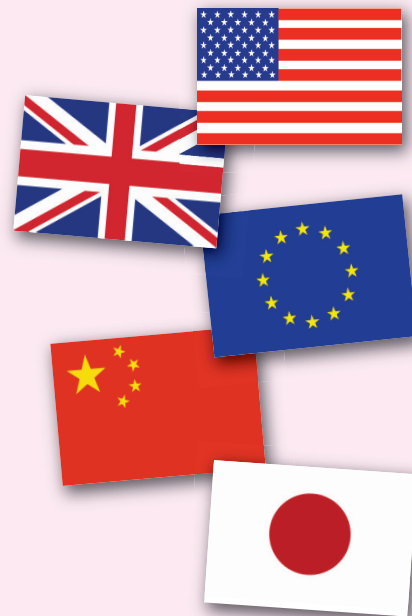


## 2.1.6 La Borsa e le aziende

**Le maggiori Borse Valori del mondo**

Vai su Internet e paragona questi valori indicativi\*,  
con i valori attuali per capitalizzazione di mercato in miliardi di dollari USA:

1. NYSE Euronext - 20.700 \$
2. Borsa di Tokyo (Tokyo Stock Exchange) - 4.630 \$
3. NASDAQ - 4.390 \$
4. Borsa di Londra (London Stock Exchange) - 4.210 \$
5. Borsa di Shanghai (Shanghai Stock Exchange) - 3.020 \$
6. Borsa di Hong Kong (Hong Kong Stock Exchange) - 2.970 \$
7. Borsa di Toronto (Toronto Stock Exchange) - 2.290 \$
8. Borsa di Francoforte (Deutsche Börse) - 2.120 \$
9. Borsa di Madrid (Bolsa de Madrid) - 1.830 \$
10. Borsa di Bombay (Bombay Stock Exchange) - 1.610 \$
11. Borsa valori indiana (National Stock Exchange of India) - 1.460 \$
12. Borsa Australiana (Australian Securities Exchange) - 1.450 \$
13. Borsa di San Paolo (São Paulo Stock Exchange) - 1.400 \$
14. Borsa Scandinava (Nordic Stock Exchange Group) - 1.380 \$
15. Borsa di Zurigo (Swiss Exchange) - 1.330 \$
16. Borsa di Seoul (Korea Exchange) - 1.260 \$
17. Borsa di Milano (Borsa Italiana) - 1.130 \$
18. Borsa di Mosca (Moscow Interbank Currency Exchange) - 965 \$
19. Borsa di Johannesburg (Johannesburg Securities Exchange) - 940 \$
20. Borsa di Shenzhen (Shenzhen Stock Exchange) - 741 \$



\* valori 2007



## Il gergo della Borsa

**Valore facciale** / Da Edison ad Asm Brescia, senza escludere Enia ed Hera, il presidente di Aem è impegnato a creare valore per gli azionisti. Ecodeco è un'altra area da cui potrebbero derivare importanti sinergie. Cedute Metroweb e la rete di trasmissione, resta aperto il capitolo Atei, in odore di vendita

# Giuliano Zuccoli, la sua Aem fa scintille

di **Francesca Gerosa**

Ha ristabilito il feeling con il mercato. Giuliano Zuccoli, dal maggio 1999 presidente e amministratore delegato di Aem, riportando l'ex municipalizzata milanese alla ribalta delle cronache rosa di piazza Affari. Grazie alla sua esperienza, prima nel gruppo Falck e poi nella società nordelettrica Sondel, nel 1998 il top manager, allora solo ad, ha accompagnato l'azienda, già centenaria, in borsa. Una tappa importante che ha permesso ad Aem di collocarsi tra le prime imprese locali del paese che producono elettricità. Ma l'identità del gruppo è ben più articolata. Al settore dell'energia elettrica si sommano infatti quello del gas e calore, delle reti, dei servizi e del «Waste e Power», la produzione di energia elettrica da rifiuti.

