

# REPORT RESEARCH

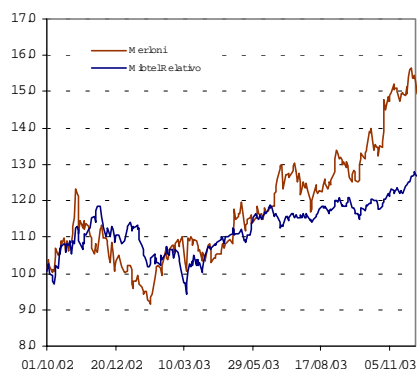
Registrazione al Tribunale di Roma n.521/2002 del 03/09/2002



Direttore: Fabrizio Spagna

## MERLONI INVESTE IN RICERCA TECNOLOGICA PER CONQUISTARE IL MERCATO EUROPEO

Rating economico  
finanziario: **sottoquotato**  
Rating etico: **alto**



Merloni	
Prezzo Ord (12/12/2003) euro	14.59
Settore Industriale	
Indice Mibtel	20222
Capitalizzazione totale (Mln Euro)	1,581.7
N° Azioni Ord. (Mln)	108.4
Flottante	38.98%
Principale azionista: Vittorio Merloni	40.44%
Min - Max 2002/2003 (euro)	5.5 - 15.7
Volumi medi gg mln	145
Performance Relativa	1M 3M 12M
Indice Mibtel	+2.6% +6.3% +13.0%

*-Merloni consolida la terza posizione sul mercato europeo degli elettrodomestici, con una quota pari al 15,3% su un totale di 74,3 milioni di pezzi venduti nel Vecchio Continente.*

*-Nel corso degli anni la continua innovazione di prodotto e le mirate aggregazioni con altri operatori del settore hanno portato Merloni ad essere leader nel mercato con i marchi Indesit e Ariston.*

*-Le potenzialità future saranno legate al tasso di crescita della domanda di elettrodomestici proveniente dall'Europa dell'est, che sarà caratterizzata da sostenuti ritmi di crescita del reddito pro-capite e della correlata capacità di spesa delle famiglie.*

*-Valutazione economico-finanziaria: il fair value del titolo Merloni, calcolato sulla base del metodo DCF è pari a 17,92 euro per azione. Le attuali quotazioni risultano quindi sottoquotate.*

*-Valutazione etica: l'analisi, in base ai criteri di esclusione e ai qualitative screen, ha rilevato un livello di eticità della società alto.*

	2002	2003E	2004E	2005E	2006E	2007E
Ricavi	2,551.8	2,718.6	2,800.1	2,898.1	2,999.5	3,089.5
Ebitda	318.3	334.4	349.6	366.6	373.8	386.5
Utile netto	106.9	105.8	106.1	107.5	107.4	111.9
Eps	0.986	0.976	0.979	0.992	0.990	1.033
Ev/Ebitda	5.52	5.26	5.03	4.80	4.70	4.55
P/E	14.7	14.9	14.9	14.7	14.7	14.1
P/BVPS	3.02	2.63	2.32	2.07	1.87	1.69
ROE	20.5%	17.6%	15.6%	14.1%	12.7%	12.0%
ROS	8.0%	7.0%	6.7%	6.4%	5.9%	5.7%

Dati espressi in milioni di Euro

Fonte: dati societari, stime Axia



<b>Attività del Gruppo</b>	3
<b>Ultimi dati di bilancio</b>	4
<b>Il mercato di riferimento e le strategie del Gruppo</b>	5
<b>Valutazione</b>	8
<b>Proiezioni economico finanziarie</b>	10
<b>Valutazione etica</b>	
<b><u>Criteri negativi</u></b>	11
<b><u>Criteri positivi</u></b>	11
<b><u>Prodotto-Ambiente</u></b>	12
<b><u>Lavoratori</u></b>	12
<b><u>Bilancio sociale</u></b>	12



