

al 2009 e prevedendo un Ebitda da 650 milioni nel 2009. Il suo portafoglio di business è ben bilanciato tra rifiuti, acqua, gas ed elettricità e il 50% dei ricavi proviene da business regolato che dà una buona visibilità in ricavi e margini.

**ATTIRATI DALL'ITALIA**

Infine, un po' meno attiva sul fronte M&A è **Acegas**, nata da un'aggregazione fra le municipalizzate di Treviso e Padova e che inizialmente sembrava dovesse procedere ad altre acquisizioni nel nord-est. Proprio la settimana scorsa c'è stata l'attuazione della scissione parziale di **Estgas** (controllata Edison) in **Estenergy** (controllata al 100% da Acegas) e **Isogas** (controllata al 100% da Iris). Per Acegas ciò significa l'acquisizione di tutti i contratti vendita del gas della provincia di Trieste, ma ciò non avrà fondamentali riflessi sui margini operativi. I mercati, anche all'estero, sono attirati

tuali margini di riserva nelle ore di punta sono troppo bassi. Secondo, ci aspettiamo molte fusioni e acquisizioni tra le utility locali, come quella annunciata di recente fra Aem Milano e Asm Brescia».

Sono in molti a pensarla nella stessa maniera: fusioni e speculazioni vanno a braccetto. E non da pochi giorni. Per Monica, «l'elemento speculativo sul mercato italiano ha influito soprattutto negli ultimi due mesi, da quando è iniziato il valzer delle multiutility locali che ha portato alle decisioni di Aem Milano e Asm Brescia».

Secondo Bruzzi, «in generale il processo di consolidamento andrà avanti ed è da seguire con attenzione perché si potranno aprire opportunità interessanti. In Germania da un processo simile di aggregazione, iniziato alcuni

anni fa, è nato un colosso come Rwe».

Significativamente l'ultimo report di Citigroup su Asm (25 settembre,

cioè prima del disco verde dei sindaci) è intitolato «Buona qualità degli asset con appeal speculativo». Il rating è **buy/low risk** con target price fissato a 3,75 euro. Scrivono gli analisti: «Al centro di speculazioni M&A. (Dal deal con Aem) si potrebbero estrarre 80 milioni di sinergie (circa il 10% della capitalizzazione delle due società) e secondo noi ciò non è ancora incluso nel prezzo. Asm potrebbe anche procedere alla distribuzione di un dividendo speciale di 1,2 euro ad azione».



dal consolidamento italiano. Come afferma **Dimitri Willems**, gestore del fondo **Ing (L) Invest utilities**: «Nel mercato italiano vediamo due importanti sviluppi per i prossimi due anni. Primo, verrà costruita molta capacità di generazione perché gli at-

**LE UTILITY/3** INTERVISTA ALESSANDRO MARANGONI

# Attenti alla speculazione

Il recente rally del settore, sia in Italia sia in Europa, è guidato principalmente dall'appeal innescato dai processi di fusioni e acquisizioni. I multipli indicano che le aziende sono sempre più care: più che la struttura si paga l'opportunità di mercato

**Alessandro Marangoni**, docente di gestione delle utility all'università Bocconi e amministratore delegato di **Agici finanza d'Impresa**, da anni è un attento osservatore del comparto e in questa intervista ne analizza la situazione attuale.

*A livello generale come vede in questo momento il settore delle utility sia per ciò che riguarda la borsa italiana sia nel contesto delle borse europee?*

«Negli ultimi mesi il settore utility, e in particolare i comparti energetici, sono stati oggetto di grande attenzione, sia da parte dei media sia dei mercati. Le tensioni sui mercati internazionali delle commodity energetiche hanno spinto le loro quotazioni e ciò ha avuto un effetto leva sui profitti delle maggiori compagnie energetiche. Questo fenomeno, tuttavia, beneficia soprattutto le imprese presenti nell'upstream, mentre le aziende minori e quelle che operano prevalentemente nella distribuzione ne avranno effetti sensibilmente inferiori».

