

Utilities

*L'indagine 2013 sulle principali
Società Europee per Capitalizzazione di borsa*



Indice

UTILITIES

L'indagine 2013 sulle principali Società Europee per Capitalizzazione di Borsa

Executive Summary

i. Quadro economico di riferimento

ii. Il campione di Ricerca

iii. Performance storica: approccio tradizionale

iv. Performance storica: ottica Economic Value Added

v. Performance storica: ottica People-Based

vi. La sfida lanciata dal Mercato: sostenere la performance nel tempo

Glossario

Lo scenario macroeconomico globale è stato contrassegnato anche nel 2012 dal persistere di un generalizzato clima di incertezza, contrazione dei consumi, rallentamento della produzione ed austerità. A livello europeo, i dati elaborati dall'IMF evidenziano un contesto economico fortemente provato dal protrarsi della crisi globale, di cui ancora non si è probabilmente passato il 'giro di boa'.

L'attività di ricerca ha voluto indagare come tale contesto abbia inciso sul comparto delle *Utilities*, settore già da tempo interessato da radicali mutamenti a livello normativo che ne hanno fortemente incrementato il livello di *challenge*. Nell'ambito *retail*, lo sviluppo di un mercato libero, parallelamente a quello regolamentato, ha portato ad un generalizzato aumento della concorrenza, livelli di *churn* elevati e conseguenti perdite di quote di mercato da parte degli *incumbent*. Nell'ambito *generation*, lo scenario europeo non risulta favorevole a causa di una forte contrazione della domanda di energia elettrica e gas che potrebbe inoltre riflettere mutamenti strutturali, più che semplici andamenti contingenti.

L'attività di ricerca ha avuto quindi ad oggetto **50 società europee** appartenenti al comparto *Utilities* e distinte per segmenti di business: "*Alternative Electricity*", "*Conventional Electricity*", "*Gas, Water & Multiutilities*", "*Production & National Grid*". L'analisi ha adottato una visione di mercato in quanto riteniamo che i prezzi rappresentino sempre dei giudizi con cui confrontarsi e sulla cui base è possibile leggere le performance delle imprese.

Le pagine seguenti offrono quindi una fotografia dei **giudizi che il mercato dei capitali esprime sulle principali società europee a giugno 2013**, affiancate dalla lettura delle **performance gestionali di creazione di valore conseguite nel 2012 e prospettiche**.

I giudizi sono stati altresì utilizzati per verificare qualora i valori del **goodwill** iscritti a bilancio da alcune imprese siano ritenuti dal mercato realistici e sostenibili. La comprensione di tale giudizio è stata dedotta raffrontando le aspettative implicite nei prezzi e le aspettative equivalenti implicite nei valori di *goodwill*.

Infine, alla lettura tradizionale delle performance di Creazione di Valore, basata su quantità e rendimento del capitale investito, è stata affiancata una lettura che pone maggiore attenzione alle **Risorse Umane**. Crediamo che questa vista, che pone le persone al centro della performance d'impresa, debba sempre più essere compresa e gestita affinché la Creazione di Valore risulti durevole e sostenibile nel tempo.



Quadro economico di riferimento

Un contesto macroeconomico certamente difficile. Deboli segnali di ripresa, ma ancora molte incertezze.

Lo scenario macroeconomico globale

Lo scenario macroeconomico globale è stato contrassegnato nel 2012 dal persistere di un generalizzato clima di incertezza, contrazione dei consumi, rallentamento della produzione ed austerità. La crescita mondiale¹ ha subito un'ulteriore pesante flessione (+4,0% nel 2011, +3,2% nel 2012), interessando sia gli *Emerging Market* (+6,4% nel 2011, +5,1% nel 2012) che le *Advanced Economies* (+1,6% nel 2011, +1,2% nel 2012).

Le stime del IMF prevedono nei prossimi tre semestri un possibile miglioramento a livello globale, ma rimangono caute riguardo una completa ripresa delle *Advanced Economies*: la crescita mondiale rimarrà pressoché costante nel 2013 (+3,3%), raggiungendo i valori del 2011 l'anno seguente (+4,0%).

Importanti decisioni di natura politico-economica hanno certamente contribuito a favorire tale ripresa e ad allontanare possibili ulteriori minacce: il *'Fiscal Cliff'* statunitense, lo scongiurato *'breakup'* dell'euro e l'adozione di una politica monetaria espansiva da parte della maggior parte delle Banche Centrali hanno tutte avuto effetti positivi nel dare impulso all'economia e nel rassicurare i mercati. Tuttavia l'esplosione del caso Cipro, le elezioni in Italia e le tensioni sui debiti dei Paesi Periferici hanno evidenziato, almeno per l'area europea, una situazione di forte incertezza ed instabilità, difficilmente sanabile qualora non si ricorra urgentemente a severi interventi e riforme strutturali.

Fig. 1 - Tassi di crescita in Europa

(GDP Growth %)	2011	2012	2013 _r	2014 _r
EUROPE	2,0	0,0	0,3	1,5
Advanced Europe	1,4	-0,3	0,0	1,2
Euro Area	1,4	-0,6	-0,3	1,1
Germany	3,1	0,9	0,6	1,5
France	1,7	0,0	-0,1	0,9
Italy	0,4	-2,4	-1,5	0,5
Spain	0,4	-1,4	-1,6	0,7
Netherlands	1,3	-0,9	-0,5	1,1
Belgium	1,9	-0,2	0,2	1,2
Austria	3,1	0,8	0,8	1,6
Greece	-6,9	-6,4	-4,2	0,6
Portugal	-1,5	-3,2	-2,3	0,6
Finland	2,9	-0,2	0,5	1,2
Ireland	0,7	0,9	1,1	2,2
United Kingdom	0,9	0,2	0,7	1,5
Sweden	4,0	1,2	1,0	2,2
Switzerland	1,9	1,0	1,3	1,8
Norway	1,7	3,0	2,5	2,2
Denmark	1,0	-0,6	0,8	1,3
Emerging Europe	5,3	1,6	2,2	2,8

Il contesto europeo

I dati elaborati dal IMF evidenziano un contesto economico fortemente provato dal protrarsi della crisi globale, ormai giunta al suo sesto anno consecutivo. L'area europea nel suo complesso² ha registrato una crescita nulla nel 2012, mentre l'Area Euro è stata interessata da un contesto recessivo (-0,6%), con l'area tedesca unica a trainare significativamente l'economia (Germania +0,9%). L'area mediterranea è risultata invece la più colpita: Grecia -6,4%, Portogallo -3,2%, Spagna -1,4% ed infine l'Italia ha registrato una crescita negativa del 2,4%.

Le prospettive per i prossimi due anni non sono rassicuranti e altresì sono state recentemente riviste a ribasso. L'area Euro vedrà il PIL aggregato contrarsi ulteriormente dello 0,3%, con ipotesi di ripresa solamente nel 2014. Conseguentemente l'area italiana, uscita fortemente provata da un 2012 catastrofico, si troverà ad affrontare la recessione in un contesto di forte debolezza economica e, aspetto non certamente secondario, di incertezza politica.

¹Dati WEO International Monetary Fund - World Economic Outlook Aprile 2013.

²Considerando anche i Paesi non appartenenti all'Area Euro e i Paesi Emergenti dell'Europa Centro-Orientale.

Il quadro energetico mondiale è destinato a mutare nei prossimi decenni come conseguenza di dinamiche politiche, socio-culturali e tecnologiche (rinascita della produzione di petrolio e gas negli Stati Uniti, l'abbandono dell'opzione nucleare in alcuni paesi, l'impiego di nuove tecnologie eoliche e solari e la diffusione su scala mondiale della produzione di gas non convenzionale), ma ancor più importanti risultano sicuramente quelle di natura demografica ed economica. La popolazione mondiale è attesa infatti in incremento di ulteriori due miliardi entro il 2035, con il continente Africano e la penisola Indiana a guidare la crescita, mentre molto più modesta sarà quella cinese e nei principali Paesi OCSE.

La crescita demografica porterà inevitabilmente ad un aumento della domanda di Energia⁴ mondiale pari a oltre un terzo del livello attuale, con Cina, India e Medio Oriente ad assorbire circa il 60% della crescita globale. Grazie ad una maggiore efficienza energetica, la crescita dei Paesi OCSE risulterà invece più modesta (+3%). Si assisterà poi a significativi mutamenti riguardo al relativo mix di fonti energetiche.

Per quanto riguarda la domanda mondiale di energia elettrica, questa verrà altresì guidata da un incremento del tenore di vita, delle condizioni economiche e dell'urbanizzazione e si stima possa attestarsi a 32.000 TWh (+70%) nel 2035. A livello globale, i combustibili fossili rimarranno la principale fonte, tuttavia la scoperta di fonti non convenzionali porterà il gas naturale a soppiantare entro il 2035 il carbone come fonte primaria. Il nucleare scenderà invece al 12% nella generazione di energia elettrica, anche a seguito del mutato contesto politico e degli eventi nefasti di Fukushima Daiichi. Le fonti rinnovabili passeranno infine dal 20% al 31% entro il 2035, favorite dal ricorso ad incentivi, dalla riduzione dei costi di produzione e dall'incremento dei prezzi dei combustibili fossili.

Si stima che per coprire tale fabbisogno di energia elettrica, la capacità dovrà essere incrementata di circa 6.000 GW, di cui un terzo a sostituzione di impianti obsoleti. Le rinnovabili copriranno circa la metà (3.000 GW) del fabbisogno, seguite da gas (1.400 GW) e altre tipologie di impianti. Importanti investimenti saranno quindi necessari, soprattutto al fine di adeguare la rete elettrica esistente (40% degli investimenti stimati per il periodo 2013-35).

Produzione petrolifera

Ci si attende che attorno al 2020, gli Stati Uniti possano diventare il maggiore produttore mondiale di petrolio ed entro il 2030 esportatori netti di petrolio. Tale scenario sarà principalmente guidato dal sempre più efficace impiego di tecnologie per l'*upstream* che consentono di estrarre light tight oil.

Un altro scenario interessante è sicuramente quello iracheno: la produzione di petrolio è attesa raggiungere i 6 milioni di barili giornalieri entro il 2020 e si attesterà stabile a 8 mb/g nel 2035.

Nucleare

Il ruolo assegnato in precedenza all'energia nucleare è stato fortemente ridimensionato: mentre la generazione di energia elettrica aumenterà ancora in termini assoluti, la sua quota nel mix mondiale diminuirà nel periodo di proiezione considerato. Ciò in quanto diversi paesi hanno rivisto le loro politiche in materia a seguito dell'incidente avvenuto alla centrale di Fukushima Daiichi. Giappone, Francia e Germania si sono infatti recentemente aggiunti ai Paesi che hanno espresso l'intenzione di ridurre nei prossimi anni il ricorso al nucleare.