## Attività del Gruppo

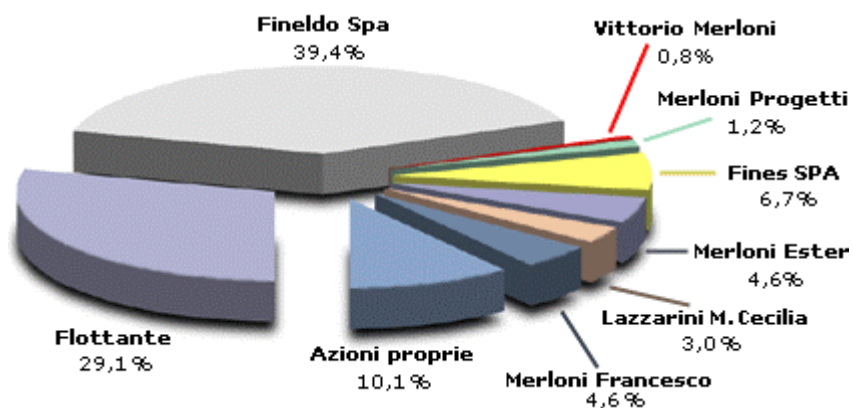
Merloni Elettrodomestici è uno dei primi tre produttori europei del settore. Nata nel 1975, è la più giovane società tra i principali player europei. Cresciuta grazie a una politica industriale fortemente votata all'innovazione, la società ha oggi una quota di mercato del 15% circa in Europa e nel 2002 ha raggiunto un fatturato di 2,5 miliardi di euro.

La missione dell'impresa è quella di migliorare la qualità della vita delle 50.000 famiglie che ogni giorno scelgono un suo prodotto: frigoriferi, lavatrici, asciugatrici, lavastoviglie, forni e cucine. Ariston e Indesit sono i due marchi europei del Gruppo, leader rispettivamente nei prodotti da incasso e in quelli da libera installazione.

I diversi prodotti del Gruppo garantiscono una copertura quasi totale delle fasce di mercato, dalle medio-basse con Indesit, alle medie con Ariston alle alte con Scholtès. Inoltre, con l'acquisto, nel 2002, di Hotpoint, è entrata anche nel segmento delle asciugatrici.

Gli altri marchi regionali, Hotpoint, Scholtès e Stinol, sono leader rispettivamente in Gran Bretagna, Francia e Russia. L'attività produttiva è svolta attraverso 17 stabilimenti, localizzati in Italia e all'estero (in Francia, Portogallo, Turchia, Polonia, Russia e Inghilterra) impiegando un totale di circa 20.000 dipendenti. A livello internazionale il Gruppo è presente con oltre 21 sedi commerciali in Francia, Gran Bretagna, Germania, Olanda, Svizzera, Ungheria, Polonia, Spagna, Portogallo, Repubblica Ceca e Bulgaria. A queste si aggiungono le consociate in Turchia e Argentina.

### Struttura azionaria del Gruppo Merloni



Fonte: dati societari



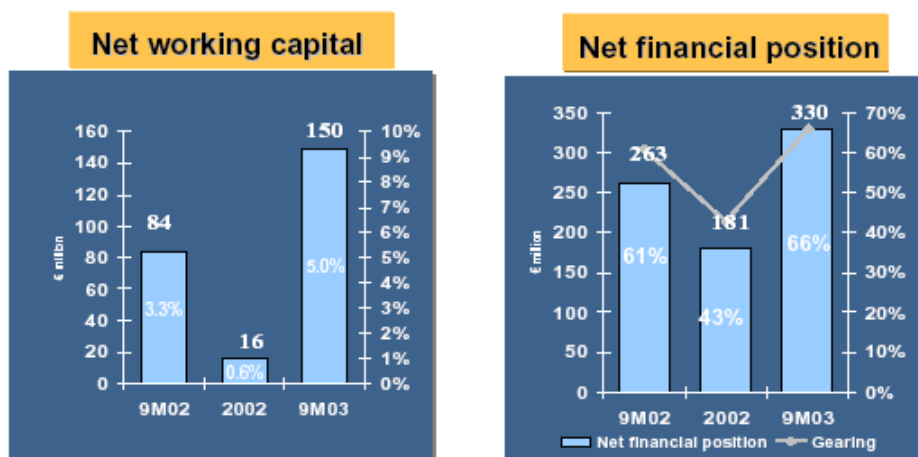
## Ultimi dati di bilancio

Grazie allo sviluppo del business nei mercati dell'Europa dell'Est e dell'Ovest, al miglioramento dell'efficienza produttiva e all'aumento delle economie di scala, il gruppo Merloni ha più che compensato, da un lato, l'effetto negativo della svalutazione della sterlina, dall'altro un'economia europea ancora sotto pressione.