*Il rialzo dei tassi e l'inversione del ciclo non promettevano niente di buono per i titoli delle utility, tradizionalmente difensivi. Non sembra però che si stia verificando questa situazione. Come valuta l'impennata che questi titoli stanno vivendo? Si tratta di effetti speculativi connessi al rischio delle utility o ci sono altre motivazioni?*

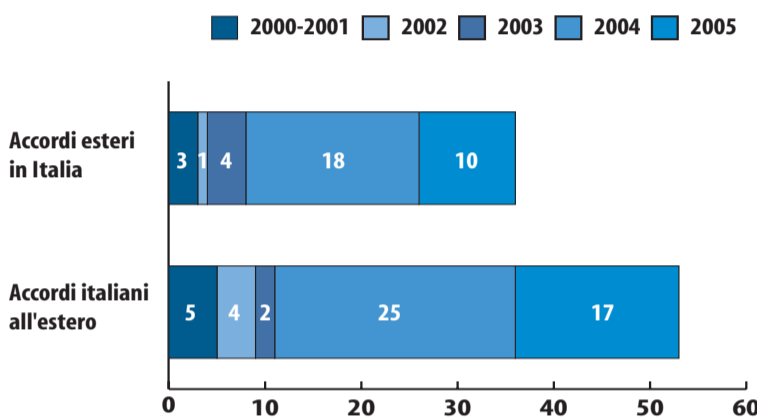
«La questione si pone, ovviamente, in maniera diversa per le varie imprese e nei diversi paesi. In generale, possiamo dire che oggi la maggior parte delle imprese utility (escluse le Telco) ha grandemente ridotto gli elevati livelli

**valutazioni delle aziende utility sono cresciute recentemente in tutti i paesi, proprio a seguito del processo di consolidamento in corso.** È sufficiente osservare i multipli delle ultime operazioni, sempre più care. Un esempio sono i prezzi pagati dai big player europei, Enel compresa, per acquisire alcune aziende dell'Europa orientale dismesse con gli ultimi processi di privatizzazione. Prezzi non

si i pochi player nazionali, anche le local utility più grandi sono di dimensioni limitate rispetto ai grandi gruppi internazionali e operano quasi esclusivamente sul mercato domestico.

I dati del Rapporto 2006 dell'osservatorio Agici Finanza d'Impresa, mostrano chiaramente che l'internazionalizzazione delle local utility italiane è stata soprattutto di tipo passivo e la presenza all'estero è ancora modesta».

**LE OPERAZIONI TRANSAZIONALI**



modesti, considerato che spesso si tratta di aziende da ristrutturare, più o meno, pesantemente. Più che il valore dell'azienda, si paga l'opportunità di essere su un determinato mercato, in altri termini la quota di mercato».

*Quanto si aspetta che durerà questo periodo favorevole?*

«Difficile dirlo. Da un lato, proprio il carattere difensivo di questi titoli dovrebbe mantenerli attraenti, dato che le prospettive di crescita del nostro paese, seppure migliorate, rimangono modeste. Dall'altro, è evidente che se alcune delle operazioni prospettate non dovessero concludersi, le quotazioni ne risentirebbero. Diversamente, le sinergie, le economie di scala e i risparmi possibili potrebbero rendere sostenibili le quotazioni. Se si guarda, ad esempio, al caso Hera, dopo le incertezze successive all'Ipo, i mercati hanno apprezzato i progressivi miglioramenti dell'efficienza e della profittabilità che la realizzazione dell'integrazione delle aziende preesistenti ha permesso».

*Com'è la situazione europea? Quali le similitudini e le differenze rispetto alle dinamiche italiane?*

«Il punto comune, come visto sopra, è che il settore è interessato da una progressiva concentrazione e quindi da una forte crescita di acquisizioni, alleanze e integrazioni negli ultimi mesi. La differenza più vistosa è la dimensione e la forza dei vari player. In Italia il settore è ancora frammentato e, esclu-

*Sono in corso operazioni di M&A, quali le principali e quali gli effetti sui corsi azionari?*

«La principale della quale si parla da fine estate, come è noto è Aem-Asm, ma mi sembra che in questo momento tutti parlino con tutti. Hera-Enia è un'opzione aperta e, credo, logica; ma c'è anche chi parla di Enia-Asm. Hera-Acea sembra più problematica, l'alleanza del nord-ovest Aem Torino ed Amga Genova sta valutando i prossimi passi. In effetti c'è anche molta confusione; i mercati sono molto attenti, ma al di là delle fiammate momentanee, premieranno solo le intese concrete e ben costruite. È molto importante che, al di là delle affinità territoriali e socio-politiche, via sia una forte logica industriale».

*L'attuale tendenza ribassista del settore oil & gas quali ripercussioni potrà avere nei prossimi anni sui bilanci di queste aziende?*

«Il meccanismo tariffario per elettricità e gas tende a ritardare nel tempo gli effetti sui clienti retail degli incrementi nei costi delle materie prime; quindi se le aziende non beneficino subito degli incrementi, ugualmente non ne patiscono subito i ribassi. D'altra parte, lo scenario di medio periodo è comunque di un relativo shortage di gas, mentre le quotazioni del petrolio, al di là di fattori geopolitici e climatici congiunturali, è probabile che rimarranno comunque su livelli medi più elevati di quelli di un anno addietro».

