



di Gordon Gekko

## INSIDER

## Asm Brescia condannata a quotarsi

L'estate, nelle savane dell'Africa equatoriale è la stagione delle grandi migrazioni. Una festa per i coccodrilli, un massacro per gli gnu. Non si sa quanto i placidi erbivori siano consapevoli della fine che li aspetta, ma non hanno scelta: devono gettarsi nel fiume per raggiungere l'altra sponda alla ricerca dei prati verdi e della preziosa acqua che non hanno più alle loro spalle. Alcuni ce la faranno, molti altri cadranno vittima dei denti aguzzi degli insidiosi anfitrioni.

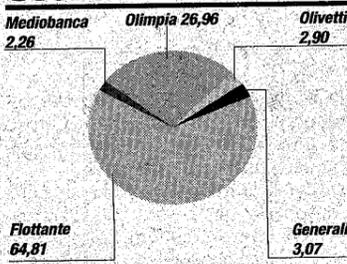
Asm, la multiutility bresciana, si è gettata nel fiume del mercato pur sapendo probabilmente che in questo momento le acque limacciose delle Borse non promettevano niente di buono. La sua avventura ha chiuso la stagione dei collocamenti in Piazza Affari che quest'anno è stata particolarmente povera. Di nuovi titoli azionari approdati sul listino dal guado del mercato primario ce n'erano stati in precedenza solo due: Astaldi e Pirelli Real Estate. Entrambe le operazioni sono andate, ma con grande fatica. Al minimo della forchetta di prezzo indicativa e ricorrendo all'aiuto di portafogli di investitori vicini, o con l'atto di fede di manager che si sono ricomprati le stock option che avevano riversato nel calderone dei titoli da collocare. Insomma, che il periodo non fosse dei più propizi, con la marcia indietro di aspiranti matricole, come Prada, che avevano già messo in moto la macchina della quotazione, era chiaro a tutti.

Perché allora Asm si è buttata a costo di sacrificare il prezzo d'offerta al di sotto del range preventivo? Perché non aveva scelta, proprio come gli gnu. L'articolo 35 della Legge finanziaria del 2002 concede alle sole ex-municipalizzate quotate e a quelle che, avendo deliberato lo sbarco in Borsa al 1° gennaio 2002, riusciranno ad approdare in listino entro la fine del 2003, il diritto all'«uso perpetuo inalienabile» delle reti di distribuzione. Aspettare l'autunno 2003 sarebbe stata proprio l'ultima spiaggia, l'opzione primaverile era esclusa per via delle elezioni comunali a Brescia. L'unica alternativa praticabile sarebbe stata perciò quella del collocamento nel prossimo autunno. Con la certezza di incontrare sul cammino il quasi-Ipo della nuova Edison, con la probabilità di affrontare la concorrenza delle altre municipalizzate in lista d'attesa (Verona, Modena, Bologna, Parma) e, semmai il mercato dovesse riprendersi, col rischio di farsi spiazzare dall'asso piglia-tutto Enel di cui, si mormora, sarebbe in cantiere il secondo collocamento-monstre, fino a un altro 30% del capitale.

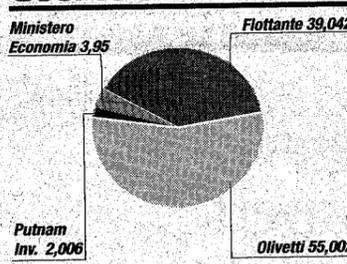
### Le cessioni

Operazione	Data	Importo a riduzione del debito (mln €)
Cessione partecipazione ex consorzi satellitari	28/11/01	450
Cessione del 26,89% di Auna	18/12/01	1.850
Adesione all'Opa su Lottomatica	28/12/01	390 inclusa Olivetti (212 quota Telecom)
Cessione del 19,61% di Bouygues Telecom	13/02/02	750
Cessione del 25% di Mobilkom Austria	7/06/02	716
Cessione 9Telecom	21/06/02	Valore non ancora dichiarato
Cessione del 100% di Sogei	1/07/02	201
Cessione della quota detenuta in Telemaco Immob.	5/07/02	228

