

Bene la trimestrale Edison: ma il mercato attende la soluzione del puzzle EdF.

Buoni i risultati trimestrali di Edison, guidati dalla crescita dei volumi e dei margini nella generazione di elettricità. Anche il settore gas comincia a recuperare la marginalità. Il mercato però aspetta di conoscere come terminerà la vicenda dell'esercizio delle put&call garantite da EdF

L'aumento dei volumi venduti e i buoni prezzi di cessione dell'energia elettrica permettono a Edison di presentare una più che soddisfacente trimestrale. Ricavi in crescita del 2% a/a (da € 4.5 bn a € 4.6 bn), ma soprattutto buona ripresa dei margini (+13.6% da € 800 mln a € 909 mln). Il principale driver è rappresentato da prezzi medi dell'elettricità più sostenuti rispetto al trimestre precedente che si uniscono a volumi di vendita cresciuti di oltre il 14% (12 TWh venduti nel trimestre rispetto a 10.5 TWh del terzo trimestre scorso e 38 TWh venduti rispetto a 33.5 TWh nei primi nove mesi dell'anno). Tutto ciò ha portato ad un EBITDA nel comparto energia elettrica in crescita sui nove mesi di quasi il 20% (da € 605 mln a € 725 mln). Come previsto, anche il settore del gas comincia a invertire il trend sfavorevole dello spread prezzo di acquisto delle importazioni/prezzo di cessione del gas, dovuto a meccanismi di indicizzazione al prezzo del petrolio basati su medie mobili di durata diverse. Il margine della divisione idrocarburi è ancora negativo (-12.6%, da € 261 mln a € 228 mln), ma è in consistente ripresa rispetto ai valori della semestrale e migliorerà ulteriormente a fine anno (mentre rallenterà un po' la marginalità del settore elettrico).

Molto positivo anche il risultato operativo (+34%, da € 315 mln a € 423 mln), mentre in calo l'utile netto (da € 149 mln a € 81 mln); l'anno scorso tuttavia beneficiava dei proventi straordinari derivanti dalla cessione dell'upstream egiziano. Da segnalare inoltre che la società prosegue con regolarità nel suo piano di espansione nel core business. I cantieri aperti proseguono e le tempistiche per l'entrata in marcia commerciale di Altomonte, Candela e Torviscosa durante l'anno prossimo verranno con ogni probabilità rispettati. Anche il repowering di Edipower procede secondo i piani. L'unica incertezza è relativa al terminale di rigassificazione di Porto Viro, per il quale si attende la pronuncia di compatibilità ambientale che la società ha dovuto richiedere una seconda volta dopo che è stato deciso di espandere il progetto originale.

I dati sono più che confortevoli e fanno presagire un 2004 più che positivo. L'attenzione di tutti è però puntata su come verrà risolta la questione dell'esercizio delle opzioni incrociate che definiranno gli assetti proprietari del gruppo.

Come noto, l'esercizio contemporaneo di tutte le opzioni porterebbe EdF a controllare al 100% Italerenergia Bis, la holding che controlla il 62% di Edison. Ciò potrebbe costringere EdF a lanciare un'OPA a cascata su Edison, causando un esborso complessivo che è oggi stimato a € 8 bn. Inoltre, EdF ha ancora i diritti di voto limitati al 2%, anche se la norma italiana potrebbe essere considerata illegittima a livello comunitario.

Diverse sono le opzioni di cui sta ragionando il mercato:

- EdF esercita tutte le opzioni. Si tratta di una soluzione probabilmente troppo costosa, che porterebbe probabilmente ad un *downgrade* di EdF, che già soffre di sottocapitalizzazione. In questo caso, però, l'impatto per Edison sarebbe neutrale (anche se la società soffrirebbe per il *downgrade* della società che la

12 novembre 2004

controlla); mercato e agenzie di rating già scontano che EdF sarà il socio di riferimento di Edison;

- EdF abbandona la partita e rinuncia ad Edison, all'interno di un suo piano di rifocalizzazione solo sui mercati francesi e inglesi. In questo caso, dovrebbe subentrare un nuovo socio industriale – sul mercato sono circolati i nomi di Endesa e E.On. In questo caso, valutare l'impatto per Edison è molto complesso; si va da scenari estremamente negativi, qualora nessun socio forte e di alto *standing* creditizio decida di entrare in Edison, a scenari anche migliorativi in termini di garanzie implicite, qualora l'acquirente sia uno dei due soggetti succitati.
- EdF esercita solo parzialmente le opzioni e viene affiancata nel controllo da uno o più soggetti industriali. E' questa la soluzione propugnata da alcuni settori politici, che vedrebbero bene un pool di municipalizzate italiane a fianco (o al posto) di EdF. L'impatto potrebbe essere considerato neutrale/positivo per Edison.

E' importante aggiungere che a nostro giudizio la ristrutturazione societaria e finanziaria e i buoni risultati societari fanno sì che Edison sia da considerare una solida *investment grade company on a stand alone basis*, indipendentemente da chi sarà l'azionista di controllo. Di certo tuttavia, la risoluzione delle incertezze che deriverà dalla risoluzione del puzzle societario è importante. **Manteniamo sulla società un giudizio neutrale, fino a quando non verranno sciolti gli interrogativi sul futuro assetto di controllo.**

Edison key financial results

€ mln	9M04	9M03
FINANCIAL RESULTS		
Sales	4632	4533
EBITDA	909	800
EBITDA (%)	19,6%	17,6%
EBIT	439	277
Net income	288	149
Net interest expenses	193	200
BALANCE SHEET: KEY FIGURES		
Net debt	4077	4140
Net assets	5895	5974
Total assets	9972	5974
INTEREST COVERAGE		
EBITDA/Interest Expenses (x)	4,7	4,0
EBIT/Interest Expenses (x)	2,3	1,4
LEVERAGE		
Net Debt/EBITDA (x)	3,4	3,9
Debito/Net assets (%)	69%	76%
Debt/Total assets (%)	41%	76%

(Luigi Napolano)

Responsabile Industry & Credit Research: F. Guelpa

Credit Markets Team

Maila Bozzetto (Responsabile)

Patrizia D'Amico (Analyst)

Diego Fornoni (Analyst)

Sabrina Gravante (Analyst)

Luigi Napolano (Analyst)

Barbara Pizzarelli (Database management)

La presente pubblicazione è stata redatta da Banca Intesa in nome e per conto di Banca Caboto s.p.a.*. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Banca Intesa e Banca Caboto s.p.a. affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Banca Caboto s.p.a.

La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo e alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale del Gruppo Banca Intesa e di Banca Caboto s.p.a., ma non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Banca Intesa, Banca Caboto s.p.a. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela. Banca Intesa, Banca Caboto s.p.a. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato possono occasionalmente assumere posizioni lunghe o corte nei summenzionati prodotti finanziari. Il Gruppo può aver partecipato ad operazioni di finanziamento, di collocamento e detenere azioni (a titolo di proprietà o in garanzia) delle società oggetto di analisi. Inoltre si segnala che Banca Intesa partecipa al Consiglio di Amministrazione di Olimpia, Telecom Italia, Italenergia bis e Edison.

* Banca Caboto s.p.a. è parte del Gruppo Banca Intesa. Banca Intesa è regolata da FSA per l'attività nel Regno Unito ed è membro di Eurex, Euronext, London Clearing House, Idem.