**CONVERTIBILE AEM**

## Un prestito con troppe incognite

di Guido Bellosta

Il prestito emesso dal comune di Milano, tasso 2,25%, ha offerto discrete soddisfazioni ai sottoscrittori. Quando l'obbligazione venne classata, il forte premio di conversione, superiore al 25%, aveva frenato l'interesse per questo valore. Il prezzo di conversione, infatti, era stato fissato a 2,12 euro. L'azione passava infatti di mano tra 1,60 e 1,75 euro, rendendo scarsamente allettante la caccia alla convertibile.

La recente riscoperta delle utility ha però spinto al rialzo la quotazione del titolo Aem, giunto negli scorsi giorni oltre la suddetta importante soglia di 2,12 euro. L'obbligazione ha seguito l'ascesa del sottostante valore azionario, salendo fino a 111. Il premio di conversione si è perciò dimezzato, scendendo a poco più del 10%. Ma sulla convertibile aleggia talune incertezze. Il comune di Milano si è riservato la possibilità di rimborsare il portatore di obbligazioni che ne chiedesse la conversione, sia con titoli sia con contante. Questa seconda scelta è presente nel regolamento del prestito e permette al comune di non diluire la sua quota nella municipalizzata.

**Un colossale rimborso**

Ma questa alternativa non è indolore. L'importo del prestito è infatti di 335 milioni. Se tutti gli obbligazionisti chiedessero la conversione, una ipotesi non certo remota se la quotazione di Aem continuasse anche in futuro a veleggiare oltre 2,12 euro, il comune di Milano dovrebbe rimborsare per contanti ben 335 milioni di euro. Una cifra colossale per potere mantenere inalterata la partecipazione in Aem e non diluire troppo la presenza del comune nella nuova super-utility che nascerà con il prossimo matrimonio con Asm.

Ma sull'obbligazione convertibile grava anche una minaccia a livello comunitario. Infatti se venisse dichiarata illegittima dalla Corte di giustizia europea la governance di Aem, come richiesto dall'opposizione in comune, il prestito, come da regolamento, perderebbe la convertibilità, a meno che il comune non provveda a impugnare la delibera comunitaria entro quattro mesi. Le incognite sul prestito e la presenza di un consistente premio di conversione sono fattori decisivi per preferire in questo caso l'azione alla convertibile. Una scelta facilitata dal maggiore rendimento dell'azione rispetto all'obbligazione.

## Il carattere difensivo di questi titoli dovrebbe mantenerli attraenti

di indebitamento raggiunti con la diversificazione e lo scoppio della bolla speculativa dei primi anni 2000. Inoltre, possono contare sui robusti flussi di cassa che il settore energetico oggi assicura. Mi sembra, d'altra parte, innegabile che le più recenti crescite delle quotazioni di questi titoli dipendano in larga misura dall'accelerazione del processo di concentrazione del settore visto negli ultimi mesi. È evidente in Italia nei recenti numeri di Aem Milano e di Asm Brescia; è altrettanto chiaro nelle quotazioni dei gruppi esteri sotto scalata, come ad esempio Endesa in Spagna. D'altra parte, le

## Completa, innovativa, unica. La nostra concezione di trading.

- ☑ CFD azionari con leva a partire da 20
- ☑ Forex a 2 pips
- ☑ Indici: MIB, mini-DAX, etc...

Il servizio di trading che forniamo con la nostra piattaforma offre più di 5000 prezzi e grafici gratuiti in tempo reale e viene utilizzato ogni giorno da oltre 26.000 clienti.



Informazioni  
**800-979291**  
[www.igmarkets.it](http://www.igmarkets.it)



Il nostro servizio di trading comporta un elevato livello di rischio e può determinare perdite che eccedono il vostro capitale iniziale. Prima di intraprendere qualsiasi supporto o servizio, tra l'altro, considerate se tale servizio è a voi adeguato prendendo visione del Documento sui Rischi Generali di Investimento in Servizi di Investimento disponibili sul nostro sito [www.igmarkets.it](http://www.igmarkets.it) di cui alla Delibera Consob n. 11522 del 1° luglio 1998 al fine di una piena e corretta comprensione dei rischi e costi del servizio. IG Markets Ltd. è autorizzata e regolata dalla Financial Services Authority di Londra (numero di registrazione 18551) ed è abilitata a svolgere in Italia il servizio di negoziazione per conto proprio di strumenti finanziari (iscrizione all'elenco delle imprese di investimento Comunitarie senza Succursale n. 1114).