baa	Ca	Ba	Caa	Ca	Ba	14	B1
188	PININFARINA S.P.A.	2018	A	Caa	B	Ba	Ca	Ba	11,5	Ba1
189	PININFARINA S.P.A.	2019	Ca	Ca	Caa	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
190	ORION SRL	2010	B	Ca	Ca	Caa	B	Baa	16	B3
191	ORION SRL	2011	Ba	Ca	Ca	Caa	B	Ba	15,5	B2
192	ORION SRL	2012	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	16,5	B3
193	ORION SRL	2013	B	Ca	Ca	Caa	A	Ba	15,5	B2
194	ORION SRL	2014	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	16,5	B3
195	ORION SRL	2015	Ba	Caa	Ca	B	Ca	Baa	15	B2
196	ORION SRL	2016	A	B	Ca	Ba	Ca	Aa	11	Ba1
197	ORION SRL	2017	Aaa	Baa	Caa	Baa	Ba	Aaa	6,5	A2
198	ORION SRL	2018	Baa	B	Ca	Ba	Ca	Aaa	12	Ba2
199	ORION SRL	2019	Baa	B	Ca	Ba	Caa	Aaa	11	Ba1
200	OLVAN S.P.A.	2010	Baa	Ba	Baa	Baa	A	Aaa	8,5	Baa1
201	OLVAN S.P.A.	2011	Ba	Ba	Baa	Baa	Baa	Aaa	9,5	Baa2
202	OLVAN S.P.A.	2012	B	Caa	Baa	Ba	Caa	Aaa	13	Ba3
203	OLVAN S.P.A.	2013	Ba	Ba	A	Baa	A	Aaa	9	Baa2
204	OLVAN S.P.A.	2014	Ba	B	A	Ba	Caa	Aaa	12	Ba2
205	OLVAN S.P.A.	2015	B	Ca	Baa	Ba	Ca	Aaa	13,5	Ba3
206	OLVAN S.P.A.	2016	A	Baa	Aa	Baa	A	Aaa	6	A2
207	OLVAN S.P.A.	2017	Baa	Ba	A	Baa	Caa	Aaa	9	Baa2
208	OLVAN S.P.A.	2018	Ba	B	Baa	Baa	Ca	Aa	11	Ba1
209	OLVAN S.P.A.	2019	B	Ca	Ba	Ba	Ca	Aaa	14	B1
210	COFLE S.P.A.	2009	Ba	Ca	Ca	B	Ba	Ba	14,5	B1
211	COFLE S.P.A.	2010	Ba	Caa	Ca	B	Ca	Baa	14	B1
212	COFLE S.P.A.	2011	Ba	Caa	Ca	Ba	Ca	Baa	14	B1
213	COFLE S.P.A.	2012	Ba	Ca	Ca	B	Ca	Baa	15,5	B2
214	COFLE S.P.A.	2013	Ba	Ca	Ca	B	Caa	Baa	15	B2
215	COFLE S.P.A.	2014	Ba	Ca	Ca	B	Caa	Baa	15,5	B2
216	COFLE S.P.A.	2015	B	Ca	Ca	B	Caa	Baa	15,5	B2
217	COFLE S.P.A.	2016	Ba	Ca	Ca	B	Ba	A	14	B1
218	COFLE S.P.A.	2017	Ba	Ca	Ca	B	Ca	Aa	14,5	B1
219	COFLE S.P.A.	2018	Ba	Caa	Ca	Ba	A	Aaa	11,5	Ba1
220	OTK KART GROUP SRL	2010	Baa	Baa	Ca	Baa	A	Aa	9	Baa2
221	OTK KART GROUP SRL	2011	Ba	Baa	Ca	Baa	Caa	Aa	11,5	Ba1
222	OTK KART GROUP SRL	2012	Ba	Ba	Ca	Baa	Baa	Aa	11,5	Ba1
223	OTK KART GROUP SRL	2013	Ba	Baa	Ca	A	Baa	Aa	10,5	Baa3
224	OTK KART GROUP SRL	2014	Ba	Ba	Caa	Baa	Baa	Aaa	11	Ba1
225	OTK KART GROUP SRL	2015	Ba	Ba	B	Baa	Caa	Aaa	11,5	Ba1
226	OTK KART GROUP SRL	2016	Ba	Ba	Ba	A	Aa	Aaa	9,5	Baa2
227	OTK KART GROUP SRL	2017	Aa	A	Ba	A	Ba	Aaa	5,5	A1
228	OTK KART GROUP SRL	2018	Baa	A	A	A	Aa	Aaa	5,5	A1
229	OTK KART GROUP SRL	2019	Baa	A	Aaa	A	Aa	Aaa	5	A1
230	FRESIA S.P.A.	2009	Ca	Ca	Ca	B	Ba	Ca	18,5	Caa2
231	FRESIA S.P.A.	2010	Baa	Ca	Ca	Caa	Caa	B	14,5	B1
232	FRESIA S.P.A.	2011	Ca	Ca	Ca	Caa	Baa	Ca	18,5	Caa2
233	FRESIA S.P.A.	2012	Baa	Ca	Ca	Caa	Caa	B	15	B2
234	FRESIA S.P.A.	2013	Baa	Ca	Ca	Caa	Baa	B	14	B1
235	FRESIA S.P.A.	2014	Baa	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	15	B2
236	FRESIA S.P.A.	2015	A	Baa	Ba	Ba	A	Baa	8	Baa1
237	FRESIA S.P.A.	2016	Ba	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	15,5	B2

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
238	FRESIA S.P.A.	2017	Caa	Ca	Ca	B	Ca	Caa	18	Caa2
239	FRESIA S.P.A.	2018	B	Ca	Ca	B	A	A	14,5	B1
240	CARLO RAMPINI S.P.A.	2010	Aaa	Baa	Ca	Baa	A	Aaa	5,5	A1
241	CARLO RAMPINI S.P.A.	2011	Baa	Ba	Ca	Baa	A	Aa	9	Baa2
242	CARLO RAMPINI S.P.A.	2012	Ba	Ca	Ca	Caa	Ca	A	15,5	B2
243	CARLO RAMPINI S.P.A.	2013	Ba	B	Ca	Ba	Aaa	Aaa	11	Ba1
244	CARLO RAMPINI S.P.A.	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
245	CARLO RAMPINI S.P.A.	2015	A	Caa	Ca	Ba	Ca	Aa	11,5	Ba1
246	CARLO RAMPINI S.P.A.	2016	Baa	Ca	Ca	B	Ca	Aa	12,5	Ba2
247	CARLO RAMPINI S.P.A.	2017	Ba	Ca	Ca	Caa	Baa	A	13,5	Ba3
248	CARLO RAMPINI S.P.A.	2018	Baa	Ca	Ca	B	Ca	Aa	13,5	Ba3
249	CARLO RAMPINI S.P.A.	2019	Baa	Ca	Ca	Caa	Ca	Aa	13	Ba3
250	J.A.S. MOTORSPORT S.R.L.	2009	Ba	Caa	Ca	Ba	Baa	Baa	14	B1
251	J.A.S. MOTORSPORT S.R.L.	2010	Baa	Ca	Ca	Caa	Ca	A	14	B1
252	J.A.S. MOTORSPORT S.R.L.	2011	Baa	Ca	Ca	Caa	Ca	A	14	B1
253	J.A.S. MOTORSPORT S.R.L.	2012	Ba	Caa	Ca	Ba	Ca	A	14	B1
254	J.A.S. MOTORSPORT S.R.L.	2013	Ba	B	Ca	Ba	Ca	Aa	12,5	Ba2
255	J.A.S. MOTORSPORT S.R.L.	2014	Baa	Ba	Ca	Ba	Ca	Aa	11	Ba1
256	J.A.S. MOTORSPORT S.R.L.	2015	Baa	Ba	Ca	Ba	Ca	Aa	11	Ba1
257	J.A.S. MOTORSPORT S.R.L.	2016	Ba	Ba	Ca	Baa	Ca	Aaa	12	Ba2
258	J.A.S. MOTORSPORT S.R.L.	2017	Baa	Ca	Ca	B	Ca	Aaa	13,5	Ba3
259	J.A.S. MOTORSPORT S.R.L.	2018	Ba	Ca	Ca	Ba	Aa	Baa	13	Ba3
260	ABARTH & C. S.P.A.	2010	Baa	Caa	Ba	B	Ba	Aaa	10	Baa3
261	ABARTH & C. S.P.A.	2011	A	Baa	Ba	Baa	Aa	Aaa	7	A3
262	ABARTH & C. S.P.A.	2012	Baa	Ba	Ba	Ba	B	Aaa	9	Baa2
263	ABARTH & C. S.P.A.	2013	A	Ba	Baa	Baa	A	Aaa	7,5	A3
264	ABARTH & C. S.P.A.	2014	Ba	Caa	Ca	Caa	Ca	Aaa	13,5	Ba3
265	ABARTH & C. S.P.A.	2015	Baa	Ba	Ca	Baa	B	Aaa	10,5	Baa3
266	ABARTH & C. S.P.A.	2016	Aaa	A	A	Baa	Aaa	Aaa	3,5	Aa2
267	ABARTH & C. S.P.A.	2017	Ba	Caa	Ca	Ca	Ca	Aaa	14,5	B1
268	ABARTH & C. S.P.A.	2018	Aaa	A	Aa	Baa	Aaa	Aaa	3	Aa2
269	ABARTH & C. S.P.A.	2019	Ba	Caa	Aaa	Caa	Aa	Aaa	11	Ba1
270	IAME - S.P.A.	2010	A	A	Ba	A	Aa	Aaa	6	A2
271	IAME - S.P.A.	2011	Aa	A	A	Ba	Aa	Aaa	4	Aa3
272	IAME - S.P.A.	2012	Aaa	Aa	A	A	Ba	Aaa	4	Aa3
273	IAME - S.P.A.	2013	A	Aa	Ba	Aa	A	Aaa	5	A1
274	IAME - S.P.A.	2014	Aaa	Aa	Ba	A	Ca	Aaa	5,5	A1
275	IAME - S.P.A.	2015	A	A	Baa	A	A	Aaa	5,5	A1
276	IAME - S.P.A.	2016	Baa	Baa	Ba	Baa	A	Aaa	7	A3
277	IAME - S.P.A.	2017	A	A	Baa	A	A	Aaa	6	A2
278	IAME - S.P.A.	2018	Baa	Aa	Baa	A	Caa	Aaa	7	A3
279	IAME - S.P.A.	2019	Baa	Aa	Aa	Baa	Aaa	Aaa	6	A2
280	MITSUBA ITALIA S.P.A.	2009	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
281	MITSUBA ITALIA S.P.A.	2010	Ba	Caa	Ca	B	Ba	Baa	13	Ba3
282	MITSUBA ITALIA S.P.A.	2011	B	B	Ba	Ca	Ca	Ba	15	B2
283	MITSUBA ITALIA S.P.A.	2012	B	Ca	Ca	Ca	Ca	B	17,5	Caa1
284	MITSUBA ITALIA S.P.A.	2013	Ba	Ba	Ca	Ba	Caa	Baa	12,5	Ba2
285	MITSUBA ITALIA S.P.A.	2014	A	Baa	B	Baa	Baa	A	8	Baa1

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
286	MITSUBA ITALIA S.P.A.	2015	A	A	Baa	A	A	A	6,5	A2
287	MITSUBA ITALIA S.P.A.	2016	Baa	Baa	A	Baa	Ba	A	8,5	Baa1
288	MITSUBA ITALIA S.P.A.	2017	Baa	Ca	Ba	Caa	Ca	Aaa	13	Ba3
289	MITSUBA ITALIA S.P.A.	2018	Ba	Caa	Caa	Caa	Ca	Baa	14,5	B1
290	FRATELLI MAZZOCCHIA S.P.A.	2009	Baa	Ca	Ca	Caa	B	Ba	14	B1
291	FRATELLI MAZZOCCHIA S.P.A.	2010	Ba	Ca	Ca	Caa	B	Ba	14,5	B1
292	FRATELLI MAZZOCCHIA S.P.A.	2011	Ba	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	15,5	B2
293	FRATELLI MAZZOCCHIA S.P.A.	2012	Ba	Ca	Ca	Caa	Caa	Ba	16	B3
294	FRATELLI MAZZOCCHIA S.P.A.	2013	Ba	Ca	Ca	Caa	Ca	Baa	15	B2
295	FRATELLI MAZZOCCHIA S.P.A.	2014	Baa	Ca	Ca	Caa	Ba	Ba	14	B1
296	FRATELLI MAZZOCCHIA S.P.A.	2015	Baa	Ca	Ca	B	Ba	Baa	13,5	Ba3
297	FRATELLI MAZZOCCHIA S.P.A.	2016	Baa	Ca	Ca	B	Ca	Baa	14	B1
298	FRATELLI MAZZOCCHIA S.P.A.	2017	A	Caa	Ca	Ba	Ba	A	11	Ba1
299	FRATELLI MAZZOCCHIA S.P.A.	2018	Baa	Ca	Ca	B	Baa	A	12,5	Ba2
300	ZEPHIR S.P.A.	2009	Aaa	Aa	Aa	A	Aa	Aaa	2	Aa1
301	ZEPHIR S.P.A.	2010	Aaa	Caa	Ca	Caa	Ca	Baa	11	Ba1
302	ZEPHIR S.P.A.	2011	Aaa	Caa	Ca	Ba	Baa	Baa	9	Baa2
303	ZEPHIR S.P.A.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	19,5	Caa3
304	ZEPHIR S.P.A.	2013	Ba	Ca	Ca	Ca	Ca	Ba	15,5	B2
305	ZEPHIR S.P.A.	2014	A	Ba	Ca	Ba	A	A	9,5	Baa2
306	ZEPHIR S.P.A.	2015	Aaa	Baa	Ca	Baa	Baa	Aa	7	A3
307	ZEPHIR S.P.A.	2016	A	A	Ca	Ca	Ca	Aa	10	Baa3
308	ZEPHIR S.P.A.	2017	A	Baa	Ca	Baa	Ba	Aa	8,5	Baa1
309	ZEPHIR S.P.A.	2018	Aa	A	Ca	Baa	Ca	Aaa	7	A3
310	LONGO EUROSERVICE S.R.L.	2009	Ba	Ca	Ca	Caa	B	A	15	B2
311	LONGO EUROSERVICE S.R.L.	2010	Ba	Ca	Ca	Caa	Baa	A	14,5	B1
312	LONGO EUROSERVICE S.R.L.	2011	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Baa	16	B3
313	LONGO EUROSERVICE S.R.L.	2012	Ba	Ca	Ca	Caa	Ca	Baa	15,5	B2
314	LONGO EUROSERVICE S.R.L.	2013	B	Ca	Ca	Caa	Caa	Baa	16	B3
315	LONGO EUROSERVICE S.R.L.	2014	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	16,5	B3
316	LONGO EUROSERVICE S.R.L.	2015	A	Caa	Ca	B	Ca	Aa	11	Ba1
317	LONGO EUROSERVICE S.R.L.	2016	Ba	Ca	Ca	Ba	Baa	A	13,5	Ba3
318	LONGO EUROSERVICE S.R.L.	2017	Aaa	Baa	Caa	Baa	Aa	Aaa	5	A1
319	LONGO EUROSERVICE S.R.L.	2018	Baa	Ba	Ca	Baa	B	Aa	10	Baa3
320	SCV S.R.L.	2009	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
321	SCV S.R.L.	2010	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
322	SCV S.R.L.	2011	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
323	SCV S.R.L.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
324	SCV S.R.L.	2013	Ba	Ca	Ca	B	Ca	Baa	15,5	B2
325	SCV S.R.L.	2014	B	Ca	Ba	Ba	Aaa	A	12,5	Ba2
326	SCV S.R.L.	2015	Ba	Baa	A	Baa	Aa	Aaa	8	Baa1
327	SCV S.R.L.	2016	Baa	Baa	Ba	Baa	Ca	Aaa	9,5	Baa2
328	SCV S.R.L.	2017	Ba	B	Caa	Aa	Aaa	Aaa	9	Baa2
329	SCV S.R.L.	2018	Ba	Baa	Caa	Baa	Ba	Aaa	10	Baa3
330	VERCARMODEL SARO S.R.L.	2009	Ba	Ca	Ca	Caa	B	A	14,5	B1
331	VERCARMODEL SARO S.R.L.	2010	B	Ca	Ca	Caa	Ca	A	16	B3
332	VERCARMODEL SARO S.R.L.	2011	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Baa	16,5	B3
333	VERCARMODEL SARO S.R.L.	2012	Ba	Caa	Ca	Caa	Aa	Baa	14	B1