Una realtà complessa, costruita ad arte da Zuccoli, che nel tempo ha saputo riordinare

Aem a piazza Affari		
Anno	Perf. % annua	Perf. % media annua
1998	84,1%	9,3
1999	95,3%	
2000	-20,4%	
2001	-27,2%	
2002	-44,0%	
2003	16,2%	
2004	14,5%	
2005	-4,8%	
2006	34,8%	

alcuni tasselli importanti dell'intero quadro: dalle alleanze strategiche con partner industriali che hanno fatto nascere nuove società come Electrone, Itaipower e Plurigas, all'acquisto nell'aprile del 2005 del 30% di Ecodeco, società che opera nel trattamento e smaltimento rifiuti, nella produzione di energia elettrica da Wte (termovalorizzatori) e impianti a biogas. Fino all'acquisto nel maggio 2005 di Edison insieme con il colosso francese Edf.

### Fatturato quintuplicato in sette anni

Un'operazione, quest'ultima, sofferta ma di grande valore aggiunto, che ha permesso ad Aem di diventare il secondo operatore nazionale nei settori dell'energia elettrica e del gas senza affrontare un esborso troppo eccessivo. I benefici dell'intesa si sono evidenziati nei conti del primo semestre 2006, che si sono chiusi, grazie al consolidamento al 50% di Edison e integrale di Ecodeco, con ricavi più che triplicati rispetto al primo semestre 2005, raggiungendo i 3,555 miliardi di euro, e con un risultato netto di gruppo in crescita del 33% a 193 milioni di euro. I dati dello scorso esercizio già mostravano una netta crescita del volume d'affari (+10,8%) e del margine operativo (+10%). Il salto di qualità è ancora più impressionante se si guarda ai numeri di Aem nel 1998, anno dell'ingresso in borsa, anche senza l'apporto delle nuove acquisizioni: a fronte di un fatturato pari a 624,3 milioni di euro, la società ha registrato un utile netto di 115,9 milioni di euro.

In sette anni è stato quindi quintuplicato il giro d'affari e più che raddoppiato l'utile netto, tenendo conto che fino al 1999 Aem non era soggetta a imposte sul reddito (Irppeg). Per l'esercizio 2006, il management ha confermato l'obiettivo di un Ebitda (margine operativo lordo) consolidato da situare nella parte alta della forchetta tra 1,2 e 1,4 miliardi di euro. Numeri e previsioni che il mercato ha premiato con un'ondata di acquisti sull'azione: +90% dal 1998 a oggi.

Merito anche del nuovo piano industriale 2006-2011, che ha mostrato degli elementi di novità nella strategia di crescita rispetto al passato. Aem intende inoltre sviluppare attività di nicchia a elevato valore aggiunto, come quelle nell'ambiente e nella produzione di energia elettrica da smaltimento rifiuti, nei servizi di teleriscaldamento, comprese le attività da sviluppare sul mercato dei certificati verdi. Il business plan, che a livello consolidato vede un tasso composto medio di crescita (Cagr) dell'Ebit (risultato operativo) del

10%-11% e dell'Ebitda del 6,5%-8,5%, è stato costruito senza considerare le sinergie derivanti dall'integrazione con Edison ed Ecodeco.

### Aem-Asm, pronta la superutility

A distanza di oltre un anno dal passaggio di proprietà su Edison, Zuccoli deve ancora quantificare le sinergie industriali attese da questa operazione. Ovviamente esistono e sono state genericamente indicate da alcuni analisti in 15-20 milioni di euro l'anno in termini di Ebitda. Ci si attende, perciò, che i risultati di Aem siano superiori a quelli riportati nel piano industriale a vantaggio della performance del titolo in borsa. Per gli esperti del settore, una maggiore chiarezza su questo punto sarebbe stata preferibile. L'operazione Edison ha anche permesso ad Aem di sviluppare, attraverso la costituzione di Delmi, la holding che ha partecipato all'opa su Edison e che ne controlla parte dell'azionariato, un rapporto di partnership con alcuni servizi del Nord Italia (Enia, Sel e Trentino Servizi). In quest'ottica, lo scorso marzo Zuccoli ha siglato un protocollo d'intesa con Acsm Como per entrare nell'utility del comune lariano con il 20%, dando il via al processo di consolidamento intrasettoriale in Italia. Protagonista la stessa Aem e la bresciana Asm. Un passo in-



Giuliano Zuccoli, classe 1943, una laurea in ingegneria elettronica al Politecnico di Milano. È presidente e ad di Aem.

telligente, vista la crescente pressione sui margini e l'aumento dei costi di approvvigionamento.

