

IL MERCATO

ALESSANDRO PENATI

TELECOM VENDITA TIM PER TENERSI LA RETE

**Il negoziato con Cdp
per lo scorporo sembra
un'eutanasia, invece
servirebbero scelte
coraggiose**

TELECOM ha deciso di aprire un negoziato esclusivo con Cdp per la cessione della rete. Non si conoscono i termini della trattativa, né si capisce il perché dell'esclusiva, ma la sostanza è che Telecom vende la rete, o una sua parte, per fare cassa.

Settimane fa, avevo paragonato la vendita a un atto di eutanasia. Commenti ricevuti in privato definivano la decisione di Telecom una scelta obbligata per ridurre il debito, evitando il declassamento del rating, e per trovare le risorse da investire nella rete. Che Telecom abbia un problema di indebitamento è fuori dubbio. Ma la vendita della rete non farebbe che accelerare il declino della società: al di là di eventuali fuochi di paglia in Borsa, il suo futuro è nero. Il debito netto di Telecom è alto, ma non sembrerebbe tale da causare allarmi: a circa 2,4 volte il margine operativo lordo, è poco più della media di settore. Né c'è un rischio di crisi di liquidità, visto che gran parte sono obbligazioni con 7 anni di vita residua, di cui 3,5 miliardi in scadenza nel 2013, gestibili con il cash flow interno. Il debito è insostenibile non per il suo volume, ma per la manifesta incapacità di Telecom di arrestare il proprio declino, in un Paese in declino: i suoi ricavi in Italia sono in caduta dal 2010, e sono crollati dell'8% nel terzo trimestre, rispetto allo stesso periodo del 2011. La recessione ha aggravato le cose, ma nessuna

azienda può sostenere il fardello del debito se i suoi ricavi si erodono continuamente: può tagliare i costi, ma alla lunga non potrà comunque generare liquidità sufficiente a pagare gli interessi e rimborsare il debito. Situazione aggravata dal «premio Italia» che Telecom deve pagare, con un costo medio del debito di 5,4%.

Quando una società deve tagliare il debito e trovare al tempo stesso capitali per crescere, può smettere di pagare dividendi, trattenendo tutto il cash flow, vendere delle attività, fare un aumento di capitale, o tutte tre le cose. Telecom ha invece dichiarato di mantenere un montedividendi di 900 milioni; e solo per garantire a Telco, che la controlla col 22,4%, le risorse per pagare gli interessi sul suo debito.

Telco è l'ennesima disastrosa «operazione di sistema» con la quale le solite banche italiane, più il solito «partner industriale» (Telefonica) sono intervenute nel 2007 a difesa dell'italianità di Telecom (e perdare Tronchetti una via di uscita dal baratro), acquistando a leva il controllo, pagato a caro prezzo. Da allora, la partecipazione di Telco in Telecom ha perso 75% del suo valore (quasi 6 miliardi!) e ora vale meno del debito di Telco. Altra holding di controllo che pregiudica la ristrutturazione della controllata. C'è la strada dell'aumento di capitale. In questo, di fatto, consisteva la

proposta di Sawiris. Ma l'investitore era inaffidabile, Telco non vuole diluirsi, e se il capitale raccolto va tutto per acquisire nuove attività (GVT in Brasile), senza alienare quelle dalla redditività insufficiente, che non portano crescita, e senza abbattere il debito, si torna al punto di partenza.