Nel periodo gennaio-settembre il giro d'affari del Gruppo è stato pari a 2.199 milioni di euro, in crescita del 23% rispetto allo stesso periodo del 2002 (1.795 milioni). Il fatturato dei primi nove mesi dell'anno 2003 include il consolidamento al 100% della società inglese (Hotpoint) acquisita lo scorso anno. Nel 2002 il fatturato della stessa società era stato invece consolidato solo per 9 mesi al 50%. Ha contribuito al risultato però anche il successo dei nuovi prodotti Ariston e Indesit, caratterizzati da innovazioni esclusive come il frigorifero sottovuoto e la lavatrice silenziosa.

Il margine operativo lordo è di 266 milioni di euro, in espansione del 24% rispetto ai primi nove mesi del 2002 (214 milioni). In rapporto al fatturato, l'Ebitda sale al 12,1% rispetto all'11,9% dello stesso periodo del 2002.

Il risultato operativo si attesta a 162 milioni di euro, il 23% in più rispetto allo stesso periodo del 2002 (132 milioni di euro). Rimane al 7,4% il Ros, nonostante l'effetto di svalutazione della sterlina, confermando il proseguimento della ricerca di economie di scala capaci di migliorare i margini operativi. L'utile ante imposte sale a 134 milioni di euro, in miglioramento del 15,3% rispetto allo medesimo periodo del 2002. Sul fronte patrimoniale, rispetto al 31 dicembre 2002, il patrimonio netto si è incrementato di 77 milioni di euro mentre l'indebitamento finanziario al 30 settembre 2003 è di 331 milioni di euro, in calo rispetto al 30 giugno (374 milioni di euro), con un rapporto debt/equity pari allo 0,66 (0,83 al 30 giugno 2003).



\*on rolling 12 months sales  
NWC without securitization would have been:  
- 7.9% as of September 30, 2002  
- 4.8% as of December 31, 2002  
- 8.2% as of September 30, 2003

\* pre-tax

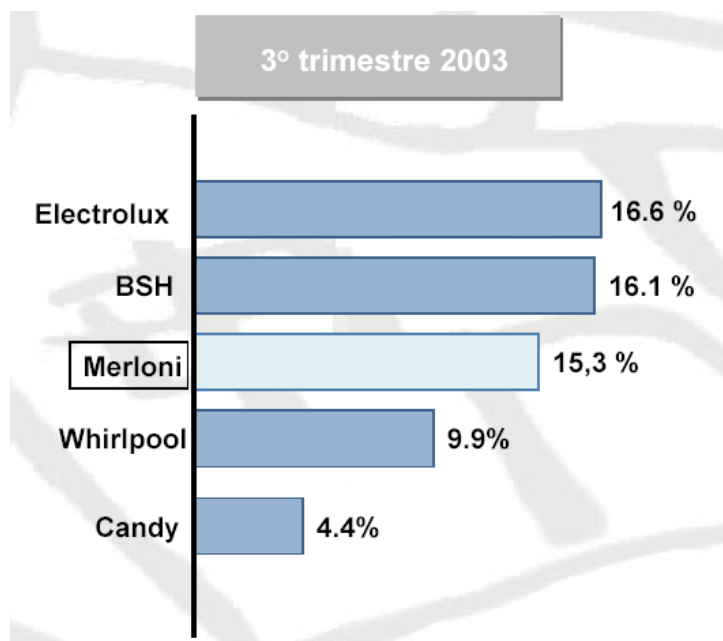
Fonte: dati societari



## Il mercato di riferimento e le strategie del Gruppo

L'Europa detiene la leadership mondiale del mercato degli elettrodomestici, con una percentuale del 34% sul totale delle vendite, superiore al 28% del mercato asiatico e al 22% di quello nord-americano. Nel corso del 2002 nel Vecchio Continente sono stati distribuiti 74,3 milioni di pezzi, di cui 59 milioni in Europa occidentale (che ha una popolazione di 320 milioni di abitanti, un Pil medio pro-capite di 24.000 dollari, e un mercato caratterizzato dalla sostituzione dei prodotti) e i restanti 15,3 milioni nell'Europa centrale e dell'est (popolazione di 430 milioni di euro, un Pil medio pro-capite di 3.100 dollari e un mercato in piena espansione con una penetrazione della lavabiancheria del 55% nelle famiglie).