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
334	VERCARMODEL SARO S.R.L.	2013	Ba	Ca	Ca	Ca	Ca	Ba	16,5	B3
335	VERCARMODEL SARO S.R.L.	2014	B	Caa	Ca	Ca	A	Baa	15	B2
336	VERCARMODEL SARO S.R.L.	2015	Ba	Caa	Ca	B	Ca	Baa	15,5	B2
337	VERCARMODEL SARO S.R.L.	2016	B	Ca	Ca	B	Caa	A	15,5	B2
338	VERCARMODEL SARO S.R.L.	2017	Baa	Ba	Ca	Baa	Ca	Aa	11	Ba1
339	VERCARMODEL SARO S.R.L.	2018	B	Ca	Ca	Caa	Ba	Ba	16	B3
340	ARTEGA INTERNATIONAL S.R.L.	2009	Ba	Ca	Ca	Caa	B	Ba	15	B2
341	ARTEGA INTERNATIONAL S.R.L.	2010	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	17,5	Caa1
342	ARTEGA INTERNATIONAL S.R.L.	2011	Ba	Ca	Ca	Caa	Ca	Baa	15,5	B2
343	ARTEGA INTERNATIONAL S.R.L.	2012	Ba	Ca	Ca	Caa	A	Baa	14,5	B1
344	ARTEGA INTERNATIONAL S.R.L.	2013	Aaa	Ca	Aaa	Ca	Aaa	B	8	Baa1
345	ARTEGA INTERNATIONAL S.R.L.	2014	Baa	Ca	Ca	Ba	Ca	Ba	14	B1
346	ARTEGA INTERNATIONAL S.R.L.	2015	Aa	Ba	Ca	Ba	Baa	Aa	8,5	Baa1
347	ARTEGA INTERNATIONAL S.R.L.	2016	Baa	Caa	Ca	B	Caa	A	12,5	Ba2
348	ARTEGA INTERNATIONAL S.R.L.	2017	A	Caa	Ca	Ba	Caa	Aa	11	Ba1
349	ARTEGA INTERNATIONAL S.R.L.	2018	Baa	Aa	Ca	Ba	Aaa	Aa	7,5	A3
350	A.R.I.S. S.R.L.	2009	B	Ca	Ca	Caa	B	B	17	Caa1
351	A.R.I.S. - S.R.L.	2010	Aaa	B	Ca	Ba	Ca	A	9,5	Baa2
352	A.R.I.S. - S.R.L.	2011	A	Ca	Ca	B	Ba	Baa	11,5	Ba1
353	A.R.I.S. - S.R.L.	2012	A	Ca	Ca	Caa	Caa	Ba	13,5	Ba3
354	A.R.I.S. - S.R.L.	2013	Baa	Ca	Ca	Caa	Baa	Ba	13,5	Ba3
355	A.R.I.S. - S.R.L.	2014	Aaa	Caa	Ca	Caa	Ca	Baa	11	Ba1
356	A.R.I.S. - S.R.L.	2015	A	Caa	Ca	Caa	Baa	Baa	11,5	Ba1
357	A.R.I.S. - S.R.L.	2016	Aa	Caa	Ca	Ba	Baa	Baa	10	Baa3
358	A.R.I.S. - S.R.L.	2017	Aaa	B	Ca	Ba	Baa	A	8,5	Baa1
359	A.R.I.S. - S.R.L.L.	2018	Aa	B	Ca	Ba	Ca	A	9,5	Baa2
360	ROLFO PLASTIC GALL S.R.L.	2009	Caa	Ca	Ca	Caa	B	Aaa	16	B3
361	ROLFO PLASTIC GALL S.R.L.	2010	Caa	Ca	Ca	Caa	Baa	A	17,5	Caa1
362	ROLFO PLASTIC GALL S.R.L.	2011	B	Ca	Ca	Ba	Ca	Aa	16	B3
363	ROLFO PLASTIC GALL S.R.L.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
364	ROLFO PLASTIC GALL S.R.L.	2013	B	Ca	Ca	Ca	Ca	Baa	17,5	Caa1
365	ROLFO PLASTIC GALL S.R.L.	2014	B	Ca	Ca	Caa	A	A	15,5	B2
366	ROLFO PLASTIC GALL S.R.L.	2015	B	Caa	Ca	B	A	Aa	14	B1
367	ROLFO PLASTIC GALL S.R.L.	2016	B	Ca	Ca	B	Ca	Aa	15,5	B2
368	ROLFO PLASTIC GALL S.R.L.	2017	Ba	Ca	Ca	B	Caa	Aa	14,5	B1
369	ROLFO PLASTIC GALL S.R.L.	2018	B	Caa	Ca	Ba	A	Aa	13	Ba3
370	MONCINI INDUSTRIE S.R.L.	2009	B	Ca	Ca	Caa	B	Baa	15,5	B2
371	MONCINI INDUSTRIE S.R.L.	2010	Ba	Ba	Ba	Ba	Aaa	Aaa	9,5	Baa2
372	MONCINI INDUSTRIE S.R.L.	2011	Caa	Ca	Ca	Caa	Ca	B	19	Caa3
373	MONCINI INDUSTRIE S.R.L.	2012	Ba	B	Ba	Ba	Aa	B	11,5	Ba1
374	MONCINI INDUSTRIE S.R.L.	2013	Ca	Ca	Caa	Caa	Ca	Ca	20	Ca
375	MONCINI INDUSTRIE S.R.L.	2014	Ca	Ca	Caa	Ca	Ca	Ca	19,5	Caa3
376	MONCINI INDUSTRIE S.R.L.	2015	B	Ca	Ca	B	Ca	Baa	16	B3
377	MONCINI INDUSTRIE S.R.L.	2016	B	Ca	Ca	Caa	A	A	14,5	B1
378	MONCINI INDUSTRIE S.R.L.	2017	Ba	Ca	Ca	Ba	Ca	A	14,5	B1
379	MONCINI INDUSTRIE S.R.L.	2018	Baa	Ca	Ca	Ba	Ba	A	13	Ba3
380	TATUUS RACING S.P.A.	2009	Baa	Ca	Ca	Ba	Baa	A	12,5	Ba2
381	TATUUS RACING S.P.A.	2010	Aa	Baa	Ca	Baa	Caa	Aaa	7,5	A3

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
382	TATUUS RACING S.P.A.	2011	A	B	Ca	B	Ca	Aaa	11	Ba1
383	TATUUS RACING S.P.A.	2012	Baa	B	Caa	Ba	A	Aaa	9,5	Baa2
384	TATUUS RACING S.P.A.	2013	Baa	Ba	B	Ba	A	Aaa	8,5	Baa1
385	TATUUS RACING S.P.A.	2014	B	Ca	Ca	B	Ca	Aaa	15,5	B2
386	TATUUS RACING S.P.A.	2015	Baa	Baa	Baa	Baa	Aaa	Aaa	6,5	A2
387	TATUUS RACING S.P.A.	2016	Aaa	Aa	Aa	Aaa	Aaa	Aaa	1,5	Aaa
388	TATUUS RACING S.P.A.	2017	Ca	Ca	Caa	Ca	Ca	Ca	20	Ca
389	TATUUS RACING S.P.A.	2018	Ba	Ca	Ca	B	Ca	Aaa	14	B1
390	NOVARINI S.R.L.	2009	B	Ca	Ca	B	Ba	A	14,5	B1
391	NOVARINI S.R.L.	2010	Ba	Ca	Ca	Ba	Ca	Baa	15,5	B2
392	NOVARINI S.R.L.	2011	Ba	Ca	Ca	Caa	B	Baa	15	B2
393	NOVARINI S.R.L.	2012	B	Ca	Ca	Ba	A	Ba	15	B2
394	NOVARINI S.R.L.	2013	Ba	Ca	Ca	B	Ca	Ba	16	B3
395	NOVARINI S.R.L.	2014	B	Ca	Ca	B	Caa	Ba	16,5	B3
396	NOVARINI S.R.L.	2015	B	Ca	B	Caa	A	A	14,5	B1
397	NOVARINI S.R.L.	2016	B	Ca	Caa	B	Ca	A	15,5	B2
398	NOVARINI S.R.L.	2017	B	Ca	Ca	B	Ca	A	16	B3
399	NOVARINI S.R.L.	2018	B	Ca	Caa	B	Baa	A	14,5	B1
400	C.R.G. S.R.L.	2010	Baa	Ba	Ca	Ba	Baa	Baa	10,5	Baa3
401	C.R.G. S.R.L.	2011	Caa	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	18,5	Caa2
402	C.R.G. S.R.L.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Baa	Ca	19	Caa3
403	C.R.G. S.R.L.	2013	B	Ca	Ca	Caa	Ca	B	17,5	Caa1
404	C.R.G. S.R.L.	2014	Ba	Caa	Ca	Caa	B	Ba	15	B2
405	C.R.G. S.R.L.	2015	Ba	Ca	Ca	Ca	Ca	Ba	15,5	B2
406	C.R.G. S.R.L.	2016	Ba	Ca	Ca	Ba	Ba	Ba	14	B1
407	C.R.G. S.R.L.	2017	Ba	Ca	Ca	B	Caa	Baa	15	B2
408	C.R.G. S.R.L.	2018	Ba	Ca	Ca	B	Caa	Baa	15,5	B2
409	C.R.G. S.R.L.	2019	Ca	Ca	Ca	Ca	B	Ca	19,5	Caa3
410	FASANO S.R.L.	2009	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
411	FASANO S.R.L.	2010	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
412	FASANO S.R.L.	2011	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
413	FASANO S.R.L.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20	Ca
414	FASANO S.R.L.	2013	Caa	Ca	Ca	Ca	Ba	Caa	18	Caa2
415	FASANO S.R.L.	2014	A	Ca	Ca	Ca	Ca	Ba	14	B1
416	FASANO S.R.L.	2015	Baa	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	14,5	B1
417	FASANO S.R.L.	2016	B	Ca	Ca	Caa	B	Ba	16	B3
418	FASANO S.R.L.	2017	Ba	Ca	Ca	Caa	A	Baa	14	B1
419	FASANO S.R.L.	2018	Baa	Ca	Ca	B	Baa	A	12	Ba2
420	TRIDENT MOTORSPORT S.R.L.	2010	Ca	Aaa	Aaa	Ca	Ca	Ca	14,5	B1
421	TRIDENT MOTORSPORT S.R.L.	2011	Ca	Ca	Aaa	Ca	Ca	Ca	18,5	Caa2
422	TRIDENT MOTORSPORT S.R.L.	2012	Aaa	Ca	Ca	Caa	Ca	Aaa	10	Baa3
423	TRIDENT MOTORSPORT S.R.L.	2013	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Aa	16,5	B3
424	TRIDENT MOTORSPORT S.R.L.	2014	Ba	Ca	Ca	Ba	Ca	Aaa	14	B1
425	TRIDENT MOTORSPORT S.R.L.	2015	Ba	B	Ca	Ba	Baa	Aa	12	Ba2
426	TRIDENT MOTORSPORT S.R.L.	2016	Ba	B	Ca	Ba	Ca	Aa	12,5	Ba2
427	TRIDENT MOTORSPORT S.R.L.	2017	Aa	A	Ca	A	Aa	Aaa	4,5	Aa3
428	TRIDENT MOTORSPORT S.R.L.	2018	Aaa	A	Ca	A	Baa	Aaa	5	A1
429	SINGULARITY & CO. S.P.A.	2009	Aa	A	Ca	A	Aa	Aaa	5,5	A1

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
430	SINGULARITY & CO. S.P.A.	2010	Aa	A	Ca	A	Ba	Aaa	6	A2
431	SINGULARITY & CO. S.P.A.	2011	Aa	Baa	Ca	Baa	Ca	Aa	7,5	A3
432	SINGULARITY & CO. S.P.A.	2012	Baa	Ca	Ca	Ba	Ca	A	13,5	Ba3
433	SINGULARITY & CO. S.P.A.	2013	Ba	Ca	Ca	B	Caa	Baa	15	B2
434	SINGULARITY & CO. S.P.A.	2014	Aaa	A	Ca	Baa	Aaa	Aaa	5	A1
435	SINGULARITY & CO. S.P.A.	2015	A	Ba	Ca	Baa	Ca	Aaa	10	Baa3
436	SINGULARITY & CO. S.P.A.	2016	A	A	Ca	A	Aa	Aaa	6,5	A2
437	SINGULARITY & CO. S.P.A.	2017	Ba	Baa	Ca	Baa	A	Aaa	10	Baa3
438	SINGULARITY & CO. S.P.A.	2018	Baa	Ba	Ca	Baa	Ca	Aaa	11	Ba1
439	ELLENA SRL	2009	Baa	B	Ca	Ba	Baa	A	11,5	Ba1
440	ELLENA SRL	2010	Ba	Ca	Ca	Caa	Ca	Baa	16	B3
441	ELLENA SRL	2011	Ba	Caa	Ca	B	Ca	A	13,5	Ba3
442	ELLENA SRL	2012	Baa	Baa	Ca	Ba	A	A	9,5	Baa2
443	ELLENA SRL	2013	Aa	A	Ca	Baa	Baa	Aaa	6,5	A2
444	ELLENA SRL	2014	Aa	A	Ca	Baa	B	Aaa	7,5	A3
445	ELLENA SRL	2015	A	Ba	Ca	Baa	Ca	Aaa	9	Baa2
446	ELLENA SRL	2016	Aaa	A	Ca	A	A	Aaa	5	A1
447	ELLENA SRL	2017	Aaa	Aa	A	A	Aa	Aaa	2,5	Aa1
448	ELLENA SRL	2018	Aaa	A	Baa	A	Caa	Aaa	4,5	Aa3
449	DR MOTOR COMPANY S.R.L.	2009	Baa	Ca	Ca	Caa	B	Ba	13,5	Ba3
450	DR MOTOR COMPANY S.R.L.	2010	Aa	Ca	Ca	B	Ca	Ba	11,5	Ba1
451	DR MOTOR COMPANY S.R.L.	2011	Ca	Ca	Ca	Ca	Ba	Ca	19,5	Caa3
452	DR MOTOR COMPANY S.R.L.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
453	DR MOTOR COMPANY S.R.L.	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
454	DR MOTOR COMPANY S.R.L.	2014	Baa	Ca	Ca	Aaa	Aaa	Baa	11	Ba1
455	DR MOTOR COMPANY S.R.L.	2015	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
456	DR MOTOR COMPANY S.R.L.	2016	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
457	DR MOTOR COMPANY S.R.L.	2017	Baa	Ca	Ca	Caa	B	Aaa	13	Ba3
458	DR MOTOR COMPANY S.R.L.	2018	B	Ca	Ca	Caa	Caa	Aaa	15	B2
459	PAROLIN RACING KART S.R.L.	2009	Caa	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	19,5	Caa3
460	PAROLIN RACING KART S.R.L.	2010	Ba	Ca	Ca	B	Ca	A	15,5	B2
461	PAROLIN RACING KART S.R.L.	2011	Ba	Ca	Ca	Caa	Ca	A	15,5	B2
462	PAROLIN RACING KART S.R.L.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20	Ca
463	PAROLIN RACING KART S.R.L.	2013	Ba	Ca	Ca	B	Baa	Baa	14,5	B1
464	PAROLIN RACING KART S.R.L.	2014	Ba	Ca	Ca	B	Baa	A	14	B1
465	PAROLIN RACING KART S.R.L.	2015	Baa	Ba	Ca	Ba	Baa	Aaa	10,5	Baa3
466	PAROLIN RACING KART S.R.L.	2016	Ba	Ba	Ca	Ba	B	Aaa	12	Ba2
467	PAROLIN RACING KART S.R.L.	2017	Ba	Caa	Ca	Ba	B	Aaa	13,5	Ba3
468	PAROLIN RACING KART S.R.L.	2018	Aaa	A	Ca	A	Ca	Aaa	6,5	A2
469	VANZETTO VEICOLI INDUSTRIALI S.R.L.	2009	Ca	Ca	Aaa	Caa	B	Ca	18	Caa2
470	VANZETTO VEICOLI INDUSTRIALI S.R.L.	2010	Ca	Ca	Aaa	Aaa	Aaa	Ca	14,5	B1
471	VANZETTO VEICOLI INDUSTRIALI S.R.L.	2011	Ca	Ca	Aaa	Aaa	Aaa	Ca	14,5	B1
472	VANZETTO VEICOLI INDUSTRIALI S.R.L.	2012	B	Ca	Ca	B	Ca	Baa	16,5	B3
473	VANZETTO VEICOLI INDUSTRIALI S.R.L.	2013	B	Ca	Ca	Caa	B	Baa	16,5	B3
474	VANZETTO VEICOLI INDUSTRIALI S.R.L.	2014	Baa	Caa	Ca	B	B	Aaa	12,5	Ba2
475	VANZETTO VEICOLI INDUSTRIALI S.R.L.	2015	Ba	Caa	Ca	Ca	Ca	Aaa	14,5	B1
476	VANZETTO VEICOLI INDUSTRIALI S.R.L.	2016	A	Ba	Ca	Ba	Ca	Aaa	10,5	Baa3
477	VANZETTO VEICOLI INDUSTRIALI S.R.L.	2017	Baa	Caa	Ca	Ba	Ba	Aaa	11	Ba1