E' quindi indispensabile cedere delle attività. Quali? Quelle che hanno le peggiori prospettive di crescita, visto che questo è il problema di Telecom. Ma, paradossalmente, la rete è l'unica che può ancora garantirle la crescita in Italia. Telecom potrebbe vendere la telefonia mobile in Brasile, uscendo probabilmente ai massimi. La vendita servirebbe ad abbattere il debito, ma non risolverebbe il declino in Italia, che diventerebbe l'unico mercato. Da noi la zavorra è Tim (-11% i ricavi nel terzo trimestre): opera in un mercato saturo, in declino e concorrenziale; ma sarebbe un investimento interessante per private equity e concorrenti. Invertire il declino di Telecom richiederebbe scelte coraggiose. Invece, con la scusa della rete, si cercano i soldi dello Stato per tirare avanti, e aiutare Telco e le sue banche. E magari anche la Cassa: nonostante le smentite, è ovvio domandarsi se l'operazione non diventi una via d'uscita per F2i da Metroweb, unica concorrente della rete Telecom. Siamo nel solito asfittico cortiletto dove gioca il capitalismo italiano.



Franco Bernabè

© RIPRODUZIONE RISERVATA

TELECOM Il mandato al cda di trattare con Cdp la creazione di una newco ad hoc per l'infrastruttura non basta a far uscire la società dallo stallo. Senza Sawiris e con La7 in vendita le munizioni della società sono scarse

Imbrigliati in quella rete

di Manuel Follis

Tanto tuonò che piove. Ma non c'è stato il diluvio che qualcuno ventilava (e sperava); si è trattato di una fugace pioggerellina che è servita solo a pulire l'aria e non a definire un netto cambio di stagione. Si possono riassumere così il contenuto e le decisioni adottate dall'Atteso cda di **Telecom** Italia che si è tenuto giovedì 6 dicembre. È vero che il cda ha dato mandato al management «di verificare le condizioni per un'eventuale partecipazione della Cassa Depositi e Prestiti al capitale di una società da costituire per la gestione della rete d'accesso» esprimendo un orientamento netto circa la societizzazione dell'infrastruttura e il partner preferito ma il percorso appare comunque insidioso e ricco di ostacoli, anche considerando l'approssimarsi delle elezioni che porteranno alla formazione di un nuovo governo.

Al di là della riduzione del debito, che è rimasto il virtuoso mantra di riferimento del presidente Franco **Bernabè**, resta la sensazione di un'azienda in fase di stallo, come dimostra l'andamento del titolo nella seduta di venerdì 7 (stabile a 0,706 euro). Situazione che rischia di accentuarsi con l'avvicinarsi delle elezioni. «Crediamo che un accordo tra **Telecom** e Cdp verrà raggiunto, in quanto la società non può perdere procedere a un upgrade tecnologico della sua rete tenendo contemporaneamente sotto controllo il debito. La Cdp, dal canto suo, troverebbe maggior valore nell'acquisire una quota nella rete di TI piuttosto che nell'investire nello sviluppo stand alone della fibra in competizione con la stessa Telecom», commentano gli esperti di Kepler che ha un target price sul titolo di 1,1 euro. «L'operazione con la Cassa, che si prospetta lunga e complicata, potrebbe incrementare il valore di **Telecom** di 0,3

euro per azione, pari al 43% dell'attuale capitalizzazione di borsa, anche se ovviamente occorre attendere i multipli ai quali verrà definito il passaggio». È soprattutto occorrerà verificare la nuova formazione di governo: la Cassa è un interlocutore particolare, istituzionale per definizione visto che fa capo al governo. Al di là di tutti i dettagli non secondari che andranno approfonditi e che vanno dalla valorizzazione della rete alle modalità di ingresso della Cdp, sembra comunque poco verosimile immaginare che un'operazione così delicata per il Paese possa venir avallata da un esecutivo in uscita. Allo stesso tempo, cercando di essere realisti sui tempi della politica, è plausibile immaginare che il nuovo premier e i suoi ministri avranno bisogno di altro tempo per valutare tutti gli effetti, politici e non, di un eventuale scorporo.