Gas Naturale

Circa il 50% della crescita attesa nella produzione mondiale di gas è rappresentata da riserve non convenzionali, principalmente provenienti da Cina, Stati Uniti e Australia. Tuttavia il business del gas non convenzionale si trova ancora in una fase embrionale e le preoccupazioni circa possibili impatti ambientali potrebbero inficiare la rivoluzione energetica che questa fonte potrebbe portare.

Dinamiche politiche, socio-culturali ed economiche... ecco come cambierà il comparto nei prossimi anni

³Rielaborazioni AVAs, fonti:

International Energy Agency - World Energy Outlook 2012

Exxonmobil - The Outlook for Energy: a view to 2040

European Union Energy Outlook to 2020

⁴Domanda di energia totale, riferita quindi alla produzione di elettricità, ad uso residenziale/commerciale e impiegata nei trasporti e lavorazioni industriali



Rinnovabili

La rapida espansione dell'eolico e del solare ha consolidato il ruolo delle rinnovabili come fonti indispensabili nello scenario energetico mondiale 2035. Il loro rapido aumento è sostenuto in parte dalla riduzione dei costi delle relative tecnologie, dall'aumento dei prezzi dei combustibili fossili e dalla definizione in alcuni paesi del prezzo della CO₂, ma principalmente dalla continuità degli incentivi a loro sostegno.

EU-27

Andamento mercato dell'Energia

I dati registrati nel 2012 dal 'European Market Observatory for Energy' mostrano un calo significativo dei consumi per Energia Elettrica (-2,6%), che fanno seguito ad un più lieve calo (-0,2%) registrato già nel 2011.

Importanti differenze di prezzo sono osservabili a livello nazionale, sia nella componente domestica che industriale.

Andamento mercato del Gas

Anche la domanda di Gas ha pesantemente risentito del contesto economico europeo: i consumi risultano in calo nel 2012, con una riduzione del 4% rispetto ai valori 2011. Per quanto riguarda l'offerta, invece, si segnala nel 2012 una flessione nell'importazione di LNG⁵ di oltre il 30%, causata dagli elevati prezzi del gas in Asia che hanno dirottato parte della produzione di Qatar, Nigeria e Algeria (i tre maggiori esportatori in EU).

Come per il mercato dell'Energia e nonostante l'evoluzione e il maggior utilizzo degli hub europei, importanti differenze di prezzo continuano a poter essere osservate a livello nazionale, sia nella componente domestica che industriale.

Fig. 2 - Electricity Price Households - 2nd semester '12

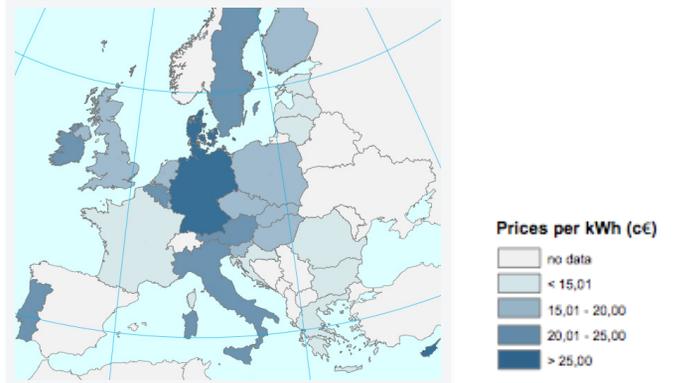
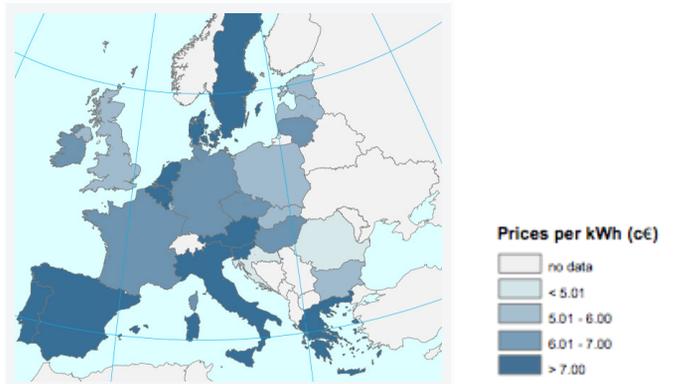


Fig. 3 - Retail Gas Price Households - 2nd semester '12



Il Campione di Ricerca

L'attività di ricerca ha voluto indagare la performance ottenuta dal comparto *Utilities* nel 2012, attraverso l'analisi di un paniere di società italiane ed europee quotate.

Nello specifico, il campione è stato selezionato prendendo a riferimento 50 tra le prime per capitalizzazione di mercato; la tabella qui presentata le elenca sommariamente, distinguendole per nazione, capitalizzazione e segmento di appartenenza, in particolare:

15 operanti nel segmento *Alternative Electricity*;

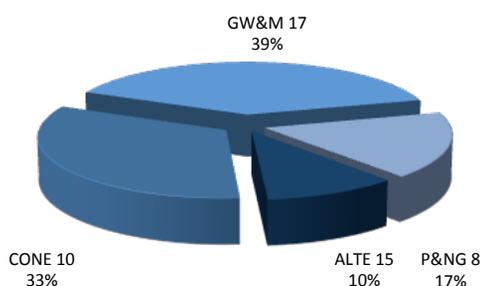
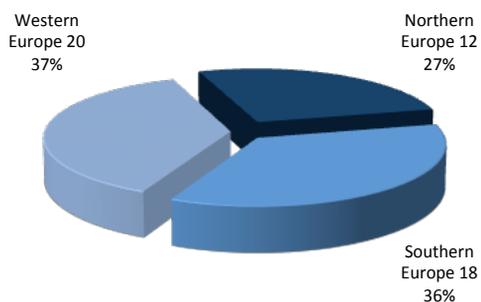
10 nel segmento *Conventional Electricity*;

17 nel segmento *Gas, Water & Multiutilities*;

8 nel segmento *Production & National Grid*.

⁵Liquid Natural Gas

Fig. 4 - Il Campione di Ricerca, settore Utilities



Laddove: ALTE - Alternative Electricity
 CONE - Conventional Electricity
 GW&M - Gas, Water & Multiutilities
 P&NG - Production & National Grid

	Company	Country	Cap.on
ALTE	FORTUM CORP	FIN	12.650
	ENEL GREEN POWER S.p.A.	ITA	7.915
	EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A.	PRT	7.553
	VERBUND AG	AUT	2.481
	ALPIQ LTD	CHE	2.535
	BKW INC	CHE	1.224
	HAFSLUND ASA	NOR	1.163
	ROMANDE ENERGIE SA	CHE	1.075
	ENERGIEDIENST AG	CHE	921
	ARENDALS FOSSEKOMPANI ASA	NOR	454
	ALBIOMA	FRA	399
	FALCK RENEWABLES S.p.A.	ITA	243
	THEOLIA S.A.	FRA	157
GREENTECH ENERGY SYSTEMS A/S	DNK	147	
ALERION CLEAN POWER S.p.A.	ITA	148	
CONE	ELECTRICITE DE FRANCE SA	FRA	32.522
	IBERDROLA S.A.	ESP	25.055
	ENEL S.p.A.	ITA	23.170
	ENDESA S.A.	ESP	17.522
	SSE PLC	GBR	17.130
	AREVA S.A.	FRA	4.635
	CKW AG	CHE	1.454
	REPOWER AG	CHE	395
	SOCIETÀ ELETTRICA SOPRACENERINA S.A.	CHE	133
	JERSEY ELECTRICITY PLC	GBR	110
GW&M	GDF SUEZ SA	FRA	36.542
	E.ON AG	DEU	25.087
	CENTRICA PLC	GBR	21.669
	GAS NATURAL S.A.	ESP	15.536
	RWE AG	DEU	15.125
	UNITED UTILITIES GROUP PLC	GBR	5.422
	SUEZ ENVIRONNEMENT COMPANY S.A.	FRA	5.048
	VEOLIA ENVIRONNEMENT S.A.	FRA	4.827
	SEVERN TRENT PLC	GBR	4.626
	PENNON GROUP PLC	GBR	2.725
	A2A S.p.A.	ITA	1.814
	HERA S.p.A.	ITA	1.950
	EVN AG	AUT	1.755
	MVV ENERGIE AG	DEU	1.442
ACEA S.p.A.	ITA	1.371	
IREN S.p.A.	ITA	1.110	
ASCOPIAVE S.p.A.	ITA	314	
P&NG	NATIONAL GRID PLC	GBR	31.694
	SNAM S.p.A.	ITA	11.667
	TERNA S.p.A.	ITA	6.352
	RED ELECTICA Corporation S.A.	ESP	5.684
	ENAGAS S.A.	ESP	4.536
	DRAX GROUP PLC	GBR	2.697
	ELIA SYSTEM OPERATOR S.A.	BEL	1.920
REN - REDES ENERGETICAS NACIONAIS S.A.	PRT	575	

Dati reuters Thomsonone, valori in € Mio.



Performance Storica: approccio tradizionale

Analizzando in ottica comparativa i risultati ottenuti dal Campione nel corso del 2012, il comparto *Utilities* è stato caratterizzato da un incremento del fatturato aggregato rispetto ai valori 2011, passando infatti da 702 Mld. a 754 Mld. (+7,3%).

L'incremento ha interessato principalmente i segmenti *Gas, Water & Multiutilities* (+9,6%) e *Production & National Grid* (+6,4%), mentre più modesta è stata la crescita nei segmenti *Alternative Electricity* (+2,9%) e *Conventional Electricity* (+4,8%).

Esaminando la distribuzione geografica dei ricavi, l'incremento si è concentrato maggiormente nella regione Occidentale (+8,9%) e Meridionale (+8,6%) dell'Europa; in flessione il fatturato nella regione Settentrionale dell'Europa (-1,8%).

Guardando infine a redditività e profittabilità, sebbene si sia registrato un positivo incremento della prima (+7,6%) e vistoso per quanto riguarda la seconda (+13,8%), le evidenze raccolte non sono univoche in quanto le performance registrate differiscono sensibilmente da segmento a segmento e, ancor più, da società a società. Quanto segue e la tabella presentata in Fig. 9 vogliono quindi offrire validi spunti per un'analisi più puntuale del campione di Ricerca.

Segmento Alternative Electricity

Nel suo complesso il segmento ha registrato una modesta crescita del fatturato (+2,9%), mantenendo invece discreti livelli di redditività (*EBIT/Sales* 13,9%) e profittabilità (*Profit/Sales* 6,3%). All'interno del segmento si segnala la performance di:

- ENEL GREEN POWER: gioiellino italiano nel campo delle energie rinnovabili, ha registrato nel 2012 un notevole incremento di fatturato (+19,7%) e redditività (*EBIT/Sales* salito a 38,8%), mantenendo altresì ottimi livelli di profittabilità (*Profit/Sales* pari a 18,2%).