Gli obiettivi della fusione sono molteplici: creare in Italia un terzo polo dell'energia dopo Enel ed Edison, replicare il modello vincente della tedesca Rwe, colosso europeo nato dall'aggregazione di tante piccole utility locali, e unire al nuovo gruppo altre società, prima fra tutte Enia, che raggruppa le municipalizzate di Reggio Emilia, Piacenza e Parma. Ma si terrà un occhio di riguardo anche per la bolognese Hera e Iride (Aem To-Amga). Intanto la superutility del Nord prende forma con gli advisor, JP Morgan per Aem e Banca Intesa per Asm, che hanno effettuato le prime valutazioni del piano industriale che sarà presentato a fine anno dai vertici delle due municipalizzate, mentre l'annuncio della fusione è previsto entro il primo semestre dell'anno prossimo. Nascerà un campione nazionale con oltre 6 miliardi di euro di capitalizzazione, quasi 2 miliardi di Ebitda e quasi 500 milioni di utile netto. Le sinergie saranno significative sia sul fronte dei costi sia su quello dei ricavi. Per un totale di 50-80 milioni di euro, come indicano gli analisti.

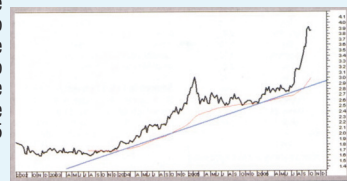
### Sviluppi nel business ambientale

Al vaglio anche la struttura dell'operazione. Finora si è sempre lasciato intendere che sarebbe stata una fusione alla pari. Se non lo fosse, si giustificerebbe il premio per Asm rispetto ad Aem implicito negli attuali prezzi di mercato (1,80 azioni Aem per una Asm al 19 ottobre) e rispetto al concambio che gli analisti di Caboto, per esempio, stimano sulla base della media dei prezzi a 12 e 6 mesi a circa (1,6-1,65). Lo schema, secondo le ultime indiscrezioni, potrebbe prevedere la costituzione di una holding in cui il comune di Milano e quello di Brescia dovrebbero apportare le quote detenute nelle rispettive utility, per

### Asm tra le migliori, meglio non abbandonare il titolo

Decisamente eclatante la dinamica di medio termine di Asm, che da inizio anno a oggi si colloca al quinto posto nella classifica italiana in termini di rendimenti offerti con un progresso del +50% circa. I differenziali di rendimento rispetto al mercato e la volatilità controllata suggeriscono che non è ancora giunto il momento di abbandonare l'azione, nonostante la cavalcata già espressa. Statisticamente si segnala una reattività molto bassa rispetto al mercato (beta pari a 0,37), confermata da una correlazione altrettanto contenuta, 0,23 circa. Il rischio specifico, determinato dalle caratteristiche del titolo e non dalla dinamica del mercato, è quindi molto elevato e negli ultimi anni si è fortunatamente espresso solo a favore delle quotazioni. Anche in questo caso la migliore opportunità d'acquisto giungerebbe da una fase correttiva e di consolidamento, visti i livelli di ipercomprato dei diversi indicatori tecnici. L'area a 3,50-3,60 euro appare oggi un'interessante fascia di accumulo, mentre un possibile obiettivo di medio termine si colloca in prossimità di 4,25 euro.