In attesa di definire il destino della rete, **Telecom** resta prigioniera della sua situazione finanziaria che non le permette di effettuare gli investimenti necessari per lo sviluppo. La società avrebbe bisogno di nuovi capitali ma il cda ha respinto definitivamente le avance di Naguib Sawiris e cancellato di fatto le possibilità di espansione in Brasile. La proposta del magnate egiziano di entrare nell'azionariato sottoscrivendo un aumento di capitale a 0,7 euro, d'altronde, non era accettabile dal gruppo di azionisti riuniti in **Telco**, ma neanche dalla Findim di Marco Fossati, che hanno in carico la partecipazione in **Telecom** a 1,5 euro. Il capitolo Sawiris però è stato archiviato con la velocità con cui è comparso sul tavolo di **Telecom** mettendo tra l'altro in evidenza

tutti gli effetti distorti della governance di **Telco**, holding che controlla il 22,5% di **Telecom**, tra cui la presenza di **Telefonica** come primo azionista e strenuo oppositore all'ingresso del magnate egiziano.

Il capitolo La7, invece, resta aperto, ma a microfoni spenti ammettono tutti che è una gatta da pelare non indifferente, tanto è vero che tutte le dead line proposte sono state di volta in volta prorogate in attesa dei fittizi «tempi migliori». Agli azionisti l'asset televisivo non interessa, è una fonte di perdita che va eliminata dal bilancio. Non tutti nel management di **Telecom**, però, condividono questa opinione, tanto più che l'Italia sta per entrare in una caldissima fase pre-elettorale che rende La7 un canale più strategico, anche se a tempo. Morale, a fronte delle proposte finora pervenute sembra di capire che nessuno si sta strappando i capelli per mettere le mani su La7 e a meno di evidenti forzature degli azionisti sui vertici è difficile ipotizzare la cessione di questo asset con le elezioni imminenti.

Se il quadro è davvero questo, **Telecom** va incontro a mesi nei quali potrà solo continuare a insistere sulla riduzione dell'indebitamento. E il titolo, che non ha più l'appel dell'alto rendimento, benché sottovalutato, continuerà a soffrire. «**Telecom** Italia tratta a multipli compressi e con un demerger della rete di accesso a circa 15 miliardi (6,5 volte l'enterprise value/ebitda) se ne ricaverebbe che la valutazione implicita delle restanti attività domestiche sarebbe inferiore a 3,5 volte l'ebitda. Un multiplo attraente», a detta degli analisti di Equita, «ma solo a patto di una stabilizzazione del business che oggi però non si percepisce». (riproduzione riservata)

Quotazioni, altre news e analisi su
www.milanofinanza.it/telecom





Il cda di Telecom ha dato via libera alle trattative con la Cassa
Piace l'apertura a Cdp
Per trattare lo scorporo della rete di tlc

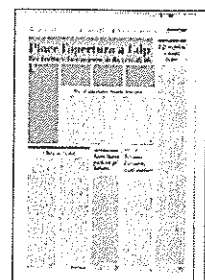
L'avvio delle trattative tra Telecom e Cassa depositi e prestiti, deciso giovedì dal consiglio di amministrazione di Telecom Italia, piace al mercato. «Crediamo che un accordo tra Telecom e Cdp verrà raggiunto, in quanto la società non può perdere l'opportunità di un upgrade tecnologico della sua rete», riducendo contemporaneamente il debito, «e la Cdp troverebbe maggior valore nell'acquisire una quota nella rete di Telecom Italia, piuttosto che nell'investire in uno sviluppo stand alone della fibra, in competizione con la stessa Telecom», hanno commentato gli analisti di Kepler.

«Nel nostro caso base, stimiamo che l'operazione con la Cdp possa creare valore per Telecom Italia per 0,3 euro ad azione, pari al 43% dell'attuale capitalizzazione di borsa», hanno aggiunto. In ogni modo, ha concluso il report di Kepler, «il deal non può essere considerato per garantito e ci vorrà del tempo per metterlo in atto»; intanto mancano ancora molti dettagli, tra cui i multipli della transazione e la quota ceduta. Su Telecom Italia il rating è buy, con target price a 1,1 euro.

Ieri il titolo ha chiuso, a piazza Affari, a 0,706 euro, -0,07%, dopo un massimo a 0,724 euro.