Segmento Conventional Electricity

Nel corso del 2012, il segmento ha registrato un positivo incremento del fatturato consolidato (+4,8%), tuttavia i principali indicatori di performance risultano in leggera flessione (*EBIT/Sales* e *Profit/Sales* scesi rispettivamente a 7,6% e 4,4%). Tra le società del segmento segnaliamo:

- ENEL: il Gruppo italiano ha registrato una discreta crescita (+6,6%), superando nel 2012 gli 80 Mld. di fatturato. Ottima la

Fig. 5 - Ricavi settore *Utilities* per aree geografiche

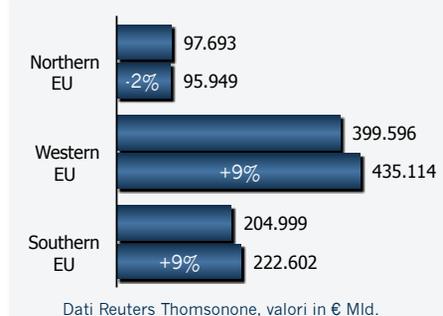
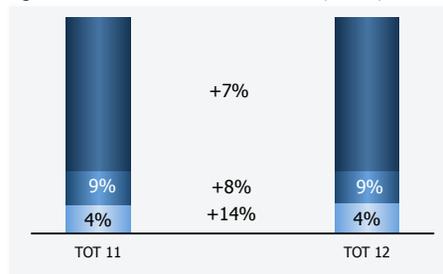
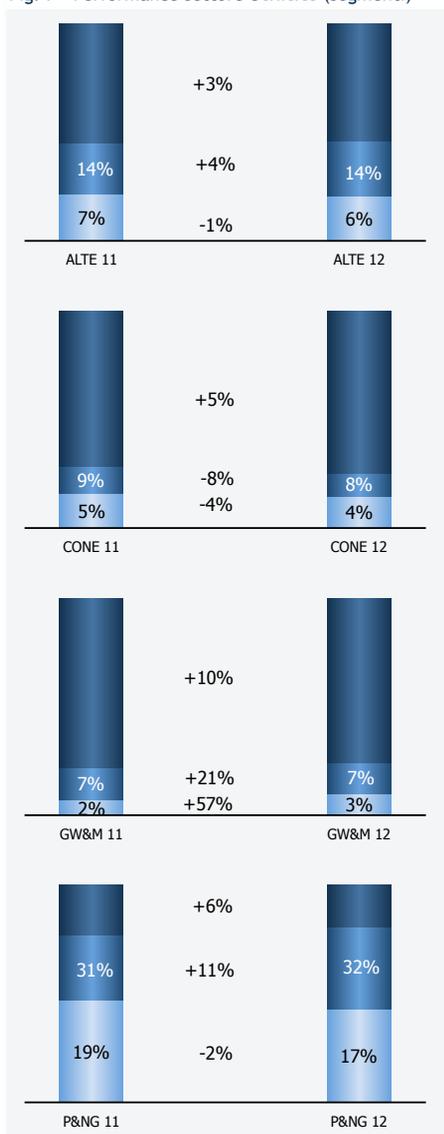


Fig. 6 - Performance settore *Utilities* (totale)



6Legenda ai grafici in Fig. 5, 6 e 7.

Fig. 7 - Performance settore *Utilities* (segmenti)

sua performance reddituale (*EBIT/Sales* pari a 10,1%), mentre non in linea con segmento la sua profittabilità (*Profit/Sales* 2,5%, media del segmento 4,4%).

Segmento Gas, Water & Multiutilities

Ottimi i risultati conseguiti dal segmento nel 2012. Il fatturato aggregato è cresciuto del 9,6%, con molte società interessate da una crescita a doppie cifre. La performance reddituale e la profittabilità sono altresì in incremento, con valori rispettivamente pari a 7,3% e 3,0%. Tra le società del segmento segnaliamo:

- IREN: la multiutility italiana è cresciuta notevolmente nell'ultimo anno (+32,3%), superando i 4 Mld. di fatturato, la performance risulta in linea coi peers (*EBIT/Sales* 7,7% e *Profit/Sales* 3,8%).

Segmento Production & National Grid

Nel 2012 il segmento è stato interessato da un positivo incremento del fatturato consolidato (+6,4%), ma ciò che colpisce maggiormente è l'alto livello di redditività e profittabilità che contraddistingue il segmento rispetto ai tre precedentemente analizzati: il rapporto *EBIT/Sales* raggiunge infatti il 32,5%, mentre il rapporto *Profit/Sales* scende a 17,4%. Tra le società del segmento segnaliamo:

- TERNA: gestore della Rete di Trasmissione Nazionale Italiana, ha incrementato il fatturato (+13,1%) mantenendo alti livelli di redditività (*EBIT/Sales* 53,7%).

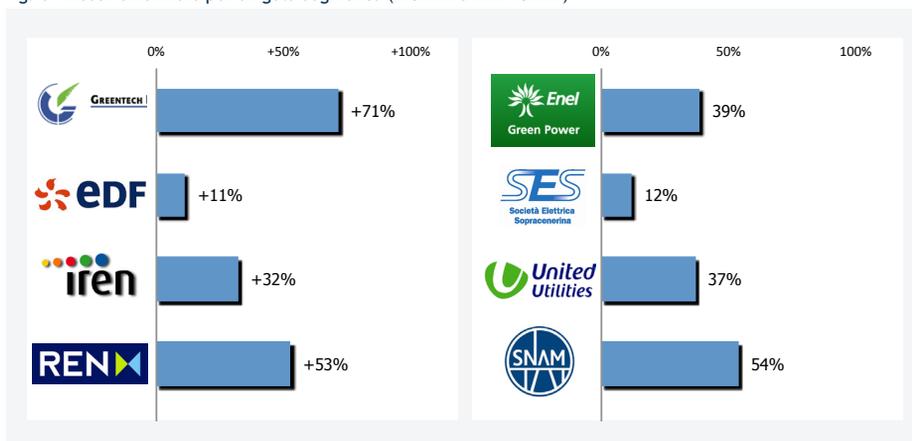
Fig. 8 - Best Performers per singolo segmento (Δ Sales e *EBIT/Sales*)

Fig. 9 - Performance storica: approccio tradizionale

	Company	Sales			EBIT			Profit		
		2011	2012	Δ %	2011	2012	% Sales	2011	2012	% Sales
ALTE	FORTUM CORP	6.161	6.159	≈	1.713	1.630	26%	1.862	1.503	24%
	ENEL GREEN POWER S.p.A.	2.253	2.696	20%	725	1.045	39%	514	491	18%
	EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A.	15.121	16.340	8%	1.934	1.811	11%	1.332	1.182	7%
	VERBUND AG	3.865	3.174	-18%	779	911	29%	462	499	16%
	ALPIQ LTD	10.414	10.532	1%	276	379	4%	-1.109	-900	-9%
	BKW INC	2.062	2.251	9%	142	98	4%	-55	112	5%
	HAFSLUND ASA	1.769	1.563	-12%	180	163	10%	-90	-7	0%
	ROMANDE ENERGIE SA	444	478	8%	10	54	11%	-194	-231	-48%
	ENERGIEDIENST AG	915	963	5%	109	77	8%	89	75	8%
	ARENDALS FOSSEKOMPANI ASA	283	362	28%	23	19	5%	29	45	12%
	ALBIOMA	388	381	-2%	63	55	14%	37	39	10%
	FALCK RENEWABLES S.p.A.	249	275	10%	84	21	8%	20	85	31%
	THEOLIA S.A.	67	68	≈	5	19	28%	-39	-34	-51%
	GREENTECH ENERGY SYSTEMS A/S	35	60	71%	-0	11	18%	11	-13	-22%
ALERION CLEAN POWER S.p.A.	65	80	22%	-3	5	7%	7	4	5%	
	44.092	45.381	3%	6.039	6.298	14%	2.878	2.850	6%	
CONE	ELECTRICITE DE FRANCE SA	65.307	72.729	11%	3.848	3.426	5%	3.246	3.557	5%
	IBERDROLA S.A.	31.648	34.201	8%	3.787	3.767	11%	2.905	2.869	8%
	ENEL S.p.A.	77.573	82.699	7%	9.698	8.326	10%	5.358	2.075	3%
	ENDESA S.A.	30.827	32.284	5%	3.284	3.074	10%	3.021	2.771	9%
	SSE PLC	38.063	33.471	-12%	1.646	1.721	5%	237	579	2%
	AREVA S.A.	8.872	9.342	5%	-492	-190	-2%	-2.567	-75	-1%
	CKW AG	740	745	1%	65	80	11%	73	87	12%
	REPOWER AG	2.032	1.930	-5%	106	57	3%	45	26	1%
	SOCIETÀ ELETTRICA SOPRACENERINA S.A.	107	110	2%	9	13	12%	9	9	8%
	JERSEY ELECTRICITY PLC	117	122	5%	13	9	7%	10	5	4%
	255.287	267.633	5%	21.964	20.283	8%	12.337	11.902	4%	
GW&M	GDF SUEZ SA	90.673	97.038	7%	6.862	7.326	8%	5.421	2.755	3%
	E.ON AG	112.954	132.093	17%	2.890	4.586	3%	-1.861	2.641	2%
	CENTRICA PLC	27.324	29.518	8%	2.587	2.986	10%	571	1.569	5%
	GAS NATURAL S.A.	21.076	24.904	18%	2.381	2.763	11%	1.526	1.657	7%
	RWE AG	49.153	50.771	3%	5.057	7.208	14%	2.111	1.608	3%
	UNITED UTILITIES GROUP PLC	1.878	1.935	3%	709	717	37%	374	334	17%
	SUEZ ENVIRONNEMENT COMPANY S.A.	14.830	15.102	2%	790	830	5%	527	470	3%
	VEOLIA ENVIRONNEMENT S.A.	29.264	29.439	1%	1.407	1.293	4%	-818	18	0%
	SEVERN TRENT PLC	2.124	2.166	2%	589	589	27%	209	272	13%
	PENNON GROUP PLC	1.480	1.420	-4%	321	291	21%	207	32	2%
	A2A S.p.A.	6.096	6.281	3%	296	287	5%	-916	271	4%
	HERA S.p.A.	4.100	4.490	10%	120	146	3%	127	134	3%
	EVN AG	2.729	2.847	4%	228	163	6%	233	234	8%
	MVV ENERGIE AG	3.590	3.895	8%	154	134	3%	136	84	2%
	ACEA S.p.A.	3.217	3.523	10%	280	247	7%	94	85	2%
	IREN S.p.A.	3.254	4.304	32%	113	333	8%	-100	162	4%
ASCOPIAVE S.p.A.	1.103	1.078	-2%	68	75	7%	8	30	3%	
	374.845	410.802	10%	24.852	29.975	7%	7.847	12.357	3%	
P&NG	NATIONAL GRID PLC	16.261	16.980	4%	4.193	4.309	25%	2.445	2.715	16%
	SNAM S.p.A.	3.539	3.901	10%	1.910	2.103	54%	790	652	17%
	TERNA S.p.A.	1.591	1.800	13%	795	966	54%	440	468	26%
	RED ELECTICA Corporation S.A.	1.637	1.755	7%	823	880	50%	460	492	28%
	ENAGAS S.A.	1.118	1.180	6%	550	600	51%	365	380	32%
	DRAX GROUP PLC	2.198	2.194	≈	331	296	13%	556	202	9%
	ELIA SYSTEM OPERATOR S.A.	1.188	1.228	3%	222	232	19%	138	155	13%
	REN - REDES ENERGETICAS NACIONAIS S.A.	531	811	53%	-88	315	39%	121	124	15%
	28.064	29.849	6%	8.736	9.701	32%	5.314	5.188	17%	

Dati Reuters Thomsonone, valori in € Mio.

