



Value Maps TELECOM ITALIA

Dati di Borsa

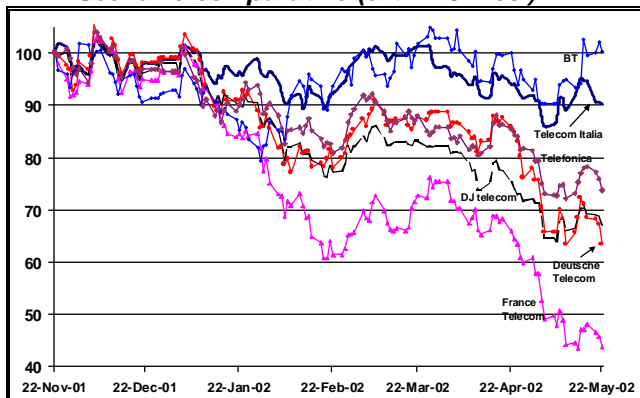
Prezzo al 22/05/02	8.85
Capitalizzazione (€ m)	58,379
Max-Min 52 settimane (€)	12.22-6.18
Numero azioni ord. (m)	5262
Volumi medi 6 mesi (€ m)	188.7

Titolo: TELECOM ITALIA

Raccomandazione: BUY

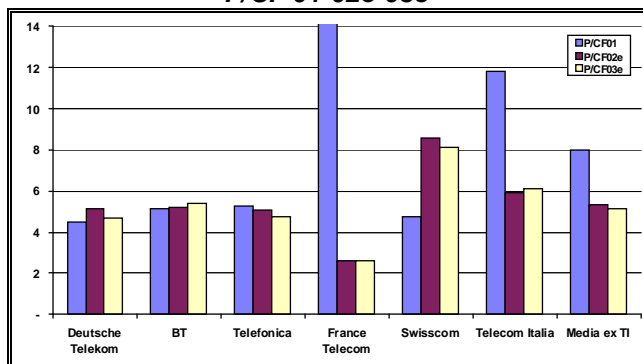
I dati del primo trimestre di Telecom Italia mostrano che, a parità di perimetro di consolidamento (cioè consolidando Telecom Argentina ad equity anche nel 1Q01) il fatturato è cresciuto di appena l'1.9%, ben al di sotto delle nostre aspettative. In leggera flessione l'EBITDA margin, che passa dal 46.1% al 45%, a causa di lievi aumenti dei costi operativi e del personale. Cresce invece dell'86.8% l'utile netto del gruppo, grazie agli € 543 milioni di proventi straordinari determinati principalmente dalle cessioni delle quote in Bouygues e in Lottomatica. Tali dismissioni permettono anche un significativo miglioramento dell'indebitamento netto, che dal 31 dicembre 2001 si è ridotto da € 21.9 a € 20.6 miliardi. È prevista durante l'anno la contabilizzazione della cessione della quota in Auna, che ha portato nelle casse di Telecom Italia € 1850 milioni, mentre proseguono le trattative per la cessione del 25% più un'azione in Mobilkom a Telekom Austria, per un valore che dovrebbe aggirarsi intorno agli € 800 milioni. È prevista anche la dismissione della partecipazione del 29.8% in Telekom Austria, il cui valore di mercato è oggi di € 1400 milioni. La buona situazione patrimoniale permette a Telecom Italia di avere un interest cover (rapporto fra reddito operativo e oneri finanziari netti) di oltre 3.3x, dato particolarmente significativo se consideriamo il fatto che importanti incumbents europei quali France Telecom e Deutsche Telecom non raggiungono nemmeno l'unità, mentre non valutiamo negativamente il gearing del 107%, in quanto ci aspettiamo una riduzione al 70% già alla fine del 2002, qualora fossero cedute durante l'anno Mobilkom e Telekom Austria. In calo i ricavi della Domestic Wireline Business Unit (-1%), rispetto allo stesso periodo dell'anno passato. Tale contrazione è da attribuirsi interamente alla prevista riduzione della componente traffico, che ha fatto registrare una erosione del 4.8% del market share e un abbassamento dei prezzi del 9%. Importante comunque la tenuta dell'EBITDA margin (46.6% contro il 46.1% del 1Q01), che dimostra il successo nel contenimento dei costi e nel miglioramento dell'efficienza. Ci aspettiamo inoltre una maggiore diffusione nel prossimo futuro della banda larga tramite ADSL, che permetterà un ulteriore miglioramento dei margini non richiedendo particolari investimenti aggiuntivi. Sono stati invece i ricavi di TIM a determinare la lieve crescita del fatturato consolidato, ma anche in questo caso l'incremento rispetto al 1Q01 (+4.3%) è stato inferiore alle nostre attese. Segnali positivi vengono da SEAT PG, che nel primo trimestre ha raggiunto il breakeven a livello EBITDA per l'area internet, e mostra una sostenuta crescita del fatturato (+14.2%).

Scenario comparativo (ultimi 6 mesi)



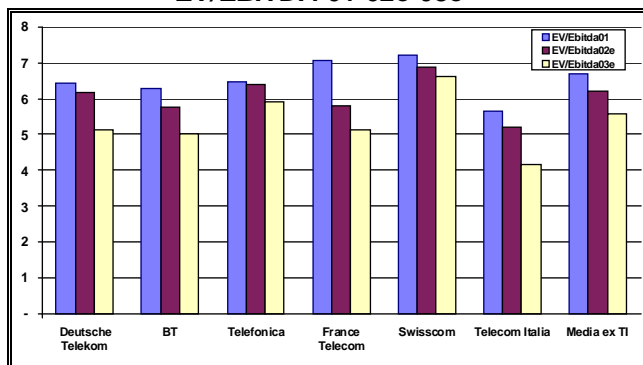
Fonte: Bloomberg

P/CF 01-02e-03e



Fonte: Stime Actinvest e consensus

EV/EBITDA 01-02e-03e



Fonte: stime Actinvest e consensus

Lo scenario comparativo mostrato nel grafico in alto, ci mostra come i titoli delle principali società di telecomunicazioni europee abbiano mostrato una significativa flessione negli ultimi 6 mesi. L'accresciuta concorrenza ha portato a riduzioni tariffarie e a erosioni delle quote di mercato per gli ex-monopolisti. Nel contempo la telefonia mobile, che faceva registrare tassi di crescita elevatissimi fino a due anni fa, ha raggiunto tassi di penetrazione tali in tutto il continente da poterlo ritenere un settore maturo, e i ritardi nel lancio dei telefonini di terza generazione impediscono di vedere grosse prospettive nel breve periodo. Le fonti da cui le società telefoniche potranno riprendere un sentiero di crescita sostenuta dei ricavi e i tempi di questo processo non sono ancora chiari, e il mercato sta scontando questi dubbi. È importante sottolineare tuttavia come il trend sia stato meno negativo per Telecom Italia e British Telecom, le due società che hanno effettuato maggiori sforzi nella ristrutturazione finanziaria, dismettendo le attività non core e riducendo significativamente l'indebitamento netto. Il titolo Telecom Italia ha infatti perso negli ultimi 6 mesi il 10%, contro il 35% di Deutsche Telekom e il 55% di France Telecom. I multipli ci mostrano che Telecom Italia tratta leggermente a premio rispetto alla media in termini di P/CF mentre il più importante EV/EBITDA mostra che il titolo è ancora sottovalutato rispetto ai competitors. Attraverso il metodo del DCF otteniamo una valutazione pari a € 10.5 per azione, valore che porterebbe il titolo a trattare a multipli di EV/EBITDA in linea con la media. La nostra raccomandazione è BUY.