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
478	VANZETTO VEICOLI INDUSTRIALI S.R.L.	2018	B	Ca	Ca	B	Baa	Aaa	14	B1
479	BREDA RACING S.R.L.	2009	A	Caa	Ca	B	Ba	Ba	11	Ba1
480	BREDA RACING S.R.L.	2010	A	Caa	Ca	B	Ca	Ba	12,5	Ba2
481	BREDA RACING S.R.L.	2011	Baa	Caa	Ca	B	Caa	Ba	13,5	Ba3
482	BREDA RACING S.R.L.	2012	Ba	Caa	Ca	Ba	Ba	Ba	13,5	Ba3
483	BREDA RACING S.R.L.	2013	Ba	Caa	Ca	Ba	Baa	Ba	13	Ba3
484	BREDA RACING S.R.L.	2014	Ba	Caa	Ca	Ba	Ca	Ba	14	B1
485	BREDA RACING S.R.L.	2015	Baa	B	Ca	Ba	Caa	Baa	12	Ba2
486	BREDA RACING S.R.L.	2016	Ba	Caa	Ca	Ba	Caa	A	13	Ba3
487	BREDA RACING S.R.L.	2017	Baa	B	Ca	Ba	B	A	12	Ba2
488	BREDA RACING S.R.L.	2018	A	Baa	Caa	Caa	Baa	Aa	9,5	Baa2
489	ALTRA S.P.A.	2010	Baa	B	Ca	Ba	Baa	Baa	11	Ba1
490	ALTRA S.P.A.	2011	Aaa	Baa	Ca	Baa	A	Aaa	6	A2
491	ALTRA S.P.A.	2012	Aa	A	Aa	A	Aaa	Aaa	2,5	Aa1
492	ALTRA S.P.A.	2013	Ba	Caa	Baa	Baa	Ca	Aaa	12,5	Ba2
493	ALTRA S.P.A.	2014	Caa	Ca	Ca	B	Ca	Aaa	16,5	B3
494	ALTRA S.P.A.	2015	Caa	Ca	Ca	Ba	A	Aaa	14,5	B1
495	ALTRA S.P.A.	2016	Ba	Ba	Ca	Baa	Aaa	Aaa	10	Baa3
496	ALTRA S.P.A.	2017	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	Ca	20	Ca
497	ALTRA S.P.A.	2018	B	Caa	Ca	Caa	Aaa	Aaa	13,5	Ba3
498	ALTRA S.P.A.	2019	Baa	B	Ca	Ba	Ca	Aaa	11,5	Ba1
499	BONETTI SRL	2009	Ba	Caa	Ca	B	Ba	Baa	13,5	Ba3
500	BONETTI SRL	2010	Ba	Caa	Ca	B	Caa	Baa	14	B1
501	BONETTI SRL	2011	Ba	Caa	Ca	B	Ca	Baa	15	B2
502	BONETTI SRL	2012	Ba	Ca	Ca	B	B	Ba	15	B2
503	BONETTI SRL	2013	Ba	Caa	Ca	B	Ca	Baa	15	B2
504	BONETTI SRL	2014	Baa	B	Ca	Ba	Baa	Baa	11,5	Ba1
505	BONETTI SRL	2015	Ba	Caa	Ca	B	A	Baa	14	B1
506	BONETTI SRL	2016	Ba	Ca	Ca	B	Ca	Baa	15,5	B2
507	BONETTI SRL	2017	Ba	Caa	Ca	B	Baa	Baa	14	B1
508	BONETTI SRL	2018	B	Ca	Ca	B	Ca	Ba	16	B3
509	ALKE' S.R.L.	2009	Aaa	Baa	Ca	Baa	A	Aaa	6	A2
510	ALKE' S.R.L.	2010	A	Baa	Ca	Baa	Ba	Aaa	8,5	Baa1
511	ALKE' S.R.L.	2011	Ba	Ca	Ca	B	Ca	Baa	16	B3
512	ALKE' S.R.L.	2012	Ba	Ca	Ca	B	Ca	Ba	16	B3
513	ALKE' S.R.L.	2013	Baa	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	15	B2
514	ALKE' S.R.L.	2014	Baa	Ca	Ca	B	Aa	Ba	13	Ba3
515	ALKE' S.R.L.	2015	Baa	Ca	Ca	B	Caa	Baa	14	B1
516	ALKE' S.R.L.	2016	Ca	Ca	Baa	Aaa	Aaa	Ca	15	B2
517	ALKE' S.R.L.	2017	Ca	Ca	Baa	Baa	Ca	Ca	18	Caa2
518	ALKE' S.R.L.	2018	Ba	B	Baa	Aa	Aa	Aaa	9	Baa2
519	INNOVATIVE PRODUCTS FOR KARTING S.R.L.	2010	Caa	Ca	Ca	Caa	Caa	Ca	19,5	Caa3
520	INNOVATIVE PRODUCTS FOR KARTING S.R.L.	2011	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
521	INNOVATIVE PRODUCTS FOR KARTING S.R.L.	2012	B	Ca	Ca	Ca	Ca	Aa	16	B3
522	INNOVATIVE PRODUCTS FOR KARTING S.R.L.	2013	B	Ca	Ca	Caa	B	Aaa	15,5	B2
523	INNOVATIVE PRODUCTS FOR KARTING S.R.L.	2014	Ba	Ca	Ca	B	Ca	Aa	14	B1
524	INNOVATIVE PRODUCTS FOR KARTING	2015	B	Ca	Ca	B	Ca	Aa	16	B3

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
525	INNOVATIVE PRODUCTS FOR KARTING S.R.L.	2016	B	Ca	Ca	B	B	Aa	15,5	B2
526	INNOVATIVE PRODUCTS FOR KARTING S.R.L.	2017	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Aa	16	B3
527	INNOVATIVE PRODUCTS FOR KARTING S.R.L.	2018	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Aa	16,5	B3
528	INNOVATIVE PRODUCTS FOR KARTING S.R.L.	2019	Ba	Ca	Ca	B	Ba	Aaa	13	Ba3
529	SCAU ECOLOGICA S.R.L.	2010	B	Ca	Ca	Caa	B	Baa	15,5	B2
530	SCAU ECOLOGICA S.R.L.	2011	Ba	Ca	Ca	Caa	Ca	Baa	15	B2
531	SCAU ECOLOGICA S.R.L.	2012	Baa	Ca	Ca	B	Ca	Baa	13,5	Ba3
532	SCAU ECOLOGICA S.R.L.	2013	A	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	12,5	Ba2
533	SCAU ECOLOGICA S.R.L.	2014	Aaa	Caa	Ca	Caa	Ba	Baa	10	Baa3
534	SCAU ECOLOGICA S.R.L.	2015	A	Ca	Ca	Caa	Caa	Ba	13	Ba3
535	SCAU ECOLOGICA S.R.L.	2016	Ba	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	15,5	B2
536	SCAU ECOLOGICA S.R.L.	2017	Baa	Ca	Ca	Caa	A	Ba	13,5	Ba3
537	SCAU ECOLOGICA S.R.L.	2018	Baa	Ca	Ca	Caa	Baa	B	14	B1
538	SCAU ECOLOGICA S.R.L.	2019	Baa	Ca	Ca	B	Aaa	Ba	12,5	Ba2
539	BELLAROSA G. GIOVANNI S.R.L.	2010	B	Ca	Ca	B	Ba	A	14,5	B1
540	BELLAROSA G. GIOVANNI S.R.L.	2011	B	Caa	Ca	B	Baa	A	14	B1
541	BELLAROSA G. GIOVANNI S.R.L.	2012	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Baa	17,5	Caa1
542	BELLAROSA G. GIOVANNI S.R.L.	2013	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Baa	17	Caa1
543	BELLAROSA G. GIOVANNI S.R.L.	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	A	Ca	19	Caa3
544	BELLAROSA G. GIOVANNI S.R.L.	2015	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Baa	16	B3
545	BELLAROSA G. GIOVANNI S.R.L.	2016	B	Ca	Ca	B	Ba	Aa	15,5	B2
546	BELLAROSA G. GIOVANNI S.R.L.	2017	Baa	Ba	Ca	Ba	Ba	Aa	10	Baa3
547	BELLAROSA G. GIOVANNI S.R.L.	2018	Ba	Caa	Ca	Ba	Ca	Aaa	13,5	Ba3
548	BELLAROSA G. GIOVANNI S.R.L.	2019	Ba	Caa	Caa	Ba	Ba	Aaa	12,5	Ba2
549	OFFICINE MOTTOLA - S.R.L.	2009	A	Ca	Ca	B	Ba	Baa	12	Ba2
550	OFFICINE MOTTOLA - S.R.L.	2010	Baa	Baa	A	Baa	Aaa	Baa	8	Baa1
551	OFFICINE MOTTOLA - S.R.L.	2011	Baa	Caa	Ca	Ba	Ca	Aaa	12,5	Ba2
552	OFFICINE MOTTOLA - S.R.L.	2012	Ba	Ca	B	B	B	Aa	13	Ba3
553	OFFICINE MOTTOLA - S.R.L.	2013	Baa	B	Ca	Ba	Ca	Aa	12,5	Ba2
554	OFFICINE MOTTOLA - S.R.L.	2014	Baa	B	Ca	Ba	A	Aa	11	Ba1
555	OFFICINE MOTTOLA - S.R.L.	2015	Ba	B	Ca	Ba	Aa	Aaa	11	Ba1
556	OFFICINE MOTTOLA - S.R.L.	2016	B	Ca	Ca	B	Ca	A	15,5	B2
557	OFFICINE MOTTOLA - S.R.L.	2017	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	Ca	20	Ca
558	OFFICINE MOTTOLA - S.R.L.	2018	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Baa	16,5	B3
559	MARCHESI & C. S.R.L.	2009	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
560	MARCHESI & C. S.R.L.	2010	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
561	MARCHESI & C. S.R.L.	2011	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20	Ca
562	MARCHESI & C. S.R.L.	2012	Ba	Ca	Ca	Caa	Ba	Ba	15,5	B2
563	MARCHESI & C. S.R.L.	2013	Ba	Ca	Ca	Caa	B	Ba	16	B3
564	MARCHESI & C. S.R.L.	2014	B	Ca	Ca	Ca	Ca	B	17	Caa1
565	MARCHESI & C. S.R.L.	2015	Ba	Ca	Ca	Caa	Caa	Baa	15,5	B2
566	MARCHESI & C. S.R.L.	2016	Ba	Ca	Ca	B	Ba	Baa	14,5	B1
567	MARCHESI & C. S.R.L.	2017	Ba	Ca	Ca	B	Ca	Baa	15,5	B2
568	MARCHESI & C. S.R.L.	2018	Ba	Ca	Ca	B	A	Baa	13,5	Ba3
569	TECNO SYSTEM S.R.L.	2010	Ba	Ca	Caa	Caa	B	Aaa	13,5	Ba3
570	TECNO SYSTEM S.R.L.	2011	A	Baa	Baa	Ba	Aa	Aaa	6	A2
571	TECNO SYSTEM S.R.L.	2012	Aa	Baa	Baa	Baa	B	Aaa	6,5	A2

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
572	TECNO SYSTEM S.R.L.	2013	Aa	Baa	A	Baa	Aa	Aaa	4,5	Aa3
573	TECNO SYSTEM S.R.L.	2014	Baa	Ba	Ba	Ba	Ca	Aaa	9,5	Baa2
574	TECNO SYSTEM S.R.L.	2015	Baa	Ba	A	Baa	A	Aaa	8	Baa1
575	TECNO SYSTEM S.R.L.	2016	Aaa	A	A	A	Caa	Aaa	4,5	Aa3
576	TECNO SYSTEM S.R.L.	2017	Aa	A	A	Baa	A	Aaa	4,5	Aa3
577	TECNO SYSTEM S.R.L.	2018	Aaa	Aa	Aaa	A	Aa	Aaa	2	Aa1
578	TECNO SYSTEM S.R.L.	2019	Aaa	Aa	Ca	Aa	Ca	Aaa	5,5	A1
579	ITALCAR INDUSTRIAL S.R.L.	2009	B	Ca	Ca	Caa	B	Baa	16,5	B3
580	ITALCAR INDUSTRIAL S.R.L.	2010	B	Ca	Ca	Caa	Baa	A	15,5	B2
581	ITALCAR INDUSTRIAL S.R.L.	2011	B	Ca	Ca	Caa	Ca	A	16,5	B3
582	ITALCAR INDUSTRIAL S.R.L.	2012	Ba	Ca	Ca	B	Caa	A	15	B2
583	ITALCAR INDUSTRIAL S.R.L.	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	Baa	Ca	19	Caa3
584	ITALCAR INDUSTRIAL S.R.L.	2014	Ba	Caa	Ca	Ba	Ca	Aa	14	B1
585	ITALCAR INDUSTRIAL S.R.L.	2015	Ba	Ca	Ca	B	Ca	Aa	15	B2
586	ITALCAR INDUSTRIAL S.R.L.	2016	Ba	Caa	Ca	Ba	Ba	A	13,5	Ba3
587	ITALCAR INDUSTRIAL S.R.L.	2017	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	17	Caa1
588	ITALCAR INDUSTRIAL S.R.L.	2018	Ba	Ca	Ca	B	Ca	Baa	15	B2
589	MALECO S.R.L.	2009	Ba	Ca	Ca	Caa	B	Baa	15	B2
590	MALECO S.R.L.	2010	Aa	Baa	Ca	Ba	Ca	Aa	9	Baa2
591	MALECO S.R.L.	2011	Ba	Ca	Ca	B	Ca	Aa	14	B1
592	MALECO S.R.L.	2012	Baa	Ba	Ca	Ba	Aa	Aa	9,5	Baa2
593	MALECO S.R.L.	2013	B	Ca	Ca	B	Ca	Baa	16	B3
594	MALECO S.R.L.	2014	B	Ca	Ca	Caa	B	Baa	15,5	B2
595	MALECO S.R.L.	2015	Ba	Caa	Ca	B	Ca	Baa	14,5	B1
596	MALECO S.R.L.	2016	Baa	B	Ca	Ba	Caa	Aa	11,5	Ba1
597	MALECO S.R.L.	2017	Aaa	A	B	A	A	Aaa	4,5	Aa3
598	MALECO S.R.L.	2018	Aaa	A	B	A	Aa	Aaa	4	Aa3
599	QUADDY S.R.L.	2009	Ba	A	Ca	Ba	Baa	Aaa	9,5	Baa2
600	QUADDY S.R.L.	2010	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
601	QUADDY S.R.L.	2011	Caa	Ca	Ba	Ba	Aaa	Aa	13,5	Ba3
602	QUADDY S.R.L.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20	Ca
603	QUADDY S.R.L.	2013	B	Ba	Baa	Ba	Aaa	Aaa	10	Baa3
604	QUADDY S.R.L.	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
605	QUADDY S.R.L.	2015	Ba	Ba	Caa	Ba	Ca	Aaa	12	Ba2
606	QUADDY S.R.L.	2016	Aaa	Aa	Aa	Aa	Aaa	Aaa	1,5	Aaa
607	QUADDY S.R.L.	2017	A	A	Aa	Baa	Ca	Aaa	6	A2
608	QUADDY S.R.L.	2018	Baa	A	Aa	A	Baa	Aaa	6,5	A2
609	SKEMA SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	2009	Aaa	Aa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	1	Aaa
610	SKEMA SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	2010	Aaa	Aa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	0,5	Aaa
611	SKEMA SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	2011	Aaa	Aa	A	Aaa	Aaa	Aaa	1	Aaa
612	SKEMA SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	2012	Aaa	Aa	Ba	Aaa	Baa	Aaa	3	Aa2
613	SKEMA SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	2013	Aaa	Aaa	A	Aaa	Aaa	Aaa	1	Aaa
614	SKEMA SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	2014	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	0,5	Aaa
615	SKEMA SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	2015	Aaa	Aa	Aaa	Aaa	Aa	Aaa	1	Aaa
616	SKEMA SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	2016	Aaa	Aa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	1	Aaa
617	SKEMA SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	2017	Aaa	Aa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	1,5	Aaa