Performance Storica: ottica *Economic Value Added*

L'analisi della performance storica attraverso l'approccio tradizionale non ha permesso di evidenziare un *pattern* ben definito di quella che è stata la performance del comparto nel 2012, né di cogliere appieno quello che è stato l'impatto della congiuntura economica sulla stessa. Tuttavia, se le risorse economiche investite in una Società perdono progressivamente valore, potrebbe non essere (solo) 'colpa' di fattori esogeni o del clima di incertezza che stiamo vivendo.

A volte l'adozione di un approccio tradizionale ci rende miopi e non permette di mettere in luce eventuali problemi nella strategia perseguita e relative possibili soluzioni. Una visione chiara e condivisa di ciò che è necessario per creare Valore e di quali sono le leve agibili per farlo, può essere di aiuto sia per il management, che per gli investitori. Ma prima...

- Siamo certi di sapere da cosa dipende la capacità delle imprese di creare Valore e ricchezza? -

Generare valore - ovvero *Profitto Economico_EVA*[®] positivo - è una questione di *Qualità* e di *Quantità*. Questa è la ragione per cui imprese di 'piccole' dimensioni possono generare enorme ricchezza e imprese di grandi dimensioni, invece, distruggere Valore.

L'importanza della 'Qualità' e della 'Quantità'

La *qualità* è una misura relativa che identifica qualcosa di un livello superiore rispetto ad un *hurdle* di riferimento. Dall'ottica di un investitore, dunque, un investimento di *qualità* è quello in grado di generare un ritorno maggiore rispetto ad altri investimenti di pari rischio.

Per misurare la '*Qualità*' di ogni Società del nostro Campione si è calcolato il Tasso di Rendimento generato dal Capitale Investito nell'attività d'impresa (*ROIC*⁷) e lo si è confrontato con quanto gli investitori si aspetterebbero di realizzare per sostenere analoghi livelli di rischio (*WACC*⁸).

Nell'attività d'impresa, la '*Quantità*' di Capitale Investito⁹, in grado di garantire un ritorno superiore al suo Costo Opportunità, è la seconda leva necessaria per creare Valore. Agendo da volano della Crescita, più Capitale sarà impiegato ad un alto tasso di ritorno, più sarà la ricchezza creata.

Fig. 10 - Determinanti performance EVA 11-12



La Fig. 10 riporta graficamente ed in modo sintetico le determinanti aggregate alla base della performance 2012 del comparto *Utilities*. Modesti investimenti in *Quantità* sono stati accompagnati da un sensibile incremento della *Qualità*. A contribuire ulteriormente ed in modo positivo alla Creazione di Valore è stata una riduzione del costo medio di finanziamento *WACC*.

In comparazione con il 2011, la performance aggregata è positiva e in miglioramento: passa infatti da valori nulli a circa 7 Mld.

La capacità delle imprese di creare Valore dipende da quanto più Capitale (Quantità) riescono ad impiegare ad un Tasso di Rendimento superiore al suo Costo-Opportunità (Qualità)

⁷ROIC = Return on Invested Capital

⁸WACC = Weighted Average Cost of Capital

⁹IC = Invested Capital, sommatoria dei valori contabili del Debito e dell'Equity



Le leve manageriali per Creare Valore

Se *Qualità* e *Quantità* rappresentano gli unici 'pillar' su cui ci si dovrebbe basare per Creare Valore, molteplici sono invece le leve a disposizione del management.

Il tema della *Qualità* può ad esempio essere affrontato attraverso:

- Un miglioramento della *Economical Efficiency*, ossia un incremento della redditività ($\Delta ROIC$ positivo) a parità di Capitale Investito in Azienda;
- Un miglioramento delle condizioni contrattuali/di mercato ($\Delta WACC$ negativo) attraverso cui l'azienda finanzia il Capitale Investito in Azienda.

Il tema della *Quantità* può invece essere affrontato attraverso:

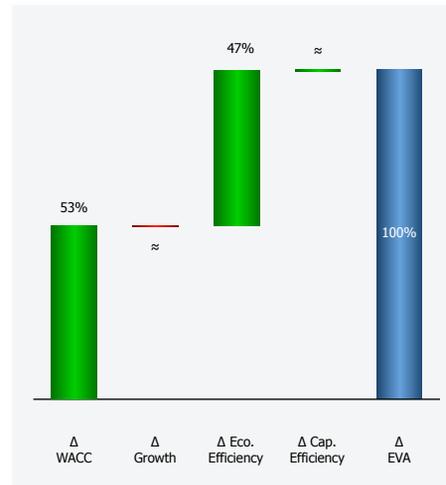
- Una crescita del Capitale Investito in Azienda ($\Delta Growth$), ossia quanto nuovo Capitale è stato allocato a parità di *Qualità* della performance;
- Un innalzamento della *Capital Efficiency*, ossia quanto nuovo capitale è stato allocato in presenza di un incremento della *Qualità* della performance.

Dotarsi di solide metodologie e comprendere quali possano essere le leve agibili permette al management di Creare Valore in maniera sostenibile

La rappresentazione grafica in Fig. 11 illustra sinteticamente il contributo dato da ciascuna leva manageriale al differenziale di performance registrato nel 2012 dal comparto.

L'analisi rafforza quanto emerso precedentemente: l'incremento della performance è principalmente imputabile a migliori condizioni di finanziamento che diminuiscono il costo del capitale investito in azienda e ad un incremento della *Economical Efficiency*. Queste contribuiscono rispettivamente al 53% e al 47% del differenziale *EVA*[®] registrato. Nessun contributo invece se si guarda al Capitale Investito in azienda: le leve quantitative hanno rivestito un ruolo pressoché nullo nell'incremento della performance *EVA*[®].

Fig. 11 - Leve Manageriali ΔEVA 11-12



Peculiarità nel comparto Utilities

Guardando ora ai risultati conseguiti nel 2012 dal comparto, l'impiego delle due leve manageriali si è operativamente tradotto in un incremento a livello contabile del *NOPBT* e in una significativa riduzione del costo associato al capitale, principalmente fisso.

L'analisi delle risultanze contabili ci permette di comprendere come l'incremento della redditività sia tuttavia spiegato esclusivamente dalla crescita dei ricavi consolidati (+7,3%). I costi operativi sono cresciuti infatti quasi in maniera proporzionale (+7,2%) al fatturato, escludendo quindi il tema dell'efficientamento operativo come leva manageriale per Creare Valore. Si è trattato piuttosto di un effetto leva volto a sfruttare la storica alta marginalità del comparto (*EBIT/Sales* aggregato pari a 8,8% sia nel 2011 che nel 2012).

Fig. 12 - Componenti ΔEVA 11-12

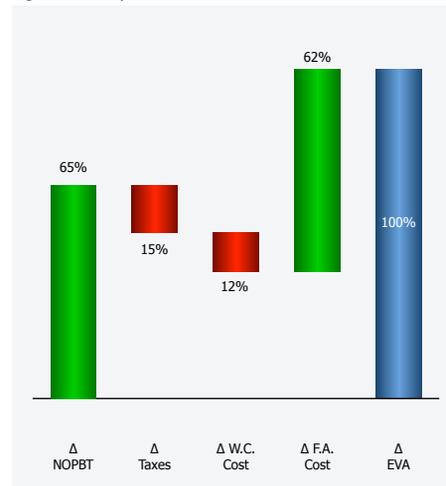


Fig. 13 - Performance Alternative Electricity



Fig. 14 - Performance Conventional Electricity

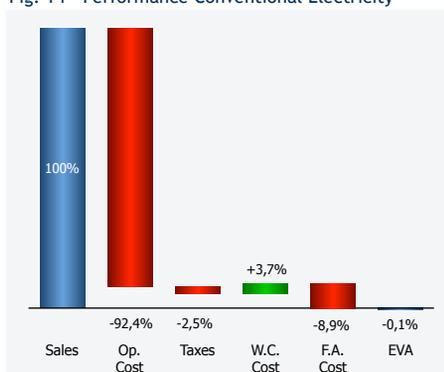


Fig. 15 - Performance Gas, Water & Multiutilities



Fig. 16 - Performance Production & National Grid



L'analisi ha poi indagato le differenze strutturali esistenti tra i diversi segmenti, in parte confutando, in parte integrando con maggiori dettagli quanto emerso dall'analisi tradizionale. Nello specifico, è emerso:

- Segmento Alternative Electricity:** l'analisi tradizionale aveva correttamente colto una maggiore redditività rispetto ai valori medi di settore (costi operativi solo 86% del fatturato consolidato), tuttavia la performance *EVA*[®] risulta appena sufficiente a remunerare tutti i fattori che hanno concorso alla produzione del reddito: non vi è quindi Creazione di Valore. Ciò dipende principalmente da una più alta incidenza del capitale investito: per generare un euro di fatturato è necessario investire quasi il doppio (*Invested Capital/Sales* pari a 1,8 - media di settore 0,9).
- Segmento Conventional Electricity:** la performance *EVA*[®] è risultata pressoché nulla (*EVA/Sales* e *EVA/IC* pari a -0,1%) a causa di una maggiore incidenza dei costi operativi. In linea con i valori di settore risulta invece l'incidenza del Capitale Investito ed il relativo costo.
- Segmento Gas, Water & Multiutilities:** l'analisi, come per il segmento *Conventional Electricity*, ha evidenziato come la performance *EVA*[®] sia stata influenzata da un'alta incidenza dei costi operativi sul fatturato (*EBIT/Sales* 7%). La performance è comunque positiva (*EVA/Sales* 1,5%, *EVA/IC* 2,4%) grazie ad una minore incidenza della componente investimenti (*Invested Capital/Sales* pari a 0,6 - media di settore 0,9) e ad un minore costo del capitale (*WACC* 5,3% - media di settore 5,6%).
- Segmento Production & National Grid:** come per il segmento *Alternative Electricity*, l'analisi tradizionale aveva messo in luce un'alta marginalità (32%) e altresì una straordinaria profittabilità (17%), tuttavia la performance *EVA*[®] risulta notevolmente inferiore a causa di un'alta incidenza del capitale investito (*Invested Capital/Sales* pari a 2,8 - media di settore 0,9). La performance *EVA*[®] è tuttavia positiva e in miglioramento, sia in rapporto al fatturato (*EVA/Sale* 4,2%), sia in rapporto al Capitale Investito (*EVA/IC* 1,5%).