Intanto anche l'Asati, l'associazione dei dipendenti e piccoli azionisti, ha espresso giudizi positivi sull'avvio della discussione Telecom-Cdp. In una nota, l'associazione afferma di accogliere «con soddisfazione l'esito del cda di Telecom Italia di giovedì per il mandato al management sullo scorporo della rete di accesso a proseguire gli accordi con Cdp. Aspettiamo la nuova organizzazione, che indichi la volontà definitiva di questa operazione strategica. Tale decisione è ben vista anche dal mercato».

— © Riproduzione riservata —

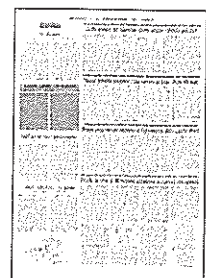


EDITORIALI

Inseguire il profitto, non l'italianità

Il capitalismo di relazione e di stato ha escluso Sawiris da Telecom

Il consiglio d'amministrazione di Telecom Italia ha respinto l'offerta di Nageib Sawiris che voleva sottoscrivere un aumento di capitale a prezzi di mercato con la motivazione - non convincente - che la società non ne ha attualmente bisogno. A cui si aggiunge l'altra che il prezzo di Borsa è meno della metà di quello a cui le ha in carico Telco, la holding formata da Telefonica, Generali, Mediobanca e Intesa Sanpaolo che controlla il gruppo. Telecom ha una bassa quotazione perché ha 30 miliardi di debiti e seri problemi nell'avviare l'investimento tecnologico nella rete telefonica. Motivo per cui sta negoziando con Cassa depositi e prestiti, cioè un "partner italiano"; ipotesi che peraltro ieri ha fatto salire il titolo in Borsa del 2,3 per cento. Eppure l'aumento di capitale che Sawiris si era offerto di sottoscrivere avrebbe permesso di ridurre i debiti di Telecom. In questi tempi non è facile che il capitale internazionale investa nel mezzogiorno d'Europa. E il fatto che vi sia un grande gruppo estero specializzato nella telefonia, come la Oht di Sawiris, che scommette sul rilancio di Telecom, potrebbe accrescere la fiducia del mercato nella compagnia guidata da Franco Bernabè. Ma è probabilmente proprio la circostanza che Oht è oramai uno dei leader mondiali della telefonia che ha indotto il cda di Telecom a respingere l'offerta, anche se Telco manterrebbe formalmente il controllo dell'azienda. La infastidisce il pensiero di dover discutere le strategie di Telecom con un socio internazionale di peso. La difesa italiana dell'impresa è il pretesto con cui si mantiene in vita il capitalismo di relazione che però non fa bene al capitale.



La lente

IL PARADOSSO
DELLA RETE VELOCE:
COSTARE MENO
NELLE AREE RICCHE


10,2

euro, lo «spread» tra
l'offerta all'ingrosso
di Telecom Italia
sulla fibra e la media
europea

Tanto rumore per nulla è un copione evergreen. E sembra prestarsi bene anche all'evolversi (meglio sarebbe dire all'involtersi) dell'affaire fibra ottica in Italia. L'Autorità per le garanzie nelle comunicazioni sta riflettendo in questi giorni sul prezzo proposto da **Telecom Italia** per i canoni wholesale della fibra Ngan (sostanzialmente la vendita all'ingrosso verso gli altri operatori). **Telecom** aveva proposto 31 euro al mese. L'Agcom la vuole far scendere a 24. Per avere qualche riferimento guardiamo all'Europa: la media è 13,8 euro. Come si giustifica una tale differenza? Con il vecchio ritornello dell'incumbent. Gli italiani la rete Ngan superveloce a casa non la vogliono e dunque i costi devono essere alti (anche perché così, pensano i maligni, si continuano ad acquistare