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
618	SKEMA SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	2018	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	0,5	Aaa
619	EUROPA - CAR S.R.L.	2009	Aa	Baa	Ca	Baa	A	Aa	6,5	A2
620	EUROPA - CAR S.R.L.	2010	Aa	Baa	Ca	A	Baa	Aaa	6,5	A2
621	EUROPA - CAR S.R.L.	2011	Aa	A	Ca	A	A	Aaa	6	A2
622	EUROPA - CAR S.R.L.	2012	Baa	A	Ca	A	Aaa	Aaa	6,5	A2
623	EUROPA - CAR S.R.L.	2013	Ba	Ba	Ca	Baa	A	Aaa	10,5	Baa3
624	EUROPA - CAR S.R.L.	2014	Ba	Ba	Ca	Baa	Baa	Aaa	10,5	Baa3
625	EUROPA - CAR S.R.L.	2015	Baa	Baa	Ca	A	Aaa	Aaa	8	Baa1
626	EUROPA - CAR S.R.L.	2016	A	Baa	Ca	A	B	Aaa	8	Baa1
627	EUROPA - CAR S.R.L.	2017	Baa	Ba	Caa	Baa	Baa	Aaa	10	Baa3
628	EUROPA - CAR S.R.L.	2018	Baa	A	A	A	Aaa	Aaa	5,5	A1
629	NEW FLORENCE CAMPER S.R.L.	2009	Caa	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	19,5	Caa3
630	NEW FLORENCE CAMPER S.R.L.	2010	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Baa	17	Caa1
631	NEW FLORENCE CAMPER S.R.L.	2011	Caa	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	19,5	Caa3
632	NEW FLORENCE CAMPER S.R.L.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
633	NEW FLORENCE CAMPER S.R.L.	2013	B	Ca	Ca	Ca	Aa	B	16,5	B3
634	NEW FLORENCE CAMPER S.R.L.	2014	B	Ca	Ca	Ca	Ca	Ba	17,5	Caa1
635	NEW FLORENCE CAMPER S.R.L.	2015	Caa	Ca	Ca	Caa	Baa	B	17	Caa1
636	NEW FLORENCE CAMPER S.R.L.	2016	Caa	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	18	Caa2
637	NEW FLORENCE CAMPER S.R.L.	2017	B	Ca	Ca	B	Caa	A	16	B3
638	NEW FLORENCE CAMPER S.R.L.	2018	B	Ca	Ca	B	Caa	Aaa	15,5	B2
639	ENERGY CORSE S.R.L.	2010	B	Ca	Ca	Caa	B	A	16	B3
640	ENERGY CORSE S.R.L.	2011	B	Ca	Ca	Caa	Ca	A	16	B3
641	ENERGY CORSE S.R.L.	2012	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	16,5	B3
642	ENERGY CORSE S.R.L.	2013	Ba	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	16,5	B3
643	ENERGY CORSE S.R.L.	2014	Ba	Ca	Ca	Caa	Caa	Ba	16	B3
644	ENERGY CORSE S.R.L.	2015	Ba	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	16,5	B3
645	ENERGY CORSE S.R.L.	2016	Ba	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	16	B3
646	ENERGY CORSE S.R.L.	2017	Ba	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	16	B3
647	ENERGY CORSE S.R.L.	2018	Ba	Ca	Ca	Caa	Caa	Ba	16	B3
648	ENERGY CORSE S.R.L.	2019	B	Ca	Ca	Caa	Ba	Baa	15,5	B2
649	CARPEN CAR S.R.L.	2009	B	Ca	Ca	Caa	B	B	16,5	B3
650	CARPEN CAR S.R.L.	2010	Ba	Ca	Ca	Ba	Baa	Baa	13,5	Ba3
651	CARPEN CAR S.R.L.	2011	Baa	Caa	Ca	B	Baa	A	12	Ba2
652	CARPEN CAR S.R.L.	2012	Ba	Ca	Ca	B	B	Baa	14	B1
653	CARPEN CAR S.R.L.	2013	Baa	Caa	Ca	Ba	Ba	A	12,5	Ba2
654	CARPEN CAR S.R.L.	2014	Baa	B	Ca	Caa	B	Aa	12	Ba2
655	CARPEN CAR S.R.L.	2015	Baa	Caa	Ca	Ba	B	Aa	12	Ba2
656	CARPEN CAR S.R.L.	2016	Baa	Caa	Ca	Caa	Ca	Aaa	12,5	Ba2
657	CARPEN CAR S.R.L.	2017	A	B	Ca	Ba	Ba	Aaa	10	Baa3
658	CARPEN CAR S.R.L.	2018	A	B	Ca	Ba	Ca	Aa	11	Ba1
659	NOMECC S.R.L.	2009	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
660	NOMECC S.R.L.	2010	Ba	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	16	B3
661	NOMECC S.R.L.	2011	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
662	NOMECC S.R.L.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
663	NOMECC S.R.L.	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
664	NOMECC S.R.L.	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
665	NOMECC S.R.L.	2015	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
666	NOMECC S.R.L.	2016	Baa	Caa	Ca	Ba	Ba	A	11,5	Ba1
667	NOMECC S.R.L.	2017	Ba	Ca	Ca	B	Ca	A	14	B1
668	NOMECC S.R.L.	2018	Caa	Ca	Ca	Caa	Ca	B	18	Caa2
669	ALFAZERO S.P.A.	2009	Baa	Ca	Ca	Caa	B	Baa	14	B1
670	ALFAZERO S.P.A.	2010	A	Ca	Ca	B	Aa	A	11	Ba1
671	ALFAZERO S.P.A.	2011	Ca	Ca	Ca	Caa	A	Ca	18,5	Caa2
672	ALFAZERO S.P.A.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	A	Ca	19	Caa3
673	ALFAZERO S.P.A.	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
674	ALFAZERO S.P.A.	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
675	ALFAZERO S.P.A.	2015	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
676	ALFAZERO S.P.A.	2016	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
677	ALFAZERO S.P.A.	2017	Ca	Ca	Caa	Ca	Ca	Ca	20	Ca
678	ALFAZERO S.P.A.	2018	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
679	ITALTECNICA - S.R.L.	2009	Aa	Caa	Ca	Ba	Baa	A	10	Baa3
680	ITALTECNICA - S.R.L.	2010	Aa	B	Ca	Ba	Baa	A	9	Baa2
681	ITALTECNICA - S.R.L.	2011	A	Caa	Ca	B	Ca	A	11,5	Ba1
682	ITALTECNICA - S.R.L.	2012	Aa	Caa	Ca	Ba	A	A	9,5	Baa2
683	ITALTECNICA - S.R.L.	2013	Baa	B	Ca	Ba	Baa	Aa	10,5	Baa3
684	ITALTECNICA - S.R.L.	2014	A	Ba	Caa	Baa	A	Aaa	8	Baa1
685	ITALTECNICA - S.R.L.	2015	Aa	Baa	Caa	Baa	Baa	Aaa	6	A2
686	ITALTECNICA - S.R.L.	2016	Aa	Baa	Ca	Baa	Ca	Aaa	7,5	A3
687	ITALTECNICA - S.R.L.	2017	Aaa	Baa	Ca	Baa	Ca	Aaa	7,5	A3
688	ITALTECNICA - S.R.L.	2018	A	Ba	B	Ba	Aa	Aaa	7,5	A3
689	VIP SRL	2010	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
690	VIP SRL	2011	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
691	VIP SRL	2012	Ba	Ca	Ca	Ca	Aa	B	15	B2
692	VIP SRL	2013	Baa	Caa	Ca	Caa	Ca	Ba	14,5	B1
693	VIP SRL	2014	Ba	Ca	Ca	Caa	Ba	Ba	15	B2
694	VIP SRL	2015	Baa	Caa	Ca	B	Ca	Baa	13	Ba3
695	VIP SRL	2016	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	16,5	B3
696	VIP SRL	2017	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	16,5	B3
697	VIP SRL	2018	Ba	Ca	Ca	Caa	Caa	Baa	15,5	B2
698	VIP SRL	2019	Ba	Ca	Ca	Caa	Caa	Baa	15,5	B2
699	ESAGONO ENERGIA S.R.L.	2009	Baa	Aa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	3,5	Aa2
700	ESAGONO ENERGIA S.R.L.	2010	Caa	Ca	Ba	Caa	Ca	Aaa	16	B3
701	ESAGONO ENERGIA S.R.L.	2011	Ba	Ca	Ca	Caa	Ca	Aaa	15	B2
702	ESAGONO ENERGIA S.R.L.	2012	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Aa	16,5	B3
703	ESAGONO ENERGIA S.R.L.	2013	A	Ca	Ca	Caa	Ca	Baa	12,5	Ba2
704	ESAGONO ENERGIA S.R.L.	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
705	ESAGONO ENERGIA S.R.L.	2015	Ba	Ca	Ca	Ca	Ca	Ba	15,5	B2
706	ESAGONO ENERGIA S.R.L.	2016	Ba	Ca	Ca	Caa	Ca	B	16,5	B3
707	ESAGONO ENERGIA S.R.L.	2017	Aa	Ca	Ca	Caa	Ca	Baa	12	Ba2
708	ESAGONO ENERGIA S.R.L.	2018	A	Ca	Ca	Ca	Ca	Baa	13,5	Ba3
709	COSTRUZIONI VEICOLI SPECIALI S.R.L.	2010	Ba	Caa	Ca	Ba	Baa	Aaa	12,5	Ba2
710	COSTRUZIONI VEICOLI SPECIALI S.R.L.	2011	B	Ca	Caa	B	Aa	Aa	13,5	Ba3
711	COSTRUZIONI VEICOLI SPECIALI S.R.L.	2012	Ba	Caa	Ca	Ba	Ca	Aa	13	Ba3
712	COSTRUZIONI VEICOLI SPECIALI S.R.L.	2013	B	Ca	Ca	B	A	A	15	B2

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
713	COSTRUZIONI VEICOLI SPECIALI S.R.L.	2014	Ba	Caa	B	Baa	Ba	Aaa	11,5	Ba1
714	COSTRUZIONI VEICOLI SPECIALI S.R.L.	2015	B	Caa	Ba	Ba	A	Aaa	12,5	Ba2
715	COSTRUZIONI VEICOLI SPECIALI S.R.L.	2016	Ba	Caa	Ba	Ba	Ca	Aaa	13,5	Ba3
716	COSTRUZIONI VEICOLI SPECIALI S.R.L.	2017	Baa	Baa	Baa	A	A	Aaa	8	Baa1
717	COSTRUZIONI VEICOLI SPECIALI S.R.L.	2018	Ba	B	A	Baa	A	Aaa	9,5	Baa2
718	COSTRUZIONI VEICOLI SPECIALI S.R.L.	2019	Ba	Baa	A	Baa	B	Aaa	9	Baa2
719	ECO.TEC. S.R.L.	2009	Baa	B	Ca	B	Ba	Aaa	10,5	Baa3
720	ECO.TEC. S.R.L.	2010	Ba	Caa	Ca	B	B	Aaa	13,5	Ba3
721	ECO.TEC. S.R.L.	2011	Ba	Ca	Ca	B	Ca	Aaa	14,5	B1
722	ECO.TEC. S.R.L.	2012	Caa	Ca	Ca	Caa	B	Ca	19	Caa3
723	ECO.TEC. S.R.L.	2013	Caa	Ca	Ca	Caa	Ca	Caa	18,5	Caa2
724	ECO.TEC. S.R.L.	2014	Ba	Caa	Ca	B	Ca	A	14	B1
725	ECO.TEC. S.R.L.	2015	Ba	Ca	B	Ba	Aa	A	12,5	Ba2
726	ECO.TEC. S.R.L.	2016	B	Ca	Caa	Caa	Ca	Ba	17	Caa1
727	ECO.TEC. S.R.L.	2017	Ba	Caa	Caa	Ba	Ca	Aa	13,5	Ba3
728	ECO.TEC. S.R.L.	2018	Ba	Caa	Ca	Baa	A	Aaa	12	Ba2
729	TBKART S.R.L.	2009	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
730	TBKART S.R.L.	2010	A	Baa	Ca	Ca	Ca	Aaa	10,5	Baa3
731	TBKART S.R.L.	2011	Aaa	Caa	Ca	Ba	Ca	Aa	9,5	Baa2
732	TBKART S.R.L.	2012	Ca	Ca	Ca	Ba	A	Ca	18	Caa2
733	TBKART S.R.L.	2013	A	B	Ca	Ba	Ca	A	11,5	Ba1
734	TBKART S.R.L.	2014	Ba	Caa	Ca	B	Ca	Baa	14,5	B1
735	TBKART S.R.L.	2015	Ba	Ca	Ca	B	Ca	Baa	14,5	B1
736	TBKART S.R.L.	2016	B	Ca	Ca	B	B	Baa	15,5	B2
737	TBKART S.R.L.	2017	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	17	Caa1
738	TBKART S.R.L.	2018	B	Ca	Ca	Caa	B	Ba	16	B3
739	T.C. S.R.L.	2009	Ba	Ca	Ca	B	Ba	Baa	15	B2
740	T.C. S.R.L.	2010	Baa	Caa	Ca	Ba	B	A	13	Ba3
741	T.C. S.R.L.	2011	Baa	B	Ca	Ba	B	A	12,5	Ba2
742	T.C. S.R.L.	2012	A	Ba	Ca	Baa	Baa	A	9	Baa2
743	T.C. S.R.L.	2013	Baa	Ba	Ca	Baa	Caa	A	11,5	Ba1
744	T.C. S.R.L.	2014	A	Ba	Ca	Ba	Ca	Aa	10,5	Baa3
745	T.C. S.R.L.	2015	A	Ba	Ca	Ba	Ca	Aaa	10	Baa3
746	T.C. S.R.L.	2016	A	Ba	Ca	Baa	Baa	Aaa	9	Baa2
747	T.C. S.R.L.	2017	Baa	Ba	Ca	Baa	Ba	Aaa	9,5	Baa2
748	T.C. S.R.L.	2018	A	Baa	Ca	Baa	A	Aaa	7,5	A3
749	BREDAMENARINIBUS – S.P.A.	2010	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
750	BREDAMENARINIBUS – S.P.A.	2011	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
751	BREDAMENARINIBUS – S.P.A.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
752	BREDAMENARINIBUS – S.P.A.	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
753	BREDAMENARINIBUS – S.P.A.	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
754	BREDAMENARINIBUS – S.P.A.	2015	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
755	BREDAMENARINIBUS – S.P.A.	2016	Ca	Ca	Ca	Ca	A	Ca	19	Caa3
756	BREDAMENARINIBUS – S.P.A.	2017	Ca	Ca	Ca	Ca	A	Ca	19	Caa3
757	BREDAMENARINIBUS – S.P.A.	2018	Aaa	Baa	Ca	Ca	Ca	Baa	9	Baa2
758	BREDAMENARINIBUS – S.P.A.	2019	Ca	Ca	Ca	Aaa	Ca	Ca	18,5	Caa2
759	EPAPOWER S.R.L.	2009	Aaa	B	Ca	Ba	Baa	Aaa	7,5	A3
760	EPAPOWER S.R.L.	2010	Aaa	Baa	Ca	Baa	Ca	Aaa	7,5	A3