Campioni e Falling Angels

In quanto le performance delle singole società possono non corrispondere in modo puntuale con quelle del segmento di appartenenza, la tabella presentata in Fig. 19 vuole quindi offrire validi spunti per una categorizzazione sistemica delle società costituenti il paniere analizzato, attraverso una lettura 'semplificata' delle loro performance (*EVA*, ΔEVA e $\Delta Sales$):

- **Champion:** performance ineccepibile ed in crescita, sia adottando un'ottica *EVA*[®], sia in termini di crescita del fatturato;
- **Focusing:** rallentamento della crescita a favore di una mirata e maggiore Creazione di Valore;
- **Falling Angel:** società un tempo campioni, la loro performance è ora decrescente ed è pertanto necessario interrogarsi nuovamente sulla validità della *Value Proposition*;
- **Need for Rebirth:** società in declino o in crisi, si assiste ad una completa e generalizzata distruzione di Valore;
- **What after Growth?:** società orientate alla sola crescita, si rende necessario verificare/ridefinire gli obiettivi;
- **On the right path:** società i cui obiettivi sono stati definiti in modo corretto e con performance in miglioramento, tuttavia non ancora 'campioni';
- **Restructuring:** società attualmente orientata alla 'rinascita';
- **Need for control:** società caratterizzata da una possibile flessione momentanea.

Il Valore Creato è il parametro più direttamente correlato al Valore che il Mercato dei Capitali riconosce all'impresa

Valore Creato e Apprezzamento di Mercato

I Mercati dei Capitali assolvono all'importante ruolo di valorizzare quotidianamente ed in modo dinamico il Valore Creato dall'impresa.

Attraverso l'analisi dei corsi azionari è possibile misurare il differenziale tra il valore riconosciuto dal Mercato al Capitale Investito in Azienda (*EV*¹⁰) e il relativo valore contabile (*IC*¹¹). Tale valore riflette un maggior apprezzamento della società rispetto a quanto effettivamente investito nell'impresa. Il grafico in Fig. 18 mostra come l'apprezzamento (*MVA*¹²) è, salvo imperfezioni, positivamente correlato al Valore della performance *EVA*[®].

Fig. 17 - MVA e Valore Creato 11-12

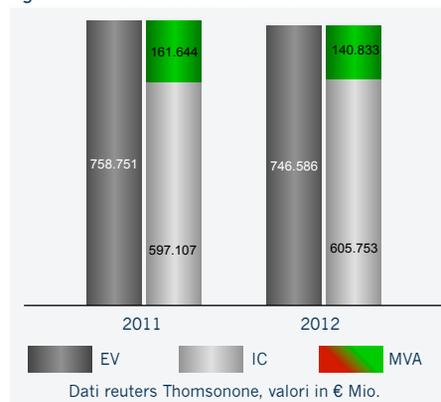
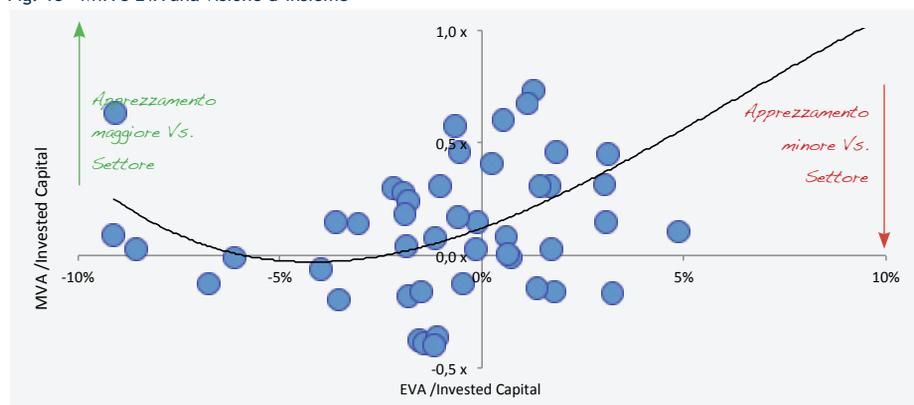


Fig. 18 - MVA e EVA una visione d'insieme



¹⁰EV = Enterprise Value, sommatoria della Capitalizzazione di Borsa e della Posizione Finanziaria Netta

¹¹IC = Invested Capital, sommatoria dei valori contabili del Debito e dell'Equity

¹²MVA = Market Value Added

Fig. 19 - Performance storica: una prima categorizzazione

	Company	Performance		Performance Analysis			Status
		EVA / IC	EVA / SALES	EVA (+/-)	Δ EVA (+/-)	Δ SALES (+/-)	
ALTE	FORTUM CORP	3,07%	9,01%	😊	😊	😞	Focusing
	ENEL GREEN POWER S.p.A.	-0,11%	-0,49%	😞	😊	😊	On the right path
	EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A.	-1,15%	-1,91%	😞	😞	😊	What after growth?
	VERBUND AG	3,23%	8,48%	😊	😊	😞	Focusing
	ALPIQ LTD	-3,52%	-2,18%	😞	😊	😊	On the right path
	BKW INC	-1,57%	-1,72%	😞	😞	😊	What after growth?
	HAFSLUND ASA	-1,91%	-2,79%	😞	😊	😞	Restructuring
	ROMANDE ENERGIE SA	-1,42%	-3,98%	😞	😊	😊	On the right path
	ENERGIEDIENST AG	1,35%	1,37%	😊	😞	😊	Need for control
	ARENDALS FOSSEKOMPANI ASA	1,11%	0,81%	😊	😊	😊	Champion
	ALBIOMA	-3,08%	-6,83%	😞	😊	😞	Restructuring
	FALCK RENEWABLES S.p.A.	-6,14%	-24,54%	😞	😞	😊	What after growth?
	THEOLIA S.A.	-9,10%	-47,76%	😞	😊	😊	On the right path
	GREENTECH ENERGY SYSTEMS A/S	-6,75%	-56,30%	😞	😞	😊	What after growth?
ALERION CLEAN POWER S.p.A.	-8,54%	-45,93%	😞	😊	😊	On the right path	
CONE	ELECTRICITE DE FRANCE SA	-2,17%	-1,69%	😞	😞	😊	What after growth?
	IBERDROLA S.A.	0,71%	1,07%	😊	😊	😊	Champion
	ENEL S.p.A.	-0,17%	-0,18%	😞	😞	😊	What after growth?
	ENDESA S.A.	1,79%	1,73%	😊	😞	😊	Need for control
	SSE PLC	5,65%	1,89%	😊	😊	😞	Focusing
	AREVA S.A.	-9,06%	-5,29%	😞	😊	😊	On the right path
	CKW AG	1,43%	2,10%	😊	😊	😊	Champion
	REPOWER AG	-1,12%	-0,56%	😞	😞	😞	Need for rebirth
	SOCIETÀ ELETTRICA SOPRACENERINA S.A.	0,64%	1,08%	😊	😊	😊	Champion
	JERSEY ELECTRICITY PLC	-1,19%	-1,50%	😞	😞	😊	What after growth?
GW&M	GDF SUEZ SA	0,61%	0,51%	😊	😊	😊	Champion
	E.ON AG	1,71%	0,61%	😊	😊	😊	Champion
	CENTRICA PLC	11,19%	3,51%	😊	😊	😊	Champion
	GAS NATURAL S.A.	3,03%	2,99%	😊	😊	😊	Champion
	RWE AG	23,16%	8,01%	😊	😊	😊	Champion
	UNITED UTILITIES GROUP PLC	-1,96%	-9,82%	😞	😞	😊	What after growth?
	SUEZ ENVIRONNEMENT COMPANY S.A.	-1,05%	-0,78%	😞	😊	😊	On the right path
	VEOLIA ENVIRONNEMENT S.A.	-0,60%	-0,30%	😞	😊	😊	On the right path
	SEVERN TRENT PLC	0,54%	1,52%	😊	😊	😊	Champion
	PENNON GROUP PLC	-0,67%	-1,52%	😞	😞	😞	Need for rebirth
	A2A S.p.A.	-4,00%	-4,80%	😞	😊	😊	On the right path
	HERA S.p.A.	-3,64%	-3,07%	😞	😊	😊	On the right path
	EVN AG	-1,82%	-3,00%	😞	😞	😊	What after growth?
	MVV ENERGIE AG	-1,84%	-0,98%	😞	😞	😊	What after growth?
	ACEA S.p.A.	-1,87%	-2,02%	😞	😞	😊	What after growth?
IREN S.p.A.	-1,52%	-1,58%	😞	😊	😊	On the right path	
ASCOPIAVE S.p.A.	4,86%	2,00%	😊	😊	😞	Focusing	
P&NG	NATIONAL GRID PLC	1,29%	2,67%	😊	😞	😊	Need for control
	SNAM S.p.A.	1,70%	8,03%	😊	😊	😊	Champion
	TERNA S.p.A.	0,25%	1,26%	😊	😊	😊	Champion
	RED ELECTICA Corporation S.A.	3,10%	12,90%	😊	😊	😊	Champion
	ENAGAS S.A.	1,84%	8,73%	😊	😊	😊	Champion
	DRAX GROUP PLC	13,68%	8,29%	😊	😞	😞	Falling angel
	ELIA SYSTEM OPERATOR S.A.	-0,56%	-1,51%	😞	😊	😊	On the right path
	REN - REDES ENERGETICAS NACIONAIS S.A.	-0,46%	-2,07%	😞	😊	😊	On the right path

¹³Legenda alla tabella in Fig. 19

😊😊😊	Champion	😊😊😞	Focusing
😊😊😞	Falling Angel	😞😞😞	Need for Rebirth
😞😊😊	On the right Path	😞😊😊	Restructuring
😊😊😊	Need for Control	😞😊😊	What after growth?