Il numero dei produttori nel corso degli anni ha subito un drastico ridimensionamento e a fine 2002 il mercato europeo è controllato da un oligopolio di 4 aziende che gestiscono un market share del 58%. A fine settembre 2003 Merloni ha raggiunto una percentuale di mercato del 15,3%, dietro a Electrolux al 16,6% e a BSH al 16,1%.



Fonte: dati societari

La capacità di penetrazione di Merloni è favorita dal numero limitato di marchi (Indesit e Ariston, a cui si aggiungono tre marchi regionali).

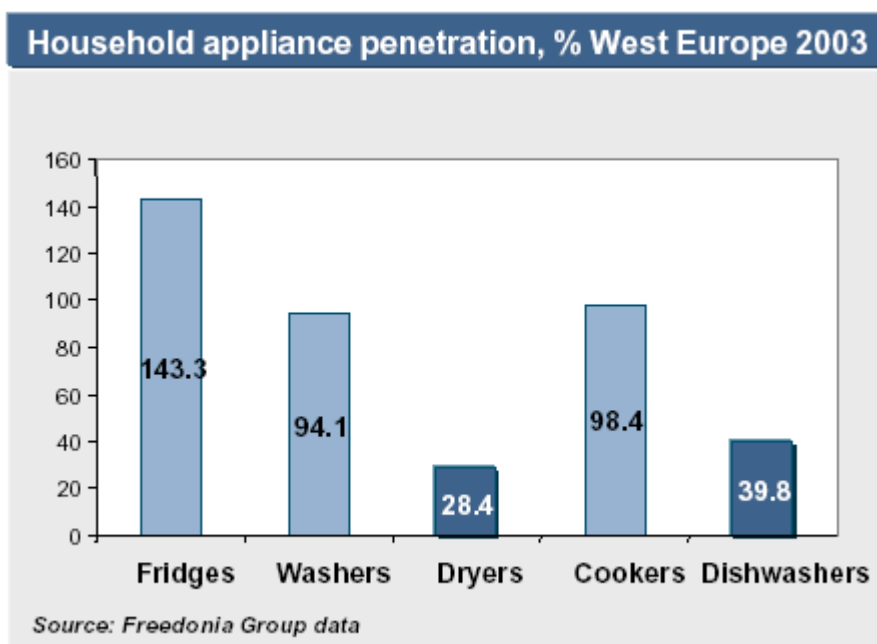
I continui investimenti in ricerca tecnologica, più che raddoppiati nel corso degli ultimi due esercizi, hanno consentito di passare da una struttura produttiva caratterizzata da più piattaforme verticali (diverse a seconda che si tratti di lavastoviglie, frigoriferi, forni, ecc.) a una unica, di tipo orizzontale digitale, standardizzata per tutte le linee di produzione, che si tradurrà in una riduzione dei costi del 50%, un dimezzamento del numero di componenti dei prodotti (da 300 a 150), una qualità del prodotto superiore e una minore dipendenza da fornitori di componenti elettroniche.



Merloni, nel corso degli ultimi anni ha perseguito due linee di crescita, una interna mediante la continua ricerca di nuovi prodotti, e una esterna con 12 acquisizioni negli ultimi 25 anni, di cui un terzo a carattere internazionale.

Gli obiettivi del management per i prossimi anni si possono sintetizzare in due percorsi:

- Incrementare il tasso di penetrazione nei mercati maturi dell'Europa occidentale, soprattutto per quanto riguarda le asciugatrici e le lavastoviglie, rispettivamente entrate nelle famiglie europee solo per il 28,4% e il 39,8%. A favorire l'espansione contribuirà la sinergia con GDA, di cui Merloni detiene ora il 60%.



Fonte: dati societari

- Puntare sull'est europeo che entro fine 2005 dovrebbe essere caratterizzato da circa 20 milioni di pezzi venduti, sulla scia del progressivo recupero del Pil pro-capite e del processo di urbanizzazione.



East Europe: 415 mil people			
	'98	'03	'05
Volumes (mil.)	12.4	17.5	20.0
GDP (index)	100.0	114.8	136.0
Per Capita GDP (€)	3,300	3,700	4,500
House Holds (mil.)	111	112	114
Urbanization	67%	69%	71%

Fonte: dati societari

A livello numerico il management si attende un sostanziale superamento della soglia dei 3 miliardi di euro di fatturato, che verrà sostenuto da importanti investimenti in campagne promozionali e di sviluppo prodotti, coperti dai consistenti flussi di cassa che contribuiranno a mantenere sotto controllo l'esposizione finanziaria (contenuta al di sotto del 40% in rapporto al patrimonio netto).