sim da mettere su tablet, smartphone, lavatrici...). Per fortuna c'è il mercato, si potrebbe giustamente pensare. L'offerta concorrente di **Metroweb** è 12,5 euro. Euviva. Ma, c'è un piccolissimo grande ma: **Metroweb** con **Vodafone** e **Wind** sta partendo da Milano e conta di occupare altre città velocemente, quelle più importanti e più ricche. Laddove arriverà la concorrenza di **Metroweb**, dunque, è probabile che l'offerta sia molto più conveniente. Con il paradosso che nelle aree a maggiore Pil costerà di meno navigare e man mano che ci si allontanerà dai centri importanti l'offerta diventerà irraggiungibile (ai 24 euro bisognerà aggiungere il guadagno per l'operatore). Il risultato è che il digital divide si allargherà.

M. Sid.

 @massimosideri

DI RIPRODUZIONE RISERVATA



«Fibra ottica e banda ultra-larga arriva a Napoli il web super veloce»

L'intervista

Il manager **Telecom** Opilio: partenopei all'avanguardia nell'uso delle tecnologie

Livio Coppola



Gli investimenti

Già lanciati i servizi hi-tech per tablet e cellulari. Ora vogliamo cablare l'intera città

«I napoletani sono all'avanguardia per l'uso delle tecnologie, per questo investiamo fortemente sulla città». A parlare è Giuseppe **Roberto Opilio**, direttore Technology di **Telecom** Italia, che spiega perché il gruppo abbia scelto il capoluogo partenopeo per installare la fibra ottica e lanciare i servizi «Ultrabroadband» (banda ultra-larga), con la possibilità di navigare, sia con i cellulari che da casa, a velocità mai toccate in passato.

Napoli sta passando dalla banda larga a quella ultra-larga. Come si è attivato questo processo?

«Napoli è stata una delle primissime città, insieme a Roma, Torino e Milano, in cui già a inizio novembre abbiamo lanciato i servizi Ultrabroadband per la telefonia mobile. Negli ultimi giorni, abbiamo attivato anche i primi servizi "Ultra Internet" per navigare da casa ad altissima velocità. C'è un'attenzione massima rivolta verso la città: il territorio napoletano presenta una concentrazione di telefoni di ultima generazione, come gli iPhone 5, tra le più alte d'Italia. Essendoci tanti possibili clienti, l'investimento infrastrutturale è altrettanto significativo».

Quanti napoletani possono già usufruire di Internet "velocissimo"?

«Per quanto riguarda i servizi su mobile, possiamo già contare una copertura dell'80% della città, che sarà ulteriormente migliorata nel 2013 quando potremo attivare una frequenza che consentirà un

trasporto dati ancora più veloce. L'unico problema sta nella difficoltà di trovare siti sufficienti per potenziare la rete delle antenne, ma questo non fermerà il nostro lavoro. Per ciò che concerne invece la fibra ottica per i servizi residenziali, siamo a circa 10mila utenti potenziali. Si tratta, in questo caso, di un processo molto più lungo, che porterà alla copertura del 100% solo tra qualche anno.

Cablare una città intera non è un lavoro facile. Ci sono problemi per attivare i cantieri?

«I lavori sono già in corso, in altri casi attendiamo le autorizzazioni. Ma non ci saranno disagi per i cittadini, perché la tecnologia della fibra consente installazioni con scavi non invasivi, che vengono ricoperti in tempi brevissimi. Man mano andremo avanti su tutto il territorio cittadino. Cablare Napoli non è un'impresa da poco, ma ci riusciremo, grazie a un investimento economico totalmente a carico del nostro gruppo».

Cosa avete pensato per spiegare ai partenopei i vantaggi della fibra?

«Li abbiamo invitati a provare i nuovi servizi. Se per la telefonia mobile siamo già in fase avanzata di utilizzo, per l'Ultrabroadband casalingo abbiamo predisposto nello store di piazza Vanvitelli una postazione per far sperimentare ai clienti i vantaggi della rete di nuova generazione, attraverso il confronto in tempo reale con la rete veloce "standard"».



© RIPRODUZIONE RISERVATA