Performance Storica: ottica People-Based

La creazione di Valore si può misurare anche considerando un 'Capitale' le Risorse Umane dell'impresa. Ciò significa identificare 'nuove' leve agibili per incrementare il Valore della Società e valorizzare le Risorse interne in una logica di costo-opportunità

Una delle principali caratteristiche della metodologia *EVA*[®] è quella di offrire modalità di lettura alternative delle performance gestionali conseguite dalle imprese e di associare il Valore Creato alle determinanti che hanno concorso a generarlo.

È così che, operando una semplice scomposizione algebrica della formulazione 'tradizionale' di questa metrica¹⁴, è possibile determinare un **EVA[®] People-Based** calcolato rivelando la differenza tra Produttività delle Risorse Umane e il loro Costo medio (*Qualità*) e moltiplicando questo *spread* per il numero totale delle Risorse interne (*Quantità*).

In altre parole, si può determinare il Profitto Economico utilizzando il denominatore delle 'Persone', invece che del 'Capitale' e identificare così da un'ottica *People-Driven* le diverse (e forse più importanti!) leve agibili per incrementare il Valore della Società.

La performance di Valore da un punto di vista People-Driven

Così come una Società, per generare Valore, ha bisogno che il Capitale impiegato nella stessa sia:

- Reddizioso;
- Adeguatamente remunerato per il suo Costo-Opportunità;
- Impiegato in progetti ed attività economicamente profittevoli.

da una prospettiva *People-Driven*, per creare Valore è necessario che le Risorse Interne siano:

- Produttive;
- Adeguatamente remunerate per il lavoro che svolgono;
- Correttamente dimensionate all'interno della Struttura.

Le Persone rappresentano, infatti, un 'Capitale' di competenze e specificità che, come tale, deve essere reso quanto più profittevole e al servizio della capacità di creazione di Valore dell'impresa, anch'esso secondo una logica di Costo-opportunità.

L'analisi del comparto Utilities

La tabella presentata in Fig. 20 offre una visione dettagliata delle determinanti della performance *People-Driven* per ciascuna società del campione analizzato; le stesse sono poi messe in relazione con il segmento di appartenenza (colonne 4 e 6).

Come si può vedere, non solo la produttività delle risorse, ma anche il loro costo varia sensibilmente da società a società; ciò è probabilmente funzione di differenti politiche aziendali e diverse tipologie di business, ma in altri casi potrebbe anche dipendere da fattori prettamente politico/culturali: le società svizzere sono ad esempio quelle con il più alto costo del personale, le inglesi tra quelle col costo minore.

Fig. 20 - Performance storica: ottica People-Based

	Company	Employee	Productivity		Cost		EVA
ALTE	FORTUM CORP	10.371	107	1,5 x	54	0,7 x	54
	ENEL GREEN POWER S.p.A.	3.512	71	1,0 x	75	1,0 x	-4
	EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A.	12.275	29	0,4 x	55	0,8 x	-25
	VERBUND AG	3.100	190	2,7 x	103	1,4 x	87
	ALPIQ LTD	7.340	70	1,0 x	101	1,4 x	-31
	BKW INC	3.037	85	1,2 x	97	1,4 x	-13
	HAFSLUND ASA	1.216	66	0,9 x	102	1,4 x	-36
	ROMANDE ENERGIE SA	685	80	1,1 x	108	1,5 x	-28
	ENERGIEDIENST AG	761	110	1,5 x	93	1,3 x	17
	ARENDALS FOSSEKOMPANI ASA	2.695	41	0,6 x	39	0,5 x	1
	ALBIOMA	325	19	0,3 x	99	1,4 x	-80
	FALCK RENEWABLES S.p.A.	242	-192	-2,7 x	86	1,2 x	-279
	THEOLIA S.A.	140	-168	-2,3 x	63	0,9 x	-231
	GREENTECH ENERGY SYSTEMS A/S	106	-231	-3,2 x	86	1,2 x	-317
ALERION CLEAN POWER S.p.A.	101	-311	-4,4 x	51	0,7 x	-363	
			72		72		-0
CONE	ELECTRICITE DE FRANCE SA	154.730	67	0,9 x	75	1,0 x	-8
	IBERDROLA S.A.	31.338	88	1,2 x	76	1,1 x	12
	ENEL S.p.A.	73.702	64	0,9 x	66	0,9 x	-2
	ENDESA S.A.	22.807	102	1,4 x	77	1,1 x	25
	SSE PLC	19.795	72	1,0 x	40	0,6 x	32
	AREVA S.A.	46.513	67	0,9 x	77	1,1 x	-11
	CKW AG	1.276	113	1,6 x	101	1,4 x	12
	REPOWER AG	746	92	1,3 x	107	1,5 x	-15
	SOCIETÀ ELETTRICA SOPRACENERINA S.A.	184	108	1,5 x	101	1,4 x	6
	JERSEY ELECTRICITY PLC	341	50	0,7 x	55	0,8 x	-5
			71		72		-1
GW&M	GDF SUEZ SA	236.156	58	1,0 x	56	1,1 x	2
	E.ON AG	72.083	82	1,4 x	71	1,4 x	11
	CENTRICA PLC	38.642	86	1,5 x	59	1,2 x	27
	GAS NATURAL S.A.	15.959	107	1,8 x	60	1,2 x	47
	RWE AG	70.208	134	2,3 x	76	1,5 x	58
	UNITED UTILITIES GROUP PLC	5.301	-7	-0,1 x	28	0,6 x	-36
	SUEZ ENVIRONNEMENT COMPANY S.A.	79.549	46	0,8 x	47	0,9 x	-1
	VEOLIA ENVIRONNEMENT S.A.	248.805	32	0,6 x	33	0,6 x	-0
	SEVERN TRENT PLC	5.631	78	1,3 x	72	1,4 x	6
	PENNON GROUP PLC	4.592	36	0,6 x	41	0,8 x	-5
	A2A S.p.A.	12.771	24	0,4 x	47	0,9 x	-24
	HERA S.p.A.	6.539	37	0,6 x	58	1,1 x	-21
	EVN AG	7.594	32	0,6 x	43	0,9 x	-11
	MVV ENERGIE AG	5.541	53	0,9 x	60	1,2 x	-7
	ACEA S.p.A.	7.256	39	0,7 x	49	1,0 x	-10
	IREN S.p.A.	4.567	42	0,7 x	57	1,1 x	-15
ASCOPIAVE S.p.A.	534	88	1,5 x	48	0,9 x	40	
			58		51		7
P&NG	NATIONAL GRID PLC	25.224	87	0,9 x	69	1,0 x	18
	SNAM S.p.A.	6.067	108	1,1 x	57	0,8 x	52
	TERNA S.p.A.	3.433	64	0,7 x	57	0,8 x	7
	RED ELECTICA Corporation S.A.	1.701	209	2,1 x	76	1,1 x	133
	ENAGAS S.A.	1.178	154	1,6 x	67	1,0 x	87
	DRAX GROUP PLC	1.163	246	2,5 x	89	1,3 x	156
	ELIA SYSTEM OPERATOR S.A.	1.917	79	0,8 x	89	1,3 x	-10
	REN - REDES ENERGETICAS NACIONAIS S.A.	733	46	0,5 x	69	1,0 x	-23
			98		68		31

Dati Reuters Thomsonone, valori in € /000



La sfida lanciata dal Mercato: sostenere la performance nel tempo

Obiettivo dell'impresa è quello di creare Valore, ma ciò deve avvenire in maniera sostenibile nel tempo.

Creare valore e ricchezza attraverso un incremento di 'Qualità' o 'Quantità' è certamente uno degli aspetti focali del 'fare impresa', ma una questione non certo secondaria è garantirne la sua Sostenibilità nel tempo.

Per questo motivo analizzare le performance correnti è certamente un ottimo punto di partenza, ma di fondamentale importanza è altresì comprendere quali siano le aspettative del mercato riguardo alle performance prospettiche dell'azienda:

- E' plausibile che una performance EVA® positiva sia ripetibile anche in futuro? -
- Il Mercato valuta possibile un'inversione di tendenza per performance EVA® negative? -

Il Mercato e le aspettative implicite nei corsi azionari

Il Mercato dei Capitali ha l'importante ruolo di valorizzare sinteticamente, nella quotazione di ogni giorno, le aspettative di una moltitudine di operatori ed investitori riguardo le performance future delle società oggetto di negoziazione. L'analisi dei corsi azionari offre pertanto valide indicazioni a supporto del management riguardo alla sostenibilità della performance corrente.

Oltre che come misura del Valore Creato, l'apprezzamento mostrato dal mercato nei confronti della società (*Market Value Added*) può infatti essere immaginato anche come una semplice sommatoria delle performance EVA® future attese dal Mercato. Immaginiamo di scomporlo in due componenti distinte:

EVA® Perpetuity:

E' la parte di MVA spiegato dall'ipotizzare costante nel tempo l'ultima performance consuntivata (2012). Tale componente, sommata al valore del Capitale Investito, può essere efficacemente utilizzata come proxy del valore corrente di impresa (COV¹⁵).

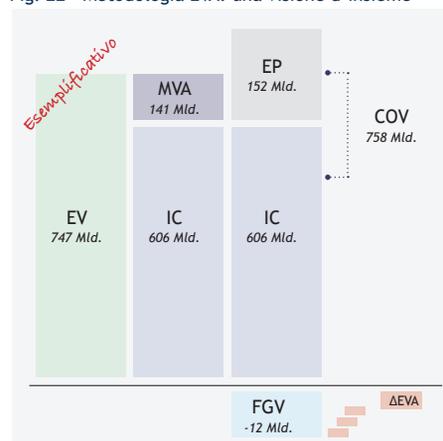
Future Growth Value:

Calcolato per differenza, è la parte di MVA che esprime il valore degli miglioramenti/ peggioramenti di performance attesi dal mercato, rispetto agli ultimi risultati conseguiti.

Fig. 21 - Capitalizzazione di settore, Gen10-Giu13



Fig. 22 - Metodologia EVA: una visione d'insieme¹⁶



¹⁵COV = Current Operation Value

¹⁶Rielaborazioni AVA su dati Reuters Thomson One, dati di mercato a giugno 2013

Il valore negativo del *FGV* a giugno 2013, implicava un atteso peggioramento dell'attuale performance *EVA*[®] aggregata. Ciò tuttavia risulta valido per il segmento *Gas, Water & Multiutilities* (*FGV* negativo, *FGV/IC* -0,4x), mentre non lo era per il segmento *Production & National Grid* (*FGV* positivo, *FGV/IC* +0,3x). Attese di performance stabili per gli altri due segmenti.

Per quanto concerne le singole società, differenze significative possono essere osservate all'interno del campione. Generalizzando, a performance scadenti sono spesso associate aspettative ottimistiche. Viceversa a performance particolarmente positive, aspettative pessimistiche. Non mancano tuttavia le eccezioni.