## Valutazione

Nell'applicazione del modello Dcf abbiamo stimato analiticamente i flussi operativi della gestione ordinaria fino al 2007, tenendo conto delle potenzialità di crescita del mercato di riferimento sia in Europa occidentale sia in quella orientale.

Le sinergie con GDA ed eventuali nuove mirate acquisizioni nel prossimo futuro, consentiranno a Merloni di raggiungere una crescita media del fatturato superiore a quella di mercato (oltre il + 4% medio annuo), beneficiando al contempo di un'efficiente struttura produttiva e distributiva. Questo aspetto favorirà la presenta di consistenti livelli di flussi di cassa, che oltre a coprire gli esborsi per investimenti, determineranno un riassorbimento progressivo della posizione finanziaria netta, che evidenzierà un saldo attivo a partire dall'esercizio 2007.

Il tasso di sconto dei flussi di cassa futuri, pari a 7,5%, è frutto delle seguenti ipotesi:

### Costo medio ponderato del capitale (WACC)

<b>Costo del debito:</b>	
Debiti/Valore operativo (target)	40%
<b>Debiti/Equity</b>	<b>67%</b>
Costo medio del debito (1)	5.0%
Tasso di risparmio fiscale	34.0%
<b>Costo medio netto del debito</b>	<b>3.3%</b>
<b>Costo del capitale proprio:</b>	
Risk free rate (BTP 10 anni)	4.5%
Premio per il rischio azionario	4.0%
Beta operativo	1.00
Beta equity	1.44
<b>Costo del capitale proprio</b>	<b>10.3%</b>
<b>Costo medio del capitale (WACC)</b>	
	<b>7.5%</b>

Al termine del periodo di stima analitico dei risultati economico-finanziari del Gruppo e ipotizzando successivamente un tasso di rendita perpetuo pari al 2%, il *fair value* del titolo è risultato pari a **17,92** euro per azione.



Tabella 1 - Valore operativo DCF

	<i>proiezioni</i>					
	2003	2004	2005	2006	2007	VR
<b>Risultato operativo (RO/EBIT)</b>	189.4	186.7	185.6	177.8	175.5	166.0
Imposte stimate	-70.1	-61.6	-61.3	-58.7	-57.9	-54.8
<b>Reddito operativo netto (NOPAT)</b>	119.3	125.1	124.4	119.1	117.6	111.2
	145.1	163.1	181.1	196.1	211.1	226.1
<b>Flusso di circolante operativo netto</b>	264.4	288.2	305.5	315.2	328.7	337.3
Variazione CCNO	-153.1	-2.4	-31.9	25.9	-2.7	-64.9
Variazione immobilizzazioni operative	-300.0	-180.0	-180.0	-150.0	-150.0	-150.0
Variazione fondi operativi	33.9	35.6	37.3	39.1	40.9	42.9
<b>Flusso monetario operativo netto (FCF)</b>	-154.7	141.3	130.8	230.2	216.9	165.3

Tabella 2 - Valore Netto

<b>Fair Value</b>	
<b>Valore operativo totale</b>	<b>2,131.85</b>
Valore delle attività non operative	28.02
<b>Valore del capitale investito totale</b>	<b>2,159.86</b>
Valore della posizione finanziaria netta (*)	-181.80
<b>Valore economico del capitale netto</b>	<b>1,978.06</b>
Numero di azioni (Mln)	110.40
<b>Valore economico per azione (Euro)</b>	<b>17.918</b>