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
761	EPAPOWER S.R.L.	2011	Aaa	Ba	Ca	Baa	Ba	Aaa	7	A3
762	EPAPOWER S.R.L.	2012	Aaa	Ba	Ca	Baa	Ca	Aaa	8	Baa1
763	EPAPOWER S.R.L.	2013	Aaa	Baa	Ba	Baa	Aa	Aaa	4,5	Aa3
764	EPAPOWER S.R.L.	2014	A	Ca	Ca	Ba	Ca	Aaa	12	Ba2
765	EPAPOWER S.R.L.	2015	A	B	B	Ba	Baa	Aaa	8,5	Baa1
766	EPAPOWER S.R.L.	2016	Aa	Ba	B	Baa	A	Aaa	6,5	A2
767	EPAPOWER S.R.L.	2017	Aa	Baa	Ba	A	Aaa	Aaa	5	A1
768	EPAPOWER S.R.L.	2018	A	B	B	Baa	B	Aaa	9	Baa2
769	ROMANITAL S.R.L.	2009	A	Caa	Ca	B	Ba	A	11	Ba1
770	ROMANITAL S.R.L.	2010	Ca	Ca	Ca	Ca	Baa	Ca	19,5	Caa3
771	ROMANITAL S.R.L.	2011	B	Ca	Ca	Caa	Ba	B	16	B3
772	ROMANITAL S.R.L.	2012	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	Ca	20	Ca
773	ROMANITAL S.R.L.	2013	Aaa	Ca	Ca	B	Caa	Ba	11	Ba1
774	ROMANITAL S.R.L.	2014	Ba	Ca	Ca	Caa	Baa	B	15	B2
775	ROMANITAL S.R.L.	2015	B	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	17,5	Caa1
776	ROMANITAL S.R.L.	2016	Ba	Ca	Ca	Caa	Ba	Baa	14	B1
777	ROMANITAL S.R.L.	2017	Ba	Ca	Ca	Caa	B	Baa	15	B2
778	ROMANITAL S.R.L.	2018	B	Ca	Ca	Ca	A	Caa	16,5	B3
779	MARANELLO KART S.R.L.	2009	Ca	Ca	Ca	Caa	B	Ca	19,5	Caa3
780	MARANELLO KART S.R.L.	2010	Ca	Ca	Ca	Ca	Aa	Ca	18,5	Caa2
781	MARANELLO KART S.R.L.	2011	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
782	MARANELLO KART S.R.L.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Ba	Ca	19,5	Caa3
783	MARANELLO KART S.R.L.	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
784	MARANELLO KART S.R.L.	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
785	MARANELLO KART S.R.L.	2015	Caa	Ca	Ca	Ca	Ba	B	17,5	Caa1
786	MARANELLO KART S.R.L.	2016	Ba	Ca	Caa	B	Baa	Aaa	12	Ba2
787	MARANELLO KART S.R.L.	2017	B	Ca	B	Caa	B	A	15	B2
788	MARANELLO KART S.R.L.	2018	B	Ca	B	Caa	Ca	Aa	15	B2
789	TURBOMEPS S.R.L.	2009	Ca	Ca	Ca	Caa	B	Ca	19,5	Caa3
790	TURBOMEPS S.R.L.	2010	A	Baa	B	A	A	Aaa	7	A3
791	TURBOMEPS S.R.L.	2011	Baa	Ba	Caa	Baa	Ca	Aaa	10,5	Baa3
792	TURBOMEPS S.R.L.	2012	A	A	Ba	A	Ba	Aaa	6	A2
793	TURBOMEPS S.R.L.	2013	Aa	Aa	Ba	Aa	A	Aaa	4	Aa3
794	TURBOMEPS S.R.L.	2014	B	Ca	Aaa	Ba	Aaa	Aaa	11,5	Ba1
795	TURBOMEPS S.R.L.	2015	A	A	Aaa	A	Aaa	Aaa	3,5	Aa2
796	TURBOMEPS S.R.L.	2016	Aaa	Aa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	1,5	Aaa
797	TURBOMEPS S.R.L.	2017	Aaa	Aa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	1,5	Aaa
798	TURBOMEPS S.R.L.	2018	Aaa	Aa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	1,5	Aaa
799	CAMPER SERVICES S.R.L.	2010	Ba	Caa	Ca	B	Ba	A	13	Ba3
800	CAMPER SERVICES S.R.L.	2011	Ba	Caa	Ca	Caa	Caa	A	14	B1
801	CAMPER SERVICES S.R.L.	2012	A	Ba	Ca	Ba	Baa	A	10	Baa3
802	CAMPER SERVICES S.R.L.	2013	B	Ca	Ca	Ca	Aa	Ba	15,5	B2
803	CAMPER SERVICES S.R.L.	2014	Baa	Baa	Ca	Ba	A	Aa	9,5	Baa2
804	CAMPER SERVICES S.R.L.	2015	B	Caa	Caa	Ca	Baa	Baa	15,5	B2
805	CAMPER SERVICES S.R.L.	2016	B	Ca	Ca	Ca	Ca	Baa	16,5	B3
806	CAMPER SERVICES S.R.L.	2017	B	Ca	Ca	Caa	Ca	A	16,5	B3
807	CAMPER SERVICES S.R.L.	2018	Ba	Caa	Ca	B	Ca	Aaa	14	B1
808	CAMPER SERVICES S.R.L.	2019	B	Ca	Ca	B	Ca	Ba	17	Caa1

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
809	NUOVA CAMPER MAROSTICA S.R.L.	2009	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	Ca	20	Ca
810	NUOVA CAMPER MAROSTICA S.R.L.	2010	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
811	NUOVA CAMPER MAROSTICA S.R.L.	2011	Ba	Ca	Ca	Ca	Ca	Ba	16	B3
812	NUOVA CAMPER MAROSTICA S.R.L.	2012	B	Ca	Ca	Caa	Caa	Ba	16,5	B3
813	NUOVA CAMPER MAROSTICA S.R.L.	2013	A	Ca	Ca	Caa	Ca	B	13,5	Ba3
814	NUOVA CAMPER MAROSTICA S.R.L.	2014	Baa	Ca	Ca	Caa	Caa	B	15	B2
815	NUOVA CAMPER MAROSTICA S.R.L.	2015	Ba	Ca	Ca	Ca	A	B	15,5	B2
816	NUOVA CAMPER MAROSTICA S.R.L.	2016	Ba	Ca	Ca	Caa	Caa	B	16	B3
817	NUOVA CAMPER MAROSTICA S.R.L.	2017	B	Ca	Ca	Caa	B	A	16,5	B3
818	NUOVA CAMPER MAROSTICA S.R.L.	2018	B	Ca	Ca	Caa	A	Baa	15,5	B2
819	ALPINA S.R.L.	2009	Baa	Baa	A	Baa	A	Aaa	7	A3
820	ALPINA S.R.L.	2010	Baa	Ba	Baa	Ba	Ca	Aaa	9,5	Baa2
821	ALPINA S.R.L.	2011	B	Ca	Caa	Caa	Ca	A	16,5	B3
822	ALPINA S.R.L.	2012	Ba	Caa	Baa	B	Aa	Aaa	11,5	Ba1
823	ALPINA S.R.L.	2013	Ba	Caa	Ba	B	Ca	Aaa	13,5	Ba3
824	ALPINA S.R.L.	2014	Caa	Ca	B	Caa	Ca	Aaa	16	B3
825	ALPINA S.R.L.	2015	Ba	Ca	Baa	B	A	Aa	12	Ba2
826	ALPINA S.R.L.	2016	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Baa	17	Caa1
827	ALPINA S.R.L.	2017	Ba	Ca	Ca	B	Ba	A	13,5	Ba3
828	ALPINA S.R.L.	2018	Ba	Ca	Caa	Caa	Ca	A	14,5	B1
829	V.B. SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	2009	Ba	Ca	Ca	B	Ba	Ba	14	B1
830	V.B. SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	2010	Ba	Caa	Ca	B	Caa	Baa	14	B1
831	V.B. SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	2011	Ba	B	Ca	Ba	Aa	Baa	12	Ba2
832	V.B. SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	2012	Ba	Ca	Ca	Caa	Ca	A	15	B2
833	V.B. SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	2013	Ba	Ca	Ca	Caa	Ca	A	15,5	B2
834	V.B. SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	2014	Ba	Ca	Ca	B	Ca	Baa	15	B2
835	V.B. SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	2015	Ba	Ca	Ca	B	Ba	Baa	15	B2
836	V.B. SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	2016	Ca	Ca	Ca	Ca	A	Ca	18,5	Caa2
837	V.B. SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	2017	Caa	Ca	Ca	Ca	Caa	B	18,5	Caa2
838	V.B. SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA	2018	Caa	Ca	Ca	Ca	B	Caa	19	Caa3
839	FUART S.R.L.	2009	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
840	FUART S.R.L.	2010	A	Ca	Ca	Caa	A	A	11,5	Ba1
841	FUART S.R.L.	2011	Aa	Ca	Ca	Caa	Ca	A	11,5	Ba1
842	FUART S.R.L.	2012	Baa	Ca	Ca	B	B	Aa	13	Ba3
843	FUART S.R.L.	2013	Aa	Caa	Ca	Ba	Aa	Aaa	8,5	Baa1
844	FUART S.R.L.	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
845	FUART S.R.L.	2015	Ba	Ca	Ca	Caa	Aaa	Aaa	12,5	Ba2
846	FUART S.R.L.	2016	Aaa	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	11,5	Ba1
847	FUART S.R.L.	2017	Aaa	Ca	Ca	Caa	Ca	B	12	Ba2
848	FUART S.R.L.	2018	Aaa	Ca	Ca	Ba	Ba	A	9,5	Baa2
849	SARAR S.R.L.	2009	Baa	Ca	Ca	Caa	B	B	14,5	B1
850	SARAR S.R.L.	2010	Ba	Ca	Ca	Caa	A	Ba	14	B1
851	SARAR S.R.L.	2011	Baa	Ca	Ca	Caa	Caa	Ba	14,5	B1
852	SARAR S.R.L.	2012	Ba	Ca	Ca	Caa	Ba	B	15	B2
853	SARAR S.R.L.	2013	Baa	Caa	Ca	Caa	Ca	Ba	14,5	B1
854	SARAR S.R.L.	2014	Baa	Ba	Ca	Ba	Aaa	Ba	11	Ba1

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
855	SARAR S.R.L.	2015	Caa	Ca	Ca	Caa	Ca	Caa	19,5	Caa3
856	SARAR S.R.L.	2016	A	Baa	Ca	Baa	Ca	Aaa	9	Baa2
857	SARAR S.R.L.	2017	A	Baa	Ca	A	A	Aaa	7,5	A3
858	SARAR S.R.L.	2018	A	A	Ca	A	Baa	Aaa	7,5	A3
859	DOLOMITECH S.R.L.	2010	Ba	Ca	Aaa	B	Ba	Aaa	11	Ba1
860	DOLOMITECH S.R.L.	2011	Aaa	Baa	Ca	Baa	Ca	Aaa	7,5	A3
861	DOLOMITECH S.R.L.	2012	Aaa	Aa	Ba	Aaa	Aaa	Aaa	2	Aa1
862	DOLOMITECH S.R.L.	2013	Aaa	Aa	Aa	Aaa	Aaa	Aaa	1,5	Aaa
863	DOLOMITECH S.R.L.	2014	Aaa	Aa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	1	Aaa
864	DOLOMITECH S.R.L.	2015	Aaa	Aa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	1	Aaa
865	DOLOMITECH S.R.L.	2016	Aaa	Baa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	2,5	Aa1
866	DOLOMITECH S.R.L.	2017	Aaa	A	Aaa	Aa	Aaa	Aaa	2	Aa1
867	DOLOMITECH S.R.L.	2018	Ba	Ca	Aaa	Baa	Ca	Aaa	11,5	Ba1
868	DOLOMITECH S.R.L.	2019	Aa	Baa	Aaa	A	Ca	Aaa	5,5	A1
869	INTESA PER LEOMAR ZK S.R.L.	2010	Aaa	Ca	Ca	Caa	B	Ba	11	Ba1
870	INTESA PER LEOMAR ZK S.R.L.	2011	Aaa	Ca	Ca	Ca	Baa	Caa	11	Ba1
871	INTESA PER LEOMAR ZK S.R.L.	2012	B	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	17	Caa1
872	INTESA PER LEOMAR ZK S.R.L.	2013	Caa	Ca	Ca	Caa	Aaa	B	17,5	Caa1
873	INTESA PER LEOMAR ZK S.R.L.	2014	Aaa	Ca	Ca	Ca	Ca	Baa	11,5	Ba1
874	INTESA PER LEOMAR ZK S.R.L.	2015	Aaa	A	Ca	Ca	Ca	Aaa	7,5	A3
875	INTESA PER LEOMAR ZK S.R.L.	2016	Aaa	Ca	Ca	Caa	Caa	B	11,5	Ba1
876	INTESA PER LEOMAR ZK S.R.L.	2017	Aaa	Ca	Ca	Caa	Ca	B	12	Ba2
877	INTESA PER LEOMAR ZK S.R.L.	2018	Aaa	Caa	Ca	Ca	Ca	Aaa	10,5	Baa3
878	INTESA PER LEOMAR ZK S.R.L.	2019	Baa	Ba	Ca	Aa	Ca	Aaa	10	Baa3
879	OSELLA ENGINEERING S.R.L.	2009	Aaa	Ca	Ca	Caa	B	A	10	Baa3
880	OSELLA ENGINEERING S.R.L.	2010	Aa	Ca	Ca	Caa	Ca	A	12	Ba2
881	OSELLA ENGINEERING S.R.L.	2011	Aa	Ca	Ca	Caa	Caa	Baa	12	Ba2
882	OSELLA ENGINEERING S.R.L.	2012	Aa	Ca	Ca	B	Baa	A	10	Baa3
883	OSELLA ENGINEERING S.R.L.	2013	Aaa	Ca	Ca	B	Baa	A	9,5	Baa2
884	OSELLA ENGINEERING S.R.L.	2014	Aaa	Ca	Ca	Caa	B	Baa	11	Ba1
885	OSELLA ENGINEERING S.R.L.	2015	Aaa	Ca	Ca	Caa	Caa	Baa	11	Ba1
886	OSELLA ENGINEERING S.R.L.	2016	Aa	Ca	Ca	Caa	Ba	A	10,5	Baa3
887	OSELLA ENGINEERING S.R.L.	2017	Baa	Ca	Ca	Caa	Baa	Ba	13,5	Ba3
888	OSELLA ENGINEERING S.R.L.	2018	A	Ca	Ca	Caa	B	Baa	12	Ba2
889	TECNOBUS S.P.A.	2009	Baa	Caa	Ca	B	Ba	Baa	13	Ba3
890	TECNOBUS S.P.A.	2010	Baa	B	Ca	B	A	A	11	Ba1
891	TECNOBUS S.P.A.	2011	Aa	Ca	Ca	Caa	Baa	Ba	11,5	Ba1
892	TECNOBUS S.P.A.	2012	Aa	Caa	Ca	Caa	Ca	Ba	11,5	Ba1
893	TECNOBUS S.P.A.	2013	Baa	Ca	Ca	Ca	B	Caa	15	B2
894	TECNOBUS S.P.A.	2014	Aaa	Ca	Ca	Caa	Baa	B	10,5	Baa3
895	TECNOBUS S.P.A.	2015	Ca	Ca	Ca	Ca	A	Ca	19	Caa3
896	TECNOBUS S.P.A.	2016	Ca	Ca	Ca	Ca	B	Ca	20	Ca
897	TECNOBUS S.P.A.	2017	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
898	TECNOBUS S.P.A.	2018	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
899	IF-1 S.R.L.	2009	A	Ba	Caa	Ba	Baa	A	9	Baa2
900	IF-1 S.R.L.	2010	Ba	Ca	Ca	Caa	Ca	Caa	17	Caa1
901	IF-1 S.R.L.	2011	Aaa	Caa	Ca	Ba	B	Baa	9,5	Baa2
902	IF-1 S.R.L.	2012	Aaa	Caa	Ca	Ba	Baa	A	9	Baa2