### Soci Olivetti



### Soci Telecom



2002) che, stando alle stime di diversi analisti, potrebbe sfiorare, su base annua, i 200 milioni di euro. A pesare sul bilancio sono gli interessi passivi per il prestito Olimpia da oltre un miliardo, per il finanziamento a breve con Banca di Roma da 166 milioni, per i finanziamenti del Monte Paschi da 516 milioni, di Antonveneta da 181 milioni, di Interbanca da 77,5 milioni. A questi si devono poi aggiungere quelli corrisposti per il revolving credit da 1.800 milioni, gestito da Banca di Roma a fronte di un pegno sul grosso delle azioni e delle obbligazioni convertibili Olivetti, oltre a 14,7 milioni quale quota dei riscatti attivi (commissioni anticipate e premio per l'acquisto di opzioni call su azioni Tim). Tirate le somme, il totale della perdita stimata per Olimpia, a fine 2002, potrebbe avvicinarsi, dunque, a 200 milioni di euro.

A questo punto, secondo gli stessi analisti, le soluzioni per fronteggiare gli oneri finanziari potrebbero essere due: esclusa da Tronchetti l'ipotesi dell'aumento di capitale, che costringerebbe Pirelli e soci a un nuovo pesante esborso (a meno di non voler imbarcare altri azionisti), non rimarrebbe che cedere in garanzia, in cambio di nuovi finanziamenti, i pochi titoli Olivetti liberi da pegno, depositati presso il Credito Italiano, oppure sperare in un generoso dividendo da Olivetti. Per staccare a Olimpia una cedola da 200 milioni, la controllante di Telecom, che nel 2001 ha registrato 3 miliardi di perdita consolidata, dovrebbe distribuire a fine anno un dividendo di quasi 730 milioni. Per Tronchetti si preannuncia un'altra sfida.

Giuseppe Oddo

## Il piano industriale / Le nuove mosse

# Prosegue la marcia contro il debito

Aveva promesso, Marco Tronchetti Provera, di ridurre il debito consolidato di 6 miliardi di euro: 5 in capo a Telecom e uno in capo a Olivetti. E, a distanza di un anno, l'obiettivo può dirsi raggiunto. Le dimissioni, finora, hanno fruttato oltre 4,5 miliardi di euro (tabella a sinistra). E col completamento delle altre operazioni — il conferimento, forse già entro luglio, degli immobili Telecom alle società Tiglio 1 e Tiglio 2, la graduale cessione delle azioni Telekom Austria detenute da Telecom Italia e la vendita di Telespazio — quel tetto di incassi, secondo alcuni analisti, potrebbe essere addirittura superato. Nel primo trimestre 2002, il debito finanziario netto di Telecom Italia è sceso a 20,6 miliardi di euro (la componente rimborsabile oltre i 12 mesi è cresciuta dal 64% all'80%) e a fine anno dovrebbe ulteriormente ridursi a 18,3 miliardi, mentre il debito consolidato netto della Olivetti dovrebbe raggiungere i 34 miliardi. Il sensibile miglioramento della posizione finanziaria, cui ha anche contribuito il deconsolidamento di Telecom Argentina, ha portato le società di rating, come Moody's e Standard & Poor's, a riconsiderare in senso positivo il giudizio sul gruppo. La cessione delle partecipazioni in Europa, con la vendita di Bouygues e 9Telecom in Francia, di Auna in Spagna e delle attività in Austria, e la concentrazione sul mercato nazionale, dove i livelli di competitività sono inferiori a quelli di altri Paesi, come Germania e Gran Bretagna, han-

### Ma la valutazione della posizione finanziaria non può ignorare lo stato di Olivetti



L'amministratore delegato di Telecom Enrico Bondi ha seguito da vicino il percorso di riduzione del debito.

no determinato una generale riduzione del rischio e un aumento della liquidità. Telecom Italia continua peraltro a beneficiare, rispetto ai concorrenti, di margini più elevati sia nella telefonia fissa sia in quella mobile (con 25 milioni di clienti e costi di acquisizione della clientela inferiori, in media, al resto d'Europa) e di buoni livelli di produttività.