(\*) Assunto pari al valore contabile alla data di valutazione



## Proiezioni economico-finanziarie

### Conto economico previsionale

	consuntivi		proiezioni					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	VR
<b>Ricavi netti</b>	<b>2,013.5</b>	<b>2,551.8</b>	<b>2,718.6</b>	<b>2,800.1</b>	<b>2,898.1</b>	<b>2,999.5</b>	<b>3,089.5</b>	<b>3,151.3</b>
Costo operativi	-1,486.3	-1,835.1	-1,957.4	-2,013.1	-2,080.4	-2,153.0	-2,215.4	-2,261.9
Costo del lavoro	-301.0	-398.4	-426.8	-437.4	-451.1	-472.8	-487.7	-497.4
<b>MOL (EBITDA)</b>	<b>226.2</b>	<b>318.3</b>	<b>334.4</b>	<b>349.6</b>	<b>366.6</b>	<b>373.8</b>	<b>386.5</b>	<b>392.0</b>
Ammortamenti	-87.1	-115.1	12.3%	12.5%	12.6%	12.5%	12.5%	12.4%
<b>Risultato operativo (EBIT)</b>	<b>139.1</b>	<b>203.2</b>	<b>189.4</b>	<b>186.7</b>	<b>185.6</b>	<b>177.8</b>	<b>175.5</b>	<b>166.0</b>
Risultato della gestione finanziaria	-26.3	-25.6	7.0%	6.7%	6.4%	5.9%	5.7%	5.3%
<b>Risultato lordo di competenza</b>	<b>112.8</b>	<b>177.6</b>	<b>175.2</b>	<b>167.8</b>	<b>170.0</b>	<b>169.8</b>	<b>177.0</b>	<b>172.0</b>
Risultato della gestione straordinaria	2.9	-12.0						
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>115.7</b>	<b>165.6</b>	<b>175.2</b>	<b>167.8</b>	<b>170.0</b>	<b>169.8</b>	<b>177.0</b>	<b>172.0</b>
Imposte sul reddito d'esercizio	-41.5	-57.6	-64.8	-55.4	-56.1	-56.0	-58.4	-56.8
<b>Risultato dell'esercizio</b>	<b>74.2</b>	<b>108.0</b>	<b>110.4</b>	<b>112.4</b>	<b>113.9</b>	<b>113.7</b>	<b>118.6</b>	<b>115.2</b>
Risultato di competenza di terzi	-0.3	-1.1	-4.5	-6.3	-6.4	-6.4	-6.7	-6.5
<b>Reddito netto rettificato</b>	<b>73.9</b>	<b>106.9</b>	<b>105.8</b>	<b>106.1</b>	<b>107.5</b>	<b>107.4</b>	<b>111.9</b>	<b>108.8</b>

### Stato patrimoniale previsionale

	consuntivi		proiezioni					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	VR
<b>TOTALE IMMOBILIZZAZIONI OPERATIVE</b>	<b>601,0</b>	<b>843,0</b>	<b>997,9</b>	<b>1.014,8</b>	<b>1.013,7</b>	<b>967,6</b>	<b>906,5</b>	<b>830,4</b>
(Fondi per rischi e oneri operativi)	-64,2	-94,2	-125,7	-158,8	-193,5	-230,0	-268,3	-308,5
(Fondo TFR)	-56,6	-59,0	-61,4	-63,9	-66,5	-69,1	-71,7	-74,4
<b>CAPITALE IMMOBILIZZATO OPERATIVO NETTO</b>	<b>480,2</b>	<b>689,8</b>	<b>810,8</b>	<b>792,1</b>	<b>753,7</b>	<b>668,5</b>	<b>566,5</b>	<b>447,5</b>
CAPITALE CIRCOLANTE OPERATIVO NETTO	-24,9	-71,5	81,6	84,0	115,9	90,0	92,7	157,6
<b>CAPITALE INVESTITO OPERATIVO NETTO</b>	<b>455,3</b>	<b>618,3</b>	<b>892,3</b>	<b>876,1</b>	<b>869,6</b>	<b>758,5</b>	<b>659,2</b>	<b>605,1</b>
OPERATIVO NETTO	73,5	84,9	94,9	104,9	114,9	124,9	134,9	144,9
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO</b>	<b>528,8</b>	<b>703,2</b>	<b>987,1</b>	<b>980,8</b>	<b>984,3</b>	<b>883,1</b>	<b>793,6</b>	<b>749,4</b>
Coperto da:								
<b>POSIZIONE FINANZIARIA NETTA</b>	<b>150,1</b>	<b>181,8</b>	<b>387,2</b>	<b>300,1</b>	<b>221,3</b>	<b>38,4</b>	<b>-137,6</b>	<b>-263,7</b>
<b>PATRIMONIO NETTO</b>	<b>378,7</b>	<b>521,4</b>	<b>599,9</b>	<b>680,7</b>	<b>763,0</b>	<b>844,7</b>	<b>931,3</b>	<b>1.013,1</b>
di cui di Terzi	14,1	99,2	103,9	110,4	117,0	123,6	130,5	137,1
<b>TOTALE POSIZIONE FINANZIARIA E CAPITALE NETTO</b>	<b>528,8</b>	<b>703,2</b>	<b>987,1</b>	<b>980,8</b>	<b>984,3</b>	<b>883,1</b>	<b>793,6</b>	<b>749,4</b>