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
903	IF-1 S.R.L.	2013	Baa	Ca	Ca	B	Caa	Baa	13,5	Ba3
904	IF-1 S.R.L.	2014	Aa	Ca	Caa	B	Baa	Baa	10,5	Baa3
905	IF-1 S.R.L.	2015	Aa	Caa	Caa	B	Baa	Baa	10	Baa3
906	IF-1 S.R.L.	2016	A	Caa	B	Ba	Caa	A	11	Ba1
907	IF-1 S.R.L.	2017	Baa	Ca	Ba	B	A	Baa	11	Ba1
908	IF-1 S.R.L.	2018	A	Ca	B	B	Ca	Baa	12,5	Ba2
909	OFFICINE MECCANICHE CRIAS S.R.L.	2009	Caa	Ca	Ca	Baa	A	Ca	17,5	Caa1
910	OFFICINE MECCANICHE CRIAS S.R.L.	2010	Baa	Ca	Ca	Baa	Ca	Aaa	12,5	Ba2
911	OFFICINE MECCANICHE CRIAS S.R.L.	2011	A	Caa	Ca	Baa	A	Aaa	9,5	Baa2
912	OFFICINE MECCANICHE CRIAS S.R.L.	2012	Aaa	Ca	Ca	Ca	Ca	Aaa	11	Ba1
913	OFFICINE MECCANICHE CRIAS S.R.L.	2013	Aaa	B	Ca	Ba	Aaa	Aa	7	A3
914	OFFICINE MECCANICHE CRIAS S.R.L.	2014	Aaa	Baa	Ca	Baa	Caa	Aaa	7	A3
915	OFFICINE MECCANICHE CRIAS S.R.L.	2015	Aaa	Ba	Ca	Baa	Caa	Aaa	7,5	A3
916	OFFICINE MECCANICHE CRIAS S.R.L.	2016	Aaa	Baa	Ca	Caa	Ca	Aaa	8	Baa1
917	OFFICINE MECCANICHE CRIAS S.R.L.	2017	Aaa	A	Ca	Baa	Baa	Aa	5,5	A1
918	OFFICINE MECCANICHE CRIAS S.R.L.	2018	Aaa	A	Ca	A	Ba	A	5,5	A1
919	ELLEGI MOTORI S.R.L.	2009	B	Ca	Ca	Caa	B	Baa	15,5	B2
920	ELLEGI MOTORI S.R.L.	2010	Ba	Ca	Ca	Caa	Ca	Baa	16	B3
921	ELLEGI MOTORI S.R.L.	2011	Ba	Ca	Ca	Ca	Ca	B	16,5	B3
922	ELLEGI MOTORI S.R.L.	2012	Ba	Ca	Ca	Caa	B	Baa	15,5	B2
923	ELLEGI MOTORI S.R.L.	2013	Baa	Ca	Ca	Caa	Caa	Baa	14	B1
924	ELLEGI MOTORI S.R.L.	2014	Ba	Ca	Ca	Caa	Ba	Ba	15,5	B2
925	ELLEGI MOTORI S.R.L.	2015	B	Ca	Ca	Caa	B	B	17	Caa1
926	ELLEGI MOTORI S.R.L.	2016	Baa	Caa	Ca	B	Baa	A	11,5	Ba1
927	ELLEGI MOTORI S.R.L.	2017	Ba	Ca	Ca	Caa	Ca	A	15,5	B2
928	ELLEGI MOTORI S.R.L.	2018	Baa	Ca	Ca	Caa	Ba	Ba	14	B1
929	HAASE S.R.L.	2010	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
930	HAASE S.R.L.	2011	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
931	HAASE S.R.L.	2012	Caa	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	19,5	Caa3
932	HAASE S.R.L.	2013	Baa	Ca	Ca	Caa	Ba	B	14	B1
933	HAASE S.R.L.	2014	A	Ca	Ca	Caa	B	Ba	12,5	Ba2
934	HAASE S.R.L.	2015	Caa	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	20	Ca
935	HAASE S.R.L.	2016	B	Ca	Ca	Caa	Baa	B	15,5	B2
936	HAASE S.R.L.	2017	B	Ca	Ca	Ca	B	B	17	Caa1
937	HAASE S.R.L.	2018	B	Ca	Ca	Caa	A	B	16	B3
938	HAASE S.R.L.	2019	B	Ca	Ca	Caa	Caa	B	17,5	Caa1
939	REVIBUS S.R.L.	2009	B	Ca	Ca	Caa	B	B	16,5	B3
940	REVIBUS S.R.L.	2010	Ba	Ca	Ca	Ba	Baa	B	14,5	B1
941	REVIBUS S.R.L.	2011	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
942	REVIBUS S.R.L.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
943	REVIBUS S.R.L.	2013	B	Ca	Ca	Ca	Ca	B	17,5	Caa1
944	REVIBUS S.R.L.	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
945	REVIBUS S.R.L.	2015	Caa	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	18,5	Caa2
946	REVIBUS S.R.L.	2016	Aaa	Caa	Ca	Ba	Caa	Baa	9,5	Baa2
947	REVIBUS S.R.L.	2017	Baa	Ca	Ca	Ca	Caa	B	15	B2
948	REVIBUS S.R.L.	2018	A	Ca	Ca	Caa	B	Ba	12,5	Ba2
949	NORDEST S.R.L.	2009	Aa	Ca	Ca	Caa	B	Ba	11,5	Ba1
950	NORDEST S.R.L.	2010	Aaa	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	11,5	Ba1

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
951	NORDEST S.R.L.	2011	Aaa	Ca	Ca	Caa	Caa	Ba	11,5	Ba1
952	NORDEST S.R.L.	2012	Aaa	Ca	Ca	Caa	B	Ba	11	Ba1
953	NORDEST S.R.L.	2013	Aaa	Ca	Ca	Caa	Baa	Baa	10	Baa3
954	NORDEST S.R.L.	2014	Aaa	Ca	Ca	Caa	Ba	Aaa	9,5	Baa2
955	NORDEST S.R.L.	2015	Aaa	Ca	Ca	Caa	A	Aaa	9	Baa2
956	NORDEST S.R.L.	2016	Aaa	Ca	Ca	Caa	B	Aaa	9,5	Baa2
957	NORDEST S.R.L.	2017	Aa	Ca	Ca	B	Baa	Aaa	9,5	Baa2
958	NORDEST S.R.L.	2018	A	Ca	Ca	Caa	Ca	A	13	Ba3
959	CKR S.R.L.	2009	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
960	CKR S.R.L.	2010	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	Ca	20	Ca
961	CKR S.R.L.	2011	Ba	Ca	Ca	Ca	Caa	Ba	16	B3
962	CKR S.R.L.	2012	Baa	Ca	Ca	Caa	Ba	Baa	13,5	Ba3
963	CKR S.R.L.	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
964	CKR S.R.L.	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
965	CKR S.R.L.	2015	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20	Ca
966	CKR S.R.L.	2016	B	Ca	B	Caa	Aaa	Ba	15	B2
967	CKR S.R.L.	2017	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
968	CKR S.R.L.	2018	A	Ca	Ca	Caa	Baa	Baa	12	Ba2
969	B. ENGINEERING S.R.L.	2010	Aaa	Ca	Ca	B	Ba	Aaa	9,5	Baa2
970	B. ENGINEERING S.R.L.	2011	Ca	Ca	Ca	Caa	B	Ca	19,5	Caa3
971	B. ENGINEERING S.R.L.	2012	Aaa	Ca	Ca	Caa	Ca	Aaa	10,5	Baa3
972	B. ENGINEERING S.R.L.	2013	A	Ca	Ca	Caa	Ca	Aaa	12	Ba2
973	B. ENGINEERING S.R.L.	2014	Aaa	Ca	Ca	B	Ca	Aaa	10	Baa3
974	B. ENGINEERING S.R.L.	2015	Aaa	Ca	Ca	B	Baa	Aaa	9	Baa2
975	B. ENGINEERING S.R.L.	2016	Aaa	Ca	Ca	B	Ba	Aaa	9	Baa2
976	B. ENGINEERING S.R.L.	2017	Aaa	Ca	Ca	B	B	Aaa	9,5	Baa2
977	B. ENGINEERING S.R.L.	2018	Aaa	Caa	Ca	Ba	Aa	Aaa	7,5	A3
978	B. ENGINEERING S.R.L.	2019	Aaa	Caa	Ca	Ba	Ba	Aaa	9	Baa2
979	STREET FOOD MOBILE S.R.L.	2010	Aaa	Aa	A	A	Aa	Aaa	2,5	Aa1
980	STREET FOOD MOBILE S.R.L.	2011	Aaa	Aa	Ca	A	Ca	Aaa	6	A2
981	STREET FOOD MOBILE S.R.L.	2012	Caa	Ca	Ca	Caa	Ca	B	18,5	Caa2
982	STREET FOOD MOBILE S.R.L.	2013	Baa	Baa	Ca	Baa	Aaa	Aaa	8,5	Baa1
983	STREET FOOD MOBILE S.R.L.	2014	Ba	Caa	Ca	B	Ca	Aaa	14	B1
984	STREET FOOD MOBILE S.R.L.	2015	B	Ca	Ca	Caa	Caa	Aaa	15,5	B2
985	STREET FOOD MOBILE S.R.L.	2016	Ba	B	Ca	B	Baa	Aaa	12,5	Ba2
986	STREET FOOD MOBILE S.R.L.	2017	Ba	B	Ca	Ba	A	Aaa	11,5	Ba1
987	STREET FOOD MOBILE S.R.L.	2018	Baa	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	14	B1
988	FAI S.R.L.	2010	Caa	Ca	Ca	Caa	B	Aaa	16	B3
989	FAI S.R.L.	2011	B	Ca	Ca	Caa	Baa	Baa	16	B3
990	FAI S.R.L.	2012	Caa	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	18	Caa2
991	FAI S.R.L.	2013	Ba	Ca	Ca	Caa	Baa	Ba	15	B2
992	FAI S.R.L.	2014	Ba	Ca	Ca	Caa	A	B	15	B2
993	FAI S.R.L.	2015	Ba	Ca	Ca	Caa	Ba	Ba	15,5	B2
994	FAI S.R.L.	2016	B	Ca	Ca	Caa	A	Ba	15,5	B2
995	FAI S.R.L.	2017	Ba	Caa	Ca	Caa	Aa	Ba	13	Ba3
996	FAI S.R.L.	2018	Ba	Caa	Ca	Caa	Ca	B	15,5	B2
997	FAI S.R.L.	2019	Ba	Ca	Ca	Caa	Ba	Ba	14,5	B1
998	STUDIOTORINO S.R.L.	2009	Aaa	Ca	Ca	B	Ba	Aaa	9	Baa2

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
999	STUDIOTORINO S.R.L.	2010	Aaa	Caa	Ca	Ba	A	Aaa	7,5	A3
1000	STUDIOTORINO S.R.L.	2011	Aaa	Caa	Ca	Ba	Baa	Aaa	8	Baa1
1001	STUDIOTORINO S.R.L.	2012	Aaa	Caa	Caa	Ba	Ba	Aaa	8	Baa1
1002	STUDIOTORINO S.R.L.	2013	Aaa	Caa	Ca	Ba	Ca	Aaa	9	Baa2
1003	STUDIOTORINO S.R.L.	2014	Aaa	Ca	Ca	Caa	Ca	Aaa	10	Baa3
1004	STUDIOTORINO S.R.L.	2015	Aaa	Baa	Ca	Baa	Aa	Aaa	5	A1
1005	STUDIOTORINO S.R.L.	2016	Aaa	A	Ca	A	A	Aaa	4,5	Aa3
1006	STUDIOTORINO S.R.L.	2017	Aaa	Aa	Ba	Aa	Aaa	Aaa	2	Aa1
1007	STUDIOTORINO S.R.L.	2018	Aaa	Aaa	Aa	Aaa	Aaa	Aaa	1	Aaa
1008	MILAN TERMINAL S.R.L.	2009	Aaa	Ca	Ca	Caa	B	Ba	10,5	Baa3
1009	MILAN TERMINAL S.R.L.	2010	Aaa	Ca	Ca	Caa	Caa	Ba	11	Ba1
1010	MILAN TERMINAL S.R.L.	2011	Ca	Ca	Ca	Ca	Aaa	Ca	18,5	Caa2
1011	MILAN TERMINAL S.R.L.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1012	MILAN TERMINAL S.R.L.	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1013	MILAN TERMINAL S.R.L.	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1014	MILAN TERMINAL S.R.L.	2015	Caa	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	20	Ca
1015	MILAN TERMINAL S.R.L.	2016	Ca	Ca	Ca	Ca	Aa	Ca	18,5	Caa2
1016	MILAN TERMINAL S.R.L.	2017	Ca	Ca	Ca	Baa	Baa	Ca	18,5	Caa2
1017	MILAN TERMINAL S.R.L.	2018	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1018	MARINIELLO L. & G. S.R.L.	2009	Aaa	Caa	Ba	Ba	Baa	Aa	7,5	A3
1019	MARINIELLO L. & G. S.R.L.	2010	Ba	Ca	B	Baa	Aa	Baa	12,5	Ba2
1020	MARINIELLO L. & G. S.R.L.	2011	Caa	Ca	Caa	Caa	Ca	Caa	19,5	Caa3
1021	MARINIELLO L. & G. S.R.L.	2012	A	Ca	Caa	Ca	Baa	Baa	12	Ba2
1022	MARINIELLO L. & G. S.R.L.	2013	Aaa	Ca	Ca	Ca	Ca	B	12	Ba2
1023	MARINIELLO L. & G. S.R.L.	2014	Aaa	Ca	Ca	Ca	Caa	Baa	11	Ba1
1024	MARINIELLO L. & G. S.R.L.	2015	Aaa	Ca	Ca	B	Ba	Baa	9,5	Baa2
1025	MARINIELLO L. & G. S.R.L.	2016	Aaa	Ca	Ca	B	Baa	A	9,5	Baa2
1026	MARINIELLO L. & G. S.R.L.	2017	Aaa	Ba	Ca	Baa	Aa	Aaa	6	A2
1027	MARINIELLO L. & G. S.R.L.	2018	Aaa	Baa	Ca	Baa	Baa	Aaa	6	A2
1028	EUROARMS ITALIA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2009	B	Ca	Ca	Caa	B	B	16,5	B3
1029	EUROARMS ITALIA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2010	Ba	Ca	Ca	Ca	Ca	B	16	B3
1030	EUROARMS ITALIA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2011	Baa	Ca	Ca	Ca	B	B	15	B2
1031	EUROARMS ITALIA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2012	Caa	Ca	Ca	Ca	Ba	Caa	19	Caa3
1032	EUROARMS ITALIA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1033	EUROARMS ITALIA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20,5	Ca
1034	EUROARMS ITALIA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2015	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1035	EUROARMS ITALIA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2016	A	Ca	Ca	Ca	Baa	A	12	Ba2
1036	EUROARMS ITALIA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2017	Ca	Ca	Ca	Ca	Baa	Ca	19,5	Caa3
1037	EUROARMS ITALIA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2018	Ca	Ca	Ca	Ca	Baa	Ca	19,5	Caa3
1038	SIR S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2009	B	Ca	Ca	Caa	B	Caa	17,5	Caa1
1039	SIR S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2010	Baa	Ca	Ca	Caa	Ca	Baa	14,5	B1
1040	SIR S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2011	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1041	SIR S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Ba	Ca	19,5	Caa3
1042	SIR S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	Baa	Ca	19	Caa3
1043	SIR S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2014	Ca	Ca	Ca	Aaa	Aaa	Ca	16,5	B3
1044	SIR S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2015	Ca	Ca	Ca	Ca	B	Ca	20	Ca