Al fine di cogliere in maniera pragmatica e più puntuale l'entità dei *FGV* associati alle singole società analizzate, la tabella proposta in Fig. 23 riporta i prezzi delle quotazioni correnti¹⁵, nonché la valorizzazione delle seguenti grandezze:

- **BV:** la componente di prezzo spiegata dal *Tangible Book Value*;
- **MVA:** la componente di prezzo spiegata dal *Market Value Added*.

In maniera speculare, sono poi riportati:

- **BV+EP:** la componente di prezzo spiegata dalla sommatoria tra *Tangible Book Value* e l'ultima performance *EVA*[®] ipotizzata costante nel tempo (*EVA*[®] Perpetuity);
- **FGV:** la componente di prezzo spiegata dalle Attese del Mercato riguardo a futuri miglioramenti/peggioramenti dell'ultima performance consuntivata (*Future Growth Value*).

La lettura della tabella è di facile comprensione e permettere di rispondere a:

- Che cosa muove il prezzo dell'azione? Le performance acquisite o quelle prospettiche? -

ROIC impliciti e sostenibilità del Goodwill

Ad aspettative di Valore positive (*FGV*>0), il Mercato associa miglioramenti della performance corrente: possano questi essere raggiunti attraverso leve *Quantitative* (crescita) o *Qualitative* (efficienza). Viceversa, nel caso di aspettative negative.

Riconducendo tali aspettative unicamente alla seconda componente (*Qualità*) ed operando un semplice esercizio algebrico, è stato possibile calcolare un *ROIC adjusted_Performance Attesa* che ingloba le aspettative implicite nelle attuali quotazioni di mercato.

Per molte delle Società analizzate, tale valore è risultato superiore al rendimento ottenuto nel corso dell'ultimo esercizio, sintomatico quindi di un Mercato ottimista, le cui attese sono di un miglioramento delle condizioni economiche e di una rapida ripresa. Nel campione analizzato, fanno tuttavia eccezione alcune Società la cui performance eccezionalmente positiva nel 2012 è attualmente giudicata non sostenibile dal mercato.

La sostenibilità della performance è infine strettamente collegata al tema degli *intangibile*: il *goodwill* iscritto a bilancio recepisce infatti delle aspettative di performance incrementale che, qualora non siano state o non vengano conseguite, comportano uno *write-off* di tali poste.

Sempre nell'ipotesi limite di utilizzare solo il driver della '*Qualità*' piuttosto che della '*Quantità*', l'impiego di un *ROIC adjusted_Performance Minima* capace di riflettere il rendimento minimo da conseguire affinché il valore del *goodwill* iscritto a bilancio sia congruo, permette di comprendere quale sia il giudizio degli operatori di mercato riguardo alla sua sostenibilità.

Il *ROIC*, così ottenuto, quando superiore a quello espresso dalla aspettative del mercato potrebbe essere infatti sintomatico di un giudizio troppo ottimistico delle 'aspettative' iscritte a bilancio. La tabella in Fig. 23 indica accanto ad ogni società un giudizio sintetico sulla sostenibilità del *goodwill* (▲ / ▼) e vuole quindi offrire validi spunti di discussione all'interno del *Board* affinché si dia avvio ad un processo di *impairment* qualora negativo.

Il mercato aiuta a comprendere se la performance sia innanzitutto ripetibile e altresì se sia corretto o meno procedere ad un impairment del goodwill

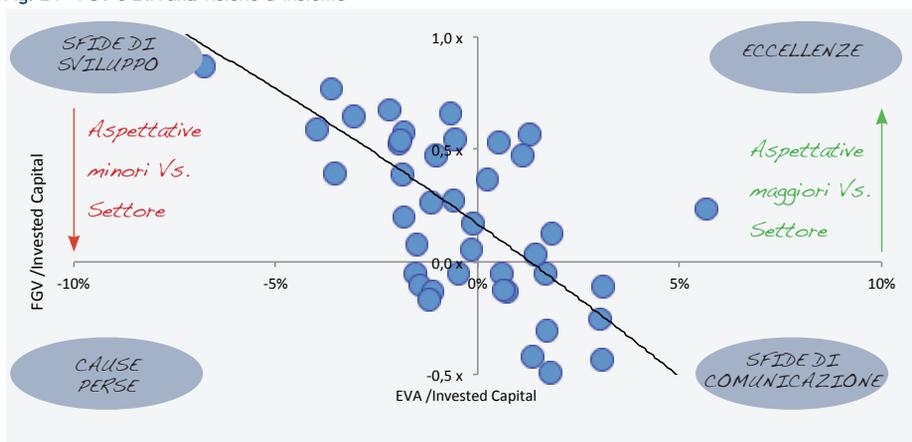


Fig. 23 - Corsi azionari, aspettative e sostenibilità della performance¹⁷

	Company	Price	Mkt. Appreciation (price)		Mkt. Expectation (price)		ROIC		Goodwill	
		28 Jun.	BV	MVA	BV+EP	FGV	2012	Expect.	2012	Grade
ALTE	FORTUM CORP	€ 14,24	€ 11,14	€ 3,10	€ 23,15	-€ 8,91	8,3%	6,0%	309	▲▲
	ENEL GREEN POWER S.p.A.	€ 1,58	€ 1,23	€ 0,35	€ 1,18	€ 0,40	5,5%	6,4%	942	▲
	EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL S.A.	€ 2,45	€ 1,75	€ 0,70	€ 0,09	€ 2,35	5,0%	6,6%	3.318	▼
	VERBUND AG	€ 14,58	€ 22,93	-€ 8,35	€ 53,82	-€ 39,24	8,4%	4,2%	606	▼▼
	ALPIQ LTD	€ 93,23	€ 139,67	-€ 46,44	-€ 0,53	€ 93,76	2,5%	4,9%	266	▼▼
	BKW INC	€ 23,19	€ 40,71	-€ 17,52	€ 25,77	-€ 2,58	3,3%	3,1%	77	▼▼
	HAFSLUND ASA	€ 5,96	€ 3,80	€ 2,16	-€ 0,34	€ 6,30	3,5%	6,4%	288	▲
	ROMANDE ENERGIE SA	€ 943,40	€ 1.405,89	-€ 462,49	€ 1.062,44	-€ 119,04	3,4%	2,9%	11	▼▼
	ENERGIEDIENST AG	€ 27,81	€ 32,15	-€ 4,34	€ 40,22	-€ 12,41	6,3%	4,2%	90	▼▼
	ARENDALS FOSSEKOMPANI ASA	€ 202,78	€ 123,75	€ 79,02	€ 147,03	€ 55,75	6,7%	9,4%	66	▲▲
	ALBIOMA	€ 13,94	€ 9,71	€ 4,23	-€ 5,07	€ 19,01	3,1%	7,0%	11	▲▲
	FALCK RENEWABLES S.p.A.	€ 0,83	€ 0,87	-€ 0,04	-€ 3,47	€ 4,31	-0,8%	5,3%	89	▼
	THEOLIA S.A.	€ 1,18	€ 0,95	€ 0,23	-€ 1,48	€ 2,66	0,9%	10,9%	39	▼
	GREENTECH ENERGY SYSTEMS A/S	€ 1,38	€ 1,96	-€ 0,58	-€ 2,67	€ 4,05	0,1%	6,0%	4	▼
ALERION CLEAN POWER S.p.A.	€ 3,40	€ 3,17	€ 0,23	-€ 7,82	€ 11,22	-0,9%	7,8%	n.a.		
CONE	ELECTRICITE DE FRANCE SA	€ 17,59	€ 8,35	€ 9,24	-€ 3,15	€ 20,74	3,6%	7,5%	10.412	▲
	IBERDROLA S.A.	€ 4,09	€ 4,15	-€ 0,06	€ 5,17	-€ 1,09	6,5%	5,8%	8.309	▼
	ENEL S.p.A.	€ 2,46	€ 2,21	€ 0,25	€ 1,92	€ 0,54	5,2%	5,5%	15.963	▼
	ENDESA S.A.	€ 16,55	€ 21,18	-€ 4,63	€ 31,03	-€ 14,48	7,2%	4,5%	2.676	▼▼
	SSE PLC	€ 17,76	€ 3,34	€ 14,42	€ 15,05	€ 2,71	11,3%	12,6%	752	▲▲▲
	AREVA S.A.	€ 12,10	€ 3,07	€ 9,03	-€ 14,09	€ 26,18	-1,5%	12,3%	3.998	▼
	CKW AG	€ 244,83	€ 187,68	€ 57,16	€ 238,46	€ 6,37	6,6%	6,8%	n.a.	
	REPOWER AG	€ 141,87	€ 268,65	-€ 126,78	€ 188,68	-€ 46,81	3,8%	3,1%	0	▼▼
	SOCIETÀ ELETTRICA SOPRACENERINA S.A.	€ 120,96	€ 120,07	€ 0,88	€ 141,71	-€ 20,75	5,6%	5,0%	n.a.	
	JERSEY ELECTRICITY PLC	€ 3,60	€ 5,58	-€ 1,98	€ 4,42	-€ 0,82	4,0%	3,1%	n.a.	
GW&M	GDF SUEZ SA	€ 15,15	€ 12,31	€ 2,83	€ 16,97	-€ 1,83	5,0%	4,8%	30.035	▼▼
	E.ON AG	€ 12,52	€ 11,88	€ 0,64	€ 19,75	-€ 7,24	6,8%	5,2%	13.440	▼▼
	CENTRICA PLC	€ 4,20	€ 0,81	€ 3,39	€ 5,07	-€ 0,87	15,9%	13,6%	3.135	▲▲▲
	GAS NATURAL S.A.	€ 15,53	€ 7,71	€ 7,81	€ 21,78	-€ 6,26	8,3%	7,0%	5.837	▲
	RWE AG	€ 24,60	-€ 2,31	€ 26,91	€ 136,44	-€ 111,84	27,9%	9,3%	13.545	▲▲
	UNITED UTILITIES GROUP PLC	€ 7,95	€ 3,95	€ 4,00	€ 0,50	€ 7,45	6,1%	10,3%	6	▲▲
	SUEZ ENVIRONNEMENT COMPANY S.A.	€ 9,89	€ 3,15	€ 6,74	-€ 0,60	€ 10,50	5,1%	8,0%	3.257	▲
	VEOLIA ENVIRONNEMENT S.A.	€ 8,79	€ 4,29	€ 4,50	€ 1,64	€ 7,16	5,4%	7,1%	4.795	▼
	SEVERN TRENT PLC	€ 19,37	€ 3,92	€ 15,45	€ 5,65	€ 13,72	8,5%	12,8%	49	▲▲▲
	PENNON GROUP PLC	€ 7,47	€ 2,38	€ 5,08	€ 1,62	€ 5,84	7,1%	12,2%	388	▲▲▲
	A2A S.p.A.	€ 0,58	€ 0,73	-€ 0,15	-€ 0,83	€ 1,41	2,2%	5,8%	569	▼
	HERA S.p.A.	€ 1,45	€ 1,02	€ 0,43	-€ 0,73	€ 2,18	2,2%	6,8%	378	▲
	EVN AG	€ 9,75	€ 14,47	-€ 4,71	€ 4,59	€ 5,17	3,0%	3,9%	210	▼▼
	MVV ENERGIE AG	€ 21,75	€ 14,01	€ 7,74	€ 3,71	€ 18,04	3,8%	7,0%	169	▲▲
ACEA S.p.A.	€ 6,44	€ 5,69	€ 0,75	-€ 0,44	€ 6,88	3,6%	5,7%	147	▲	
IREN S.p.A.	€ 0,87	€ 1,43	-€ 0,56	€ 0,60	€ 0,27	4,9%	5,4%	133	▼	
ASCOPIAVE S.p.A.	€ 1,34	€ 1,15	€ 0,19	€ 3,02	-€ 1,68	9,8%	5,4%	116	▼	
P&NG	NATIONAL GRID PLC	€ 8,64	€ 1,68	€ 6,97	€ 3,21	€ 5,44	9,4%	14,0%	5.946	▲▲▲
	SNAM S.p.A.	€ 3,45	€ 1,75	€ 1,70	€ 3,75	-€ 0,30	6,3%	6,1%	9	▲▲
	TERNA S.p.A.	€ 3,16	€ 1,30	€ 1,86	€ 1,50	€ 1,66	5,8%	7,8%	190	▲▲
	RED ELECTICA Corporation S.A.	€ 42,02	€ 17,67	€ 24,35	€ 47,90	-€ 5,88	8,6%	8,0%	n.a.	
	ENAGAS S.A.	€ 19,00	€ 8,32	€ 10,68	€ 15,94	€ 3,06	7,5%	8,2%	19	▲▲▲
	DRAX GROUP PLC	€ 6,70	€ 4,37	€ 2,33	€ 13,49	-€ 6,79	18,6%	8,5%	61	▲▲▲
	ELIA SYSTEM OPERATOR S.A.	€ 31,71	€ 6,62	€ 25,09	€ 1,86	€ 29,85	5,9%	9,4%	1.708	▼
REN - REDES ENERGETICAS NACIONAIS S.A.	€ 2,20	€ 3,91	-€ 1,72	€ 2,93	-€ 0,73	6,0%	5,7%	4	▼	