Fausto Tenini



adequare il proprio modello di business a quello di Asm. Così il comune di Milano dovrebbe conferire ad Aem le attività relative alla gestione del ciclo idrico (ora in MM) e della raccolta e smaltimento rifiuti (Amsa). Operazione ben vista dagli analisti, perché può generare ulteriori sviluppi nel business ambientale della società guidata da Zuccoli, facendo leva sulle competenze della controllata Ecodeco. Inoltre, può risolvere il rischio che le modifiche apportate allo statuto per consentire al comune di controllare il cda, pur non avendo la maggioranza azionaria, siano giudicate non conformi alle norme Ue. Infine, con l'incasso dalla vendita (700 milioni di euro da MM e Amsa secondo le stime degli analisti) il comune di Milano può rimborsare cash il bond convertibile Aem in scadenza alla fine del 2009 e rimanere con in mano il 42,2% del capitale del gruppo. Il fine è quello di procedere alla fusione con Asm avendo un peso analogo al comune di Brescia. Con la conversione in azioni del prestito obbligazionario, invece, il comune di Milano scenderebbe al 33,4%.

### Sempre in bilico la questione Atel

Se il dossier Aem-Asm resterà aperto ancora un po', è stato chiuso quello di Metroweb. Dopo settimane di tira e molla sulla cessione della rete di fibra ottica di proprietà di Aem, il comune di Milano ha deciso di venderla al fondo inglese Stirling Square. Metroweb è

stata valutata 232 milioni di euro, dei quali 8 milioni saranno reinvestiti per l'acquisto del 23,53% della partecipazione in Burano (controllante di Metroweb) e altri 24 milioni saranno utilizzati per l'acquisto di obbligazioni convertibili emesse da Metroweb. La parte rimanente, pari a 200 milioni di euro, permetterà ad Aem di ridurre l'indebitamento netto. Con un altro colpo da maestro, Zuccoli ha anche venduto la rete di trasmissione ad alto voltaggio a Terna per 116 milioni di euro. Resta aperta la questione Atel. Aem possiede una quota del 5,8% della società svizzera, ma Zuccoli ha confermato più volte l'intenzione di cederla se non riuscisse a salire al 20% nell'entità che risulterà dopo la fusione con Motor Columbus. Comunque, il gruppo milanese potrebbe pervenire al proprio target anche attraverso accordi industriali, come la crescita della partecipazione di Atel in Edipower. Senza contare che dopo la vendita di Metroweb e della rete di trasmissione, Aem dovrebbe riuscire a compensare quasi interamente l'esborso necessario alla salita in Atel. Un esito positivo della vicenda potrebbe rappresentare un ulteriore fattore catalizzatore per il titolo Aem in borsa, che consoliderebbe le sinergie industriali con il partner svizzero, maturando possibilità di espansione nei mercati elettrici del centro Europa.

### I giudizi delle banche

Broker	Rating	Target price (euro)
Caboto	Hold	2,25
Centrosim	Buy	2,38
Cheuvreux	Outperform	2,27
Citigroup	Buy	3,75
Credit Suisse	Outperform	1,92
Euromobiliare	Buy	2,28
Kepler	Buy	1,92
Intermonte	Outperform	2,46
Mediobanca	Outperform	2,27
Morgan Stanley	Overweight	2,50
RasBank	Neutral	1,66
Studi e investimenti mobiliari	Add	-

LEGENDA: Buy, acquistare; outperform, sovraperformerà il mercato; overweight, sovrappesare in portafoglio; add, aggiungere il titolo in portafoglio; hold, tenere il titolo in portafoglio.

### Aem saldamente ancorata a un trend rialzista

Il titolo Aem si mantiene all'interno di un trend rialzista, che ha trovato ulteriore conferma dal recente breakout di 1,90 euro. Gli indicatori di rischio evidenziano un legame non eccessivo rispetto al mercato: si segnala infatti un beta (reattività nei confronti delle oscillazioni di mercato) pari a 0,55, confermato da una correlazione verso l'S&P-Mib limitata a 0,4. Al contempo l'alpha (che esprime la forza relativa nel medio termine rispetto al mercato nel suo complesso) non è marginale, elemento che accomuna molti competitor del settore. L'accelerazione osservata da inizio estate a oggi comporta alcuni rischi nel breve termine, poiché si potrebbero osservare prese di profitto di una certa entità. In tal senso la migliore opportunità d'acquisto per il titolo Aem sarebbe rappresentata da una correzione e consolidamento verso l'area 1,95-2 euro. Il successivo target rialzista si colloca visivamente in prossimità di 2,40 euro circa.

Fausto Tenini