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
1045	SIR S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2016	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1046	SIR S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2017	Ca	Ca	Ca	Ca	B	Ca	20	Ca
1047	SIR S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2018	Ca	Ca	Caa	Ca	Baa	Ca	19	Caa3
1048	URANIA S.R.L.	2009	Aaa	Ca	Ca	Caa	B	Ba	10,5	Baa3
1049	URANIA S.R.L.	2010	Aaa	Ca	Ca	Caa	Ca	Baa	11	Ba1
1050	URANIA S.R.L.	2011	Aaa	Ca	Ca	Caa	Baa	Baa	10	Baa3
1051	URANIA S.R.L.	2012	Aaa	Ca	Ca	B	B	Baa	10	Baa3
1052	URANIA S.R.L.	2013	Aaa	Ca	Ca	B	B	Ba	10,5	Baa3
1053	URANIA S.R.L.	2014	Aaa	Ca	Ca	Caa	Ba	Baa	10,5	Baa3
1054	URANIA S.R.L.	2015	Aaa	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	12	Ba2
1055	URANIA S.R.L.	2016	Aaa	Ca	Ca	Caa	B	B	11,5	Ba1
1056	URANIA S.R.L.	2017	Aaa	Ca	Ca	Caa	B	Aa	10	Baa3
1057	URANIA S.R.L.	2018	Ca	Ca	Ca	Ca	B	Ca	20	Ca
1058	TECNOCASA - S.R.L.	2009	B	Ca	Ca	Caa	B	Aa	16	B3
1059	TECNOCASA - S.R.L.	2010	A	Ca	Ca	Baa	A	Aaa	9,5	Baa2
1060	TECNOCASA - S.R.L.	2011	B	A	Ca	A	Ca	Aaa	12	Ba2
1061	TECNOCASA - S.R.L.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1062	TECNOCASA - S.R.L.	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1063	TECNOCASA - S.R.L.	2014	Ca	Ca	Ca	Aaa	Aa	Ca	17	Caa1
1064	TECNOCASA - S.R.L.	2015	Ca	Ca	Ca	Caa	B	Ca	19,5	Caa3
1065	TECNOCASA - S.R.L.	2016	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1066	TECNOCASA - S.R.L.	2017	Ca	Ca	Ca	Ca	Aa	Ca	18,5	Caa2
1067	TECNOCASA - S.R.L.	2018	Aaa	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	12,5	Ba2
1068	NEXT S.R.L.	2009	Ca	Ca	Caa	Ca	Ca	Ca	20	Ca
1069	NEXT S.R.L.	2010	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1070	NEXT S.R.L.	2011	Aaa	Aa	Ca	Aaa	A	Aaa	3,5	Aa2
1071	NEXT S.R.L.	2012	Aaa	Ba	Ca	Baa	Ca	Aaa	8	Baa1
1072	NEXT S.R.L.	2013	Baa	Ba	B	Baa	Aaa	Aaa	8	Baa1
1073	NEXT S.R.L.	2014	Ca	Ca	Ba	Ca	Ba	Ca	18,5	Caa2
1074	NEXT S.R.L.	2015	Aa	Ca	Ba	Caa	Ca	Aaa	10,5	Baa3
1075	NEXT S.R.L.	2016	Ba	Ca	Ca	B	Baa	Aaa	13	Ba3
1076	NEXT S.R.L.	2017	Baa	Ca	B	Caa	Baa	Aaa	12	Ba2
1077	NEXT S.R.L.	2018	Aaa	A	Aaa	Baa	Aaa	Aaa	3	Aa2
1078	ITALICA COSTRUZIONI AUTOBUS S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2009	Baa	Ca	Ca	Caa	B	Ba	14	B1
1079	ITALICA COSTRUZIONI AUTOBUS S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2010	B	Ca	Caa	B	Aaa	Ba	14,5	B1
1080	ITALICA COSTRUZIONI AUTOBUS S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2011	Baa	Ca	Ca	Caa	Ca	B	15	B2
1081	ITALICA COSTRUZIONI AUTOBUS S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2012	B	Ca	Ca	Ca	A	Caa	16,5	B3
1082	ITALICA COSTRUZIONI AUTOBUS S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2013	Aa	Ca	Ca	Caa	Aa	B	11	Ba1
1083	ITALICA COSTRUZIONI AUTOBUS S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1084	ITALICA COSTRUZIONI AUTOBUS S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2015	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	20,5	Ca
1085	ITALICA COSTRUZIONI AUTOBUS S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2016	Ca	Ca	Ca	Ca	A	Ca	19	Caa3
1086	ITALICA COSTRUZIONI AUTOBUS S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2017	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	Ca	20	Ca
1087	ITALICA COSTRUZIONI AUTOBUS S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2018	Ca	Ca	Ca	Ca	Baa	Ca	19,5	Caa3
1088	BUS ENGINEERING S.R.L.	2009	Aaa	B	Ca	Ba	Baa	A	8	Baa1
1089	BUS ENGINEERING S.R.L.	2010	Aaa	Caa	Ca	Ba	Aa	A	8	Baa1
1090	BUS ENGINEERING S.R.L.	2011	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	16,5	B3

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
1091	BUS ENGINEERING S.R.L.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Ba	Ca	19,5	Caa3
1092	BUS ENGINEERING S.R.L.	2013	B	Ca	Ca	Ca	Ca	Ba	17,5	Caa1
1093	BUS ENGINEERING S.R.L.	2014	Ca	Ca	B	Ca	Aaa	Ca	18	Caa2
1094	BUS ENGINEERING S.R.L.	2015	Ba	Ca	Baa	Caa	A	B	14	B1
1095	BUS ENGINEERING S.R.L.	2016	A	Ca	Baa	Caa	Caa	A	11	Ba1
1096	BUS ENGINEERING S.R.L.	2017	Aaa	Ca	Baa	B	Ba	Aaa	8	Baa1
1097	BUS ENGINEERING S.R.L.	2018	Aa	Ca	A	B	A	Aaa	7,5	A3
1098	TECNOMOBILITY SRL	2009	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1099	TECNOMOBILITY SRL	2010	Ca	Ca	Caa	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1100	TECNOMOBILITY SRL	2011	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1101	TECNOMOBILITY SRL	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20,5	Ca
1102	TECNOMOBILITY SRL	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1103	TECNOMOBILITY SRL	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1104	TECNOMOBILITY SRL	2015	Ca	Ca	Caa	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1105	TECNOMOBILITY SRL	2016	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1106	TECNOMOBILITY SRL	2017	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1107	TECNOMOBILITY SRL	2018	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1108	GREEN ELETTRIC CAR SRL	2010	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	Ca	20	Ca
1109	GREEN ELETTRIC CAR SRL	2011	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	Ca	20	Ca
1110	GREEN ELETTRIC CAR SRL	2012	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	Ca	20	Ca
1111	GREEN ELETTRIC CAR SRL	2013	Aaa	Ca	Ca	Caa	Caa	Aaa	10	Baa3
1112	GREEN ELETTRIC CAR SRL	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1113	GREEN ELETTRIC CAR SRL	2015	Aa	Ca	Ca	Caa	Caa	Aaa	10,5	Baa3
1114	GREEN ELETTRIC CAR SRL	2016	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	Ca	20	Ca
1115	GREEN ELETTRIC CAR SRL	2017	Ba	Ca	Ca	Caa	Caa	Aaa	14	B1
1116	GREEN ELETTRIC CAR SRL	2018	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	Ca	20	Ca
1117	GREEN ELETTRIC CAR SRL	2019	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	Ca	20	Ca
1118	AQUILA ITALIANA S.R.L.	2009	Aaa	Ca	Ca	Caa	B	Baa	10,5	Baa3
1119	AQUILA ITALIANA S.R.L.	2010	Aaa	Ca	Ca	Caa	B	B	11,5	Ba1
1120	AQUILA ITALIANA S.R.L.	2011	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	Ca	20	Ca
1121	AQUILA ITALIANA S.R.L.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1122	AQUILA ITALIANA S.R.L.	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1123	AQUILA ITALIANA S.R.L.	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20,5	Ca
1124	AQUILA ITALIANA S.R.L.	2015	Aaa	Ca	Ca	Caa	Ca	A	11	Ba1
1125	AQUILA ITALIANA S.R.L.	2016	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1126	AQUILA ITALIANA S.R.L.	2017	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1127	AQUILA ITALIANA S.R.L.	2018	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1128	PEZ.CAR. S.R.L.	2009	Baa	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	15	B2
1129	PEZ.CAR. S.R.L.	2010	Ca	Ca	Ca	Caa	B	Ca	20	Ca
1130	PEZ.CAR. S.R.L.	2011	Ca	Ca	Ca	Caa	B	Ca	20	Ca
1131	PEZ.CAR. S.R.L.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1132	PEZ.CAR. S.R.L.	2013	Aaa	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	12	Ba2
1133	PEZ.CAR. S.R.L.	2014	Aaa	Ca	Ca	Caa	Caa	B	11	Ba1
1134	PEZ.CAR. S.R.L.	2015	Aaa	Ca	Ca	Ca	Ca	Ba	11,5	Ba1
1135	PEZ.CAR. S.R.L.	2016	Aaa	Ca	Ca	Caa	B	Ba	11	Ba1
1136	PEZ.CAR. S.R.L.	2017	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1137	PEZ.CAR. S.R.L.	2018	Aaa	A	Ca	Caa	Caa	Aaa	7	A3
1139	NEW BUSINESS 37 S.P.A.	2010	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
1140	NEW BUSINESS 37 S.P.A.	2011	Ca	Aaa	Aaa	Ca	Aaa	Ca	12,5	Ba2
1141	NEW BUSINESS 37 S.P.A.	2012	Ca	Ca	Aaa	Ca	Ca	Ca	18,5	Caa2
1142	NEW BUSINESS 37 S.P.A.	2013	Ca	Ca	Aaa	Ca	Ca	Ca	18,5	Caa2
1143	NEW BUSINESS 37 S.P.A.	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1144	NEW BUSINESS 37 S.P.A.	2015	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1145	NEW BUSINESS 37 S.P.A.	2016	Ca	Ca	Aaa	Ca	Aaa	Ca	16,5	B3
1146	NEW BUSINESS 37 S.P.A.	2017	Ca	Ca	Aaa	Ca	Ca	Ca	18,5	Caa2
1147	NEW BUSINESS 37 S.P.A.	2018	Ca	Ca	Aaa	Ca	Ca	Ca	18,5	Caa2
1148	NEW BUSINESS 37 S.P.A.	2019	Ca	Ca	Aaa	Ca	Ca	Ca	18,5	Caa2
1149	LINEA GAM STYLE INEDITO S.R.L.	2009	B	Ca	Ca	Caa	B	Ba	16,5	B3
1150	LINEA GAM STYLE INEDITO S.R.L.	2010	B	Ca	Ca	Ca	Ca	B	17,5	Caa1
1151	LINEA GAM STYLE INEDITO S.R.L.	2011	B	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	17,5	Caa1
1152	LINEA GAM STYLE INEDITO S.R.L.	2012	Baa	Ca	Ca	Caa	Aa	B	14	B1
1153	LINEA GAM STYLE INEDITO S.R.L.	2013	Ba	Ca	Ca	Ca	Aa	Ba	14	B1
1154	LINEA GAM STYLE INEDITO S.R.L.	2014	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	16,5	B3
1155	LINEA GAM STYLE INEDITO S.R.L.	2015	Ba	Ca	Ca	Caa	Caa	B	15,5	B2
1156	LINEA GAM STYLE INEDITO S.R.L.	2016	B	Ca	Ca	Caa	Baa	Baa	15,5	B2
1157	LINEA GAM STYLE INEDITO S.R.L.	2017	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	Ca	20	Ca
1158	LINEA GAM STYLE INEDITO S.R.L.	2018	Aaa	Ca	Ca	Caa	Caa	B	11,5	Ba1
1159	G.I.F. - S.R.L.	2009	Ca	Ca	Aaa	Aaa	Aaa	Ca	14,5	B1
1160	G.I.F. - S.R.L.	2010	Ca	Ca	Aaa	Aaa	Aaa	Ca	14,5	B1
1161	G.I.F. - S.R.L.	2011	Ca	Ca	Aaa	Ca	Ca	Ca	18,5	Caa2
1162	G.I.F. - S.R.L.	2012	Ca	Ca	Aaa	Ca	Ca	Ca	18,5	Caa2
1163	G.I.F. - S.R.L.	2013	Ca	Ca	Aaa	Aaa	Aa	Ca	14,5	B1
1164	G.I.F. - S.R.L.	2014	Ca	Ca	Aaa	Aaa	Aaa	Ca	14,5	B1
1165	G.I.F. - S.R.L.	2015	Ca	Ca	Aaa	Aaa	Aaa	Ca	14,5	B1
1166	G.I.F. - S.R.L.	2016	Ca	Ca	Aaa	Aaa	Aaa	Ca	14,5	B1
1167	G.I.F. - S.R.L.	2017	Ca	Ca	Aaa	A	B	Ca	16,5	B3
1168	G.I.F. - S.R.L.	2018	Ca	Ca	Aaa	Ca	Ca	Ca	18,5	Caa2
1169	MODEL MASTER S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2009	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1170	MODEL MASTER S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2010	Baa	Ca	Ca	Ca	Ca	Aa	14,5	B1
1171	MODEL MASTER S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2011	Baa	Ca	Ca	B	Ca	A	14	B1
1172	MODEL MASTER S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2012	B	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	17	Caa1
1173	MODEL MASTER S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1174	MODEL MASTER S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	A	Ca	19	Caa3
1175	MODEL MASTER S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2015	Aaa	Ca	Ca	Ca	Ba	Aaa	10	Baa3
1176	MODEL MASTER S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2016	Ca	Ca	Caa	Ca	A	Ca	18,5	Caa2
1177	MODEL MASTER S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2017	Caa	Ca	Caa	Caa	Caa	Ca	19,5	Caa3
1178	MODEL MASTER S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2018	Aaa	Ca	Ca	Caa	Caa	Aaa	10	Baa3
1179	OFFICINE LANZARONE S.R.L. - IN LIQUIDAZIONE	2009	Ba	Ca	Ca	Caa	B	Ba	14,5	B1
1180	OFFICINE LANZARONE S.R.L. - IN LIQUIDAZIONE	2010	Ba	Ca	Ca	Caa	Caa	Ba	15,5	B2
1181	OFFICINE LANZARONE S.R.L. - IN LIQUIDAZIONE	2011	Baa	Ca	Ca	Caa	Caa	Ba	15	B2
1182	OFFICINE LANZARONE S.R.L. - IN LIQUIDAZIONE	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1183	OFFICINE LANZARONE S.R.L. - IN LIQUIDAZIONE	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	Ba	Ca	19,5	Caa3
1184	OFFICINE LANZARONE S.R.L. - IN LIQUIDAZIONE	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
1185	OFFICINE LANZARONE S.R.L. - IN LIQUIDAZIONE	2015	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1186	OFFICINE LANZARONE S.R.L. - IN LIQUIDAZIONE	2016	Ca	Ca	Ca	Caa	A	Ca	18,5	Caa2
1187	OFFICINE LANZARONE S.R.L. - IN LIQUIDAZIONE	2017	Ca	Ca	Ca	Ca	Baa	Ca	19,5	Caa3
1188	OFFICINE LANZARONE S.R.L. - IN LIQUIDAZIONE	2018	Ca	Ca	Ca	Ca	Baa	Ca	19	Caa3
1189	COFILPA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2009	B	Ca	Ca	Caa	B	B	16,5	B3
1190	COFILPA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2010	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1191	COFILPA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2011	Ca	Ca	Ca	B	Caa	Ca	19,5	Caa3
1192	COFILPA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1193	COFILPA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	Baa	Ca	19,5	Caa3
1194	COFILPA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1195	COFILPA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2015	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1196	COFILPA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2016	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1197	COFILPA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2017	Aaa	Ca	Ca	Caa	B	Aaa	9,5	Baa2
1198	COFILPA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2018	Ca	Ca	Ca	Aa	Aaa	Ca	17	Caa1
1200	NEW BUSINESS 38 S.P.A.	2010	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1201	NEW BUSINESS 38 S.P.A.	2011	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1202	NEW BUSINESS 38 S.P.A.	2012	B	Ca	Ca	Ca	Ca	Baa	16,5	B3
1203	NEW BUSINESS 38 S.P.A.	2013	B	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Baa	6,5	A2
1204	NEW BUSINESS 38 S.P.A.	2014	Ca	Ca	Aaa	Ca	Aaa	Ca	16,5	B3
1205	NEW BUSINESS 38 S.P.A.	2015	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1206	NEW BUSINESS 38 S.P.A.	2016	Ca	Ca	Aaa	Ca	Aaa	Ca	16,5	B3
1207	NEW BUSINESS 38 S.P.A.	2017	Ca	Ca	Aaa	Ca	Ca	Ca	18,5	Caa2
1208	NEW BUSINESS 38 S.P.A.	2018	Ca	Ca	Aaa	Ca	Ca	Ca	18,5	Caa2
1209	NEW BUSINESS 38 S.P.A.	2019	Ca	Ca	Aaa	Aaa	Ca	Ca	16,5	B3
1210	DTM S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2009	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1211	DTM S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2010	Ca	Ca	Ca	B	Baa	Ca	19	Caa3
1212	DTM S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2011	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20,5	Ca
1213	DTM S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1214	DTM S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1215	DTM S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1216	DTM S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2015	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1217	DTM S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2016	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1218	DTM S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2017	Aaa	B	Ca	Ba	A	Aaa	7,5	A3
1219	DTM S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2018	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20,5	Ca
1220	D'PROGET S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2009	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1221	D'PROGET S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2010	Baa	Ca	Ca	B	A	Aaa	11,5	Ba1
1222	D'PROGET S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2011	Aa	Caa	Ca	Ba	A	Aaa	9	Baa2
1223	D'PROGET S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2012	Ca	Ca	Ca	Ba	Caa	Ca	19,5	Caa3
1224	D'PROGET S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2013	Aaa	Ba	Ca	Ca	Ca	Aaa	9	Baa2
1225	D'PROGET S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2014	B	B	Ca	Baa	A	Baa	13,5	Ba3
1226	D'PROGET S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2015	Caa	Ca	Ca	Caa	Ca	Ba	18	Caa2
1227	D'PROGET S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2016	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1228	D'PROGET S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2017	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1229	D'PROGET S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2018	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1230	OXYGEN S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2009	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1231	OXYGEN S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2010	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1232	OXYGEN S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2011	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
1233	OXYGEN S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2012	Ca	Ca	Ca	Caa	Aaa	Ca	18,5	Caa2
1234	OXYGEN S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20,5	Ca
1235	OXYGEN S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1236	OXYGEN S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2015	Ca	Ca	Ca	Ca	Ba	Ca	19,5	Caa3
1237	OXYGEN S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2016	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1238	OXYGEN S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2017	Aaa	Ca	Ca	Caa	Caa	Aaa	10	Baa3
1239	OXYGEN S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2018	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1240	AS A SRL	2010	Aaa	Ca	Ca	Caa	B	A	10,5	Baa3
1241	AS A SRL	2011	Aaa	Ca	Ca	Caa	Caa	Baa	10,5	Baa3
1242	AS A SRL	2012	Aaa	Ca	Ca	Caa	Caa	Ba	11,5	Ba1
1243	AS A SRL	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	B	Ca	20	Ca
1244	AS A SRL	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1245	AS A SRL	2015	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1246	AS A SRL	2016	Aaa	Ca	Ca	Caa	A	Aa	9	Baa2
1247	AS A SRL	2017	Aaa	Ba	Ca	Baa	A	Aaa	6,5	A2
1248	AS A SRL	2018	Aaa	Ca	Ca	Ca	Caa	Aa	10,5	Baa3
1249	AS A SRL	2019	Aaa	Ca	Ca	Caa	B	Caa	12	Ba2
1250	TRIDENT RACING S.R.L.	2009	Baa	Ba	Ca	Ba	Baa	Baa	10	Baa3
1251	TRIDENT RACING S.R.L.	2010	Baa	Ca	Ca	B	Ca	A	13,5	Ba3
1252	TRIDENT RACING S.R.L.	2011	Baa	Ba	Ca	Ba	Aaa	A	9,5	Baa2
1253	TRIDENT RACING S.R.L.	2012	Ba	Caa	Ca	Ba	B	A	14	B1
1254	TRIDENT RACING S.R.L.	2013	Ca	Ca	Ca	A	Aaa	Ca	17	Caa1
1255	TRIDENT RACING S.R.L.	2014	Ca	Ca	Ca	Aa	Aaa	Ca	16,5	B3
1256	TRIDENT RACING S.R.L.	2015	Ca	Ca	Ca	Ca	Aaa	Ca	18,5	Caa2
1257	TRIDENT RACING S.R.L.	2016	Aaa	Ca	Ca	Ca	Caa	B	11,5	Ba1
1258	TRIDENT RACING S.R.L.	2017	Baa	Ca	Ca	Ca	Ca	B	15	B2
1259	TRIDENT RACING S.R.L.	2018	B	Ca	Ca	Aaa	Aaa	B	13,5	Ba3
1260	I-TEA S.R.L.	2009	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20,5	Ca
1261	I-TEA S.R.L.	2010	Aaa	Caa	Ca	Caa	Ca	Aaa	10	Baa3
1262	I-TEA S.R.L.	2011	Aaa	Ba	Ca	Baa	Caa	Aaa	7,5	A3
1263	I-TEA S.R.L.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Ba	Ca	19,5	Caa3
1264	I-TEA S.R.L.	2013	Ca	Ca	Ca	Caa	A	Ca	19	Caa3
1265	I-TEA S.R.L.	2014	Aaa	Ca	Ca	Ca	Aaa	Aaa	9	Baa2
1266	I-TEA S.R.L.	2015	Aaa	Ca	Caa	Caa	A	Aaa	8,5	Baa1
1267	I-TEA S.R.L.	2016	Aaa	Ca	Caa	Caa	Caa	Aaa	9,5	Baa2
1268	I-TEA S.R.L.	2017	Ca	Aaa	Aaa	Ca	Aaa	Ca	12,5	Ba2
1269	I-TEA S.R.L.	2018	Aaa	Aaa	Aaa	Ca	Aaa	Aaa	3	Aa2
1270	MOTORI BALEN S.R.L.	2009	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1271	MOTORI BALEN S.R.L.	2010	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1272	MOTORI BALEN S.R.L.	2011	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1273	MOTORI BALEN S.R.L.	2012	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	Ca	20	Ca
1274	MOTORI BALEN S.R.L.	2013	Aaa	Ca	Ca	Caa	Caa	B	11,5	Ba1
1275	MOTORI BALEN S.R.L.	2014	Ca	Ca	Ca	Caa	B	Ca	19,5	Caa3
1276	MOTORI BALEN S.R.L.	2015	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	Ca	20	Ca
1277	MOTORI BALEN S.R.L.	2016	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	Ca	20	Ca
1278	MOTORI BALEN S.R.L.	2017	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1279	MOTORI BALEN S.R.L.	2018	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	Ca	20	Ca
1280	ERMINI AUTOMOBILI ITALIA S.R.L.	2009	Ca	Ca	Ca	Ba	Baa	Ca	18,5	Caa2