Dati Reuters Thomsonone, valori in € Mio.

¹⁷Rielaborazioni AVA su dati Reuters Thomson One, dati di mercato a giugno 2013



La lettura dei corsi azionari aiuta il management a comprendere quali sfide il mercato stia lanciando, ma soprattutto a valorizzare il relativo livello di challenge

Fig. 25 - Top Performers

Sfide di comunicazione	EVA/IC	FGV/IC
RWE	23%	-3,9 x
Drax	14%	-2,1 x
ASCOPIAVE	5%	-0,9 x
Sfide di Sviluppo	EVA/IC	FGV/IC
AREVA	-9%	1,8 x
IBERDROLA	-9%	1,0 x
ALERION CLEANPOWER	-9%	1,1 x
Eccellenze	EVA/IC	FGV/IC
SSE	6%	0,2 x
nationalgrid	1%	0,6 x
enagas	2%	0,1 x

Il mercato e le sue sfide

Analizzare le aspettative implicite nei prezzi di Mercato è di fondamentale importanza al fine di comprendere se la strategia perseguita dalle imprese sia apprezzata dal mercato e/o appropriata nel dare risposta a quanto atteso. Immaginando quindi di formare una matrice con i due assi cartesiani (EVA/IC e FGV/IC) è possibile identificare 4 differenti cluster, caratterizzati da performance attese e livelli di sfida differenti (Fig. 24).

Sfide di Comunicazione:

Società cui sono associate performance buone o ottime e valori FGV negativi. Il mercato è pessimista e reputa non sostenibile la performance corrente.

Sfide di Sviluppo:

Società cui sono associate performance negative o scadenti e valori FGV positivi. Il mercato è ottimista e reputa possibile un'inversione di tendenza.

Cause Perse:

Società con performance negative, cui il mercato non associa miglioramenti futuri. Nessuna società presenta valori così estremi da poter essere giudicata tale.

Eccellenze:

Società con performance buone o ottime e dai miglioramenti attesi, rappresentano dei 'gioiellini' di settore. Il mercato reputa sostenibile l'ottima performance conseguita, in quanto la società è in uno stadio di forte sviluppo iniziale o perché mantiene una leadership consolidata e difficilmente attaccabile.



Glossario

ECONOMIC VALUE ADDED o ECONOMIC PROFIT (EVA® o EP)

L'EVA® è un Reddito residuale, ovvero ciò che rimane dai Ricavi dell'impresa dopo aver dedotto il Costo di tutti i fattori funzionali alla produzione dei Ricavi stessi, incluso il Costo opportunità del Capitale investito nell'impresa dagli azionisti.

Secondo questo modello, equivalente al DCF, il Valore d'impresa è pari al valore del Capitale presente in azienda al momento della valutazione, più il valore attuale degli EVA® che la gestione saprà generare in futuro (MVA).

E' il parametro più correlato al valore che il Mercato dei Capitali riconosce all'impresa poiché ad incrementi della performance EVA®, il Mercato risponde con un maggior valore di MVA.

Tale modello, dunque, prevede che il Valore d'impresa sia funzione dei risultati gestionali futuri espressi in termini di EVA® e maggiori sono tali risultati attesi, maggiore sarà il Valore della Società.

MARKET VALUE ADDED (MVA)

È il maggior valore che, ad una certa data, gli azionisti di un'impresa possiedono rispetto a quanto originariamente investito.

E' calcolato come differenza tra il Valore d'impresa (*Enterprise Value*) e il Capitale investito nella Società (Debito + Equity), inclusivo di eventuali *Goodwill*. Il MVA si può ulteriormente scomporre in Valore delle performance Future (FGV) e Valore della performance Corrente.

FUTURE GROWTH VALUE (FGV)

E' il Valore attuale dei miglioramenti o peggioramenti di *Profitto Economico/EVA®* attesi rispetto alla performance corrente dell'impresa.

VALORE DELLA PERFORMANCE CORRENTE

Valore attuale di un flusso perpetuo di *Profitto Economico/EVA®* ipotizzato costante.

WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL (WACC)

È il Costo medio ponderato di tutto il Capitale investito nell'attività d'impresa, proprio e di debito. E' anche definito 'Costo-opportunità' poiché corrisponde al ritorno che gli investitori si aspetterebbero di realizzare da investimenti alternativi di pari livello di rischio.

E' una media ponderata del Costo del Capitale di Debito e del Costo del Capitale Proprio, con fattori di ponderazione pari ai pesi che Debito e Capitale Proprio assumono sul valore che emerge dalla loro somma.

RETURN ON INVESTED CAPITAL (ROIC)

È l'indicatore che esprime la redditività del Capitale raccolto sul mercato finanziario (presso azionisti e intermediari) e investito nell'attività dell'impresa.

E' calcolato come: $Nopat/Capitale\ Investito\ Tangible$.

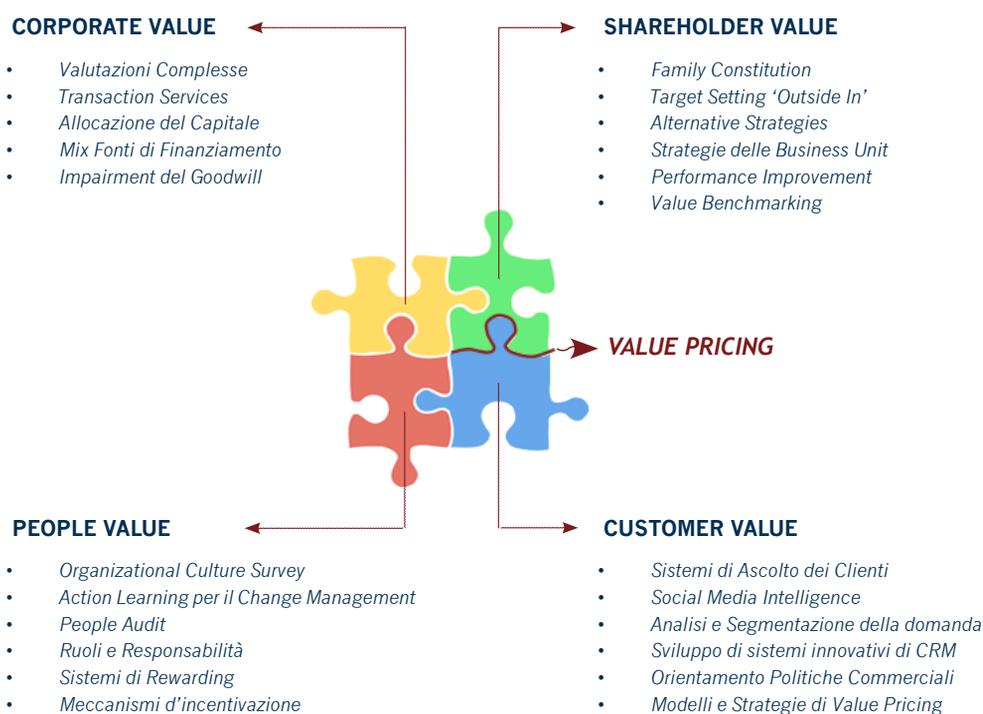
Active Value Advisors è una società di consulenza direzionale indipendente che si propone come partner per quelle imprese che necessitano di rafforzare il proprio Sistema di Governo e per quelle aziende che vogliono intraprendere percorsi di crescita, attraverso soluzioni coerenti con l'obiettivo di creazione di Valore sostenibile.

I professionisti di Active Value Advisors hanno un'esperienza pluriennale nell'assistere i principali gruppi quotati italiani nello sviluppo di Piani Industriali, nella definizione di azioni tese a migliorare la performance di creazione di Valore e nell'attività di assistenza al processo di cambiamento che le dinamiche competitive e le opportunità di mercato richiedono.

Nello svolgimento dei mandati assegnati viene utilizzato un unico linguaggio professionale che si declina in servizi afferenti a tematiche di gestione diverse: lo Shareholder Value, il Customer Value, il People Value, il Corporate Value.

Ciascun centro di competenza risponde ad una dimensione gestionale fondamentale: l'Azionista, il Cliente, le Risorse Interne, il Valore degli Asset.

Grazie alla collaborazione con professionisti accreditati nell'area del Pricing Strategico, Active Value Advisors ha arricchito le proprie competenze e metodologie professionali con modelli e strumenti innovativi di Value Pricing.





Active Value Advisors.

T +39 02 36697100

F +39 02 36697101

E info@activevalue.eu

I www.activevalue.eu