La compagnia telefonica presieduta da Tronchetti Provera (affiancato dagli amministratori delegati Enrico Bondi e Carlo Buora) appare, in sostanza, in

condizioni economiche e finanziarie mediamente migliori di quelle di Deutsche Telekom e, in certi casi, anche di France Télécom (tabella in basso). C'è, però, un punto su cui certi analisti invitano a riflettere: Telecom — dicono — potrebbe ottenere rating superiori a quelli che ha (articolo nella pagina a lato) se non fosse per il fatto che la controllante Olivetti ne condiziona molto il grado di flessibilità finanziaria. Per rimborsare alle banche gli oneri finanziari contratti con l'Opa del 1999, la Olivetti deve prelevare, infatti, da Telecom Italia un dividendo assai sostanzioso, al punto che lo scorso anno, in presenza di una perdita d'esercizio, il gruppo è arrivato a distribuire parte delle riserve: una conferma del legame indissolubile esistente tra la Telecom e la sua capogruppo.

«Oggi — dichiara Guy Deslondes, analista di Standard & Poor's — grazie al rifinanziamento dei mesi scorsi, la liquidità di Olivetti è migliorata e la società ha meno motivi per spremere Telecom». Il problema, semmai, è il dividendo che Olivetti potrebbe essere costretta a corrispondere alla controllante Olimpia, per permetterle a sua volta di versare alle banche gli interessi passivi accumulati nel 2002 (articolo a lato). Ebbene, è la conclusione di Deslondes, se rispetto al passato Olivetti dovesse incrementare in modo significativo il dividendo, «in tal caso potremmo metterne il rating sotto pressione».

G.O.

### Il peso dei debiti

Società	Cap. netto azionisti	Debiti fin. totali	Liquidità	Oneri fin. netti	Utili e perd. pro-quota	Ebit	Df/Cn	(Df-Iq)/Cn	Oneri fin. netti/Ebit
France Telecom	21.087	67.504	4.081	-4.184	-890	4.840	231,3	217,3	105,9
Deutsche Telekom	60.987	67.031	3.563	-4.031	-547	3.434	101,1	95,7	139,6
Vodafone Group	215.422	22.848	3.076	-1.389	-2.394	5.083	10,4	9,0	51,7
Telecom Italia	13.278	25.196	2.709	-1.455	-1.766	6.990	132,2	118,0	27,9
Telefonica	25.231	31.697	1.429	-2.391	-377	4.969	97,0	92,7	52,1
Bt Group	-304	30.304	7.788	-2.666	-2.270	3.004	-16.292,5	-12.105,4	363,2

Nota: dati in mln di euro al 31/3/2002 per Vodafone e Bt Group e al 31/12/2001 per tutte le altre società

Fonte: Elaborazione del Sole-24 Ore su dati vari

### Mobile / Banche d'affari ottimiste

## È Tim il gioiello di casa Telecom

Nello scrigno di Olimpia è Tim il gioiello più prezioso, la vera "cash-cow" (mucca da mungere) della filiera Telecom: la società che genera i flussi di cassa che alimentano le holding a monte. E nonostante la crisi che sta colpendo la telefonia, Tim continua a incassare il placet del mercato: solo nell'ultima settimana il titolo si è visto premiare con quattro "buy" e tutti provenienti da investment bank straniere: nell'ordine sono state Deutsche Bank, Julius Baer, Dresdner Kleinwort Wasserstein (Dkw) e Ubs Warburg a promuovere l'operatore radiomobile. Al coro si è unita anche Abn Amro che ha alzato il giudizio a "hold" da "reduce".

Di Tim piace soprattutto la solidità finanziaria: «Grazie a una minore ri-



Marco De Benedetti

Amministratore delegato di Tim. È alla guida della società dal luglio 1999.

schiosità — osserva Stefania Forti analista di Epta — e alla capacità di generare cash flow, il titolo è un buon acquisto, soprattutto a questi prezzi». I dati di bilancio, poi, delineano un quadro

confortante: nel primo trimestre 2002 l'utile netto è balzato del 130% toccando i 918 milioni di euro. A migliorare i conti ha contribuito la cessione di Bouygues Telecom, ma anche senza plusvalenze, la gestione caratteristica è in crescita (più 13% a 434 milioni di euro). Contenuto a «divelli fistologici», concludono in Epta, l'indebitamento finanziario. Websim, infine, fa notare, in un report come la società di Marco De Benedetti tratti a multipli «interessanti», ormai inferiori al settore utility: il P/E (rapporto prezzo/utile) per il 2002 si attesta a 25, mentre l'Ev/Ebitda (valore d'impresa diviso il margine operativo lordo) si attesta a 7,3. Il tutto mentre Morgan Stanley si accinge ad alzare le stime sui big del settore.

S.F.