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
1281	ERMINI AUTOMOBILI ITALIA S.R.L.	2010	B	Ca	Ca	Caa	Ca	B	17,5	Caa1
1282	ERMINI AUTOMOBILI ITALIA S.R.L.	2011	Ca	Ca	Baa	Caa	Ca	Ca	19	Caa3
1283	ERMINI AUTOMOBILI ITALIA S.R.L.	2012	Ca	Ca	B	Caa	Ca	Ca	19,5	Caa3
1284	ERMINI AUTOMOBILI ITALIA S.R.L.	2013	Ca	Ca	B	Baa	Caa	Ca	18,5	Caa2
1285	ERMINI AUTOMOBILI ITALIA S.R.L.	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1286	ERMINI AUTOMOBILI ITALIA S.R.L.	2015	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1287	ERMINI AUTOMOBILI ITALIA S.R.L.	2016	Aaa	Ca	Ca	B	Ba	Aaa	9	Baa2
1288	ERMINI AUTOMOBILI ITALIA S.R.L.	2017	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1289	ERMINI AUTOMOBILI ITALIA S.R.L.	2018	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1290	ALBA S.R.L.	2009	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1291	ALBA S.R.L.	2010	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1292	ALBA S.R.L.	2011	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1293	ALBA S.R.L.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1294	ALBA S.R.L.	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1295	ALBA S.R.L.	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1296	ALBA S.R.L.	2015	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1297	ALBA S.R.L.	2016	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1298	ALBA S.R.L.	2017	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1299	ALBA S.R.L.	2018	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1300	B. BIANCHI - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2009	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1301	B. BIANCHI - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2010	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20,5	Ca
1302	B. BIANCHI - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2011	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1303	B. BIANCHI - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1304	B. BIANCHI - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2013	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	Ca	20	Ca
1305	B. BIANCHI - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1306	B. BIANCHI - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2015	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1307	B. BIANCHI - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2016	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1308	B. BIANCHI - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2017	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1309	B. BIANCHI - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2018	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1310	AUTOMOBILI MAURO GUIDETTI SRL	2010	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1311	AUTOMOBILI MAURO GUIDETTI SRL	2011	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1312	AUTOMOBILI MAURO GUIDETTI SRL	2012	Aaa	Ca	Ca	Caa	Ca	Aaa	10,5	Baa3
1313	AUTOMOBILI MAURO GUIDETTI SRL	2013	Aaa	Ca	Ca	Caa	Ca	Aaa	10,5	Baa3
1314	AUTOMOBILI MAURO GUIDETTI SRL	2014	Aaa	Ca	Ca	Caa	Caa	Aaa	10	Baa3
1315	AUTOMOBILI MAURO GUIDETTI SRL	2015	Ba	Ca	Ca	Caa	Caa	Aaa	15	B2
1316	AUTOMOBILI MAURO GUIDETTI SRL	2016	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	Ca	20	Ca
1317	AUTOMOBILI MAURO GUIDETTI SRL	2017	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	Ca	20	Ca
1318	AUTOMOBILI MAURO GUIDETTI SRL	2018	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	Ca	20	Ca
1319	AUTOMOBILI MAURO GUIDETTI SRL	2019	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1320	VM MOTORI S.P.A.	2009	A	B	Ca	Ba	Baa	A	10	Baa3
1321	VM MOTORI S.P.A.	2010	Aa	B	Ca	Ba	Ca	A	10	Baa3
1322	VM MOTORI S.P.A.	2011	Baa	Caa	Ca	Ba	Ca	A	13	Ba3
1323	VM MOTORI S.P.A.	2012	Ba	Caa	Ca	Ba	Ba	A	13	Ba3
1324	VM MOTORI S.P.A.	2013	Ba	Caa	Ca	Ba	Ca	A	13,5	Ba3
1325	VM MOTORI S.P.A.	2014	Baa	Aaa	Ca	Ca	Aaa	A	8,5	Baa1
1326	VM MOTORI S.P.A.	2015	Aaa	A	Ca	Aaa	Aaa	Aa	3,5	Aa2
1327	VM MOTORI S.P.A.	2016	Aaa	Ca	Aaa	Caa	Aaa	Aa	6,5	A2
1328	VM MOTORI S.P.A.	2017	Aaa	Ca	Aaa	Caa	Ca	Aaa	8,5	Baa1

Appendice

Num. osservaz	Nome Azienda	Anno di Bilancio	Codifica EBITA Margin	Codifica Debt/Ebitda	Codifica Cash/Debt	Codifica RCF/Debt	Codifica FCF/Debt	Codifica EBITA/OF	Score Finale	Moody's Rating
1329	VM MOTORI S.P.A.	2018	Aaa	Ca	Aaa	B	Caa	Aaa	7,5	A3
1330	GAMBITTA S.R.L.	2009	Ca	Ca	Ba	Ca	Ca	Ca	19,5	Caa3
1331	GAMBITTA S.R.L.	2010	Ca	Ca	Aaa	Ca	Ca	Ca	18,5	Caa2
1332	GAMBITTA S.R.L.	2011	Ca	Ca	Aa	Ca	Ca	Ca	19	Caa3
1333	GAMBITTA S.R.L.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1334	GAMBITTA S.R.L.	2013	Ca	Ca	Aa	Ca	Ca	Ca	18,5	Caa2
1335	GAMBITTA S.R.L.	2014	Ca	Ca	Aa	Ca	Ca	Ca	18,5	Caa2
1336	GAMBITTA S.R.L.	2015	Ca	Ca	Aa	Ca	Ca	Ca	19	Caa3
1337	GAMBITTA S.R.L.	2016	Ca	Ca	Baa	Ca	Ca	Ca	19,5	Caa3
1338	GAMBITTA S.R.L.	2017	Ca	Ca	Ba	Ca	Ca	Ca	19,5	Caa3
1339	GAMBITTA S.R.L.	2018	Ca	Ca	B	Ca	Ca	Ca	20	Ca
1340	N.T SRL - IN LIQUIDAZIONE	2009	Ca	Ca	Ca	Aaa	Aaa	Ca	16,5	B3
1341	N.T SRL - IN LIQUIDAZIONE	2010	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1342	N.T SRL - IN LIQUIDAZIONE	2011	Ba	Caa	Ca	Baa	Aa	Aaa	12	Ba2
1343	N.T SRL - IN LIQUIDAZIONE	2012	Aaa	Ca	Caa	Caa	Baa	Aaa	8,5	Baa1
1344	N.T SRL - IN LIQUIDAZIONE	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1345	N.T SRL - IN LIQUIDAZIONE	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Aa	Ca	18,5	Caa2
1346	N.T SRL - IN LIQUIDAZIONE	2015	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1347	N.T SRL - IN LIQUIDAZIONE	2016	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1348	N.T SRL - IN LIQUIDAZIONE	2017	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1349	N.T SRL - IN LIQUIDAZIONE	2018	Ca	Ca	Ca	Caa	Caa	Ca	20	Ca
1350	SOMA S.R.L.	2009	Ca	Ca	Caa	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1351	SOMA S.R.L.	2010	Aaa	Ba	Ba	Ba	Baa	Aaa	6	A2
1352	SOMA S.R.L.	2011	Aaa	Aa	Baa	Aaa	Aaa	Aaa	2	Aa1
1353	SOMA S.R.L.	2012	Aaa	Aa	Ca	Aaa	Aaa	Aaa	3	Aa2
1354	SOMA S.R.L.	2013	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1355	SOMA S.R.L.	2014	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1356	SOMA S.R.L.	2015	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1357	SOMA S.R.L.	2016	Ca	Ca	Ca	Ca	Caa	Ca	20	Ca
1358	SOMA S.R.L.	2017	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1359	SOMA S.R.L.	2018	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1360	OFFICINE DEL FUTURO S.P.A.	2010	Aa	A	Ca	A	Aa	Aaa	5,5	A1
1361	OFFICINE DEL FUTURO S.P.A.	2011	Aa	A	Ca	Ca	A	Aaa	6,5	A2
1362	OFFICINE DEL FUTURO S.P.A.	2012	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	Ca	20,5	Ca
1363	OFFICINE DEL FUTURO S.P.A.	2013	Ca	Ca	A	Ca	Aaa	Ca	17	Caa1
1364	OFFICINE DEL FUTURO S.P.A.	2014	A	Caa	Aaa	Ca	Aaa	Aaa	8,5	Baa1
1365	OFFICINE DEL FUTURO S.P.A.	2015	Ca	Ca	Aaa	Aaa	Aaa	Ca	14,5	B1
1366	OFFICINE DEL FUTURO S.P.A.	2016	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	0,5	Aaa
1367	OFFICINE DEL FUTURO S.P.A.	2017	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	0,5	Aaa
1368	OFFICINE DEL FUTURO S.P.A.	2018	Ca	Ca	Aaa	Aa	Aaa	Ca	15	B2
1369	OFFICINE DEL FUTURO S.P.A.	2019	Ca	Ca	Aaa	Aaa	Aaa	Ca	14,5	B1

Tabella 6.1 Elenco Rating complessivo campione