## Valutazione etica

### Gruppo Merloni

Rating etico: alto

12/12/03

### Criteri negativi

(AAA = totale assenza, AA = quota inferiore al 4% del fatturato complessivo, A = quota superiore al 4% del fatturato)

Criteri di esclusione	Rating
Tabacco	AAA
Armi	AAA
Alcolici	AAA
Biotech	AAA
Gioco d'azzardo	AAA
Nucleare	AAA
Pornografia	AAA

L'analisi delle società del gruppo Merloni consente di escludere la presenza, anche in minima parte, di attività legate alla produzione e commercio di tabacco, di armi, alcolici, gioco d'azzardo e pornografia. Il Gruppo, inoltre, non è attivo nei settori del nucleare e delle biotecnologie.

### Criteri positivi

(AAA = forte promozione dei criteri positivi, AA = media promozione dei criteri positivi, A = bassa promozione dei criteri positivi)

Qualitative screens	Rating
Prodotto	AAA
Ambiente	AA
Territorialità	AAA
Minoranze	AAA
Trasparenza	AAA
Operazioni internazionali	AAA
Corporate governance	AAA
Lavoratori	AAA
Bilancio sociale	AAA



Merloni Elettrodomestici propone un modello industriale che cerca di coniugare il successo economico e il progresso sociale. La società, operando nei distretti industriali di molte città, si riconosce come attore fondamentale per lo sviluppo armonico tra azienda, ambiente e stakeholder.

### **Prodotto-Ambiente**

A fronte di un aumento della produzione (+11,9%), aumentano in misura assoluta i consumi di risorse impiegate nella produzione; tuttavia, l'analisi più significativa è svolta sul consumo per pezzo prodotto; da questo punto di vista, i principali indicatori rivelano andamenti discordanti: la quantità di imballaggi, i consumi energetici e le emissioni di PTS e NO<sub>x</sub> presentano un trend decrescente, mentre aumenta il consumo idrico, la quantità di effluenti e le emissioni di CO<sub>2</sub> e SO<sub>2</sub>. Dall'altro lato, la sostenibilità ambientale si sviluppa anche nella ricerca di soluzioni innovative per gli elettrodomestici; in questo ambito, la ricerca è guidata dalla strategia "Design for Environment" che punta al miglioramento del prodotto attraverso l'utilizzo di materiali a ridotto impatto ambientale e riciclabili, riduzione del numero di componenti, dei materiali e del peso dei prodotti e la collaborazione con associazioni di categoria nazionali e comunitarie impegnate nella riduzione dei consumi e delle sostanze dannose.

### **Lavoratori**

Merloni Elettrodomestici sottoscrive la Carta dei Valori dell'ONU e ha firmato il Codice di Condotta con i sindacati di riferimento, tanto nei paesi dell'Europa in cui opera, quanto in Russia, Turchia e Polonia. L'azienda è impegnata nella rilevazione diretta e sistematica delle opinioni del personale e nel monitoraggio dell'attività dei dipendenti; da queste analisi risulta che la presenza femminile nel Gruppo è superiore alla media di settore, diminuisce l'età media dei lavoratori, l'87% dei contratti è a tempo indeterminato e scendono del 24% gli infortuni sul lavoro.

Il Gruppo ha istituito organismi partecipativi a composizione mista tra rappresentanti aziendali e sindacali, aventi funzione sia informativa che propositiva. Le commissioni così costituite si articolano sia a livello nazionale (Commissione Paritetica Nazionale, Commissione Paritetica Nazionale per la Formazione, Commissione nazionale per le pari opportunità) sia a livello aziendale (Commissioni aziendali per l'ambiente e la sicurezza, Commissioni aziendali per i servizi di ristorazione aziendale, Commissioni aziendali paritetiche).

Le politiche attuate dalla società le hanno garantito la vittoria del Sodalitas Social Award 2002 nella categoria "Processi interni aziendali di responsabilità sociale".

### **Bilancio Sociale**

Il Bilancio Sociale 2002 è stato scritto con la collaborazione dell'associazione Sodalitas (Associazione per lo Sviluppo dell'Imprenditoria Sociale) e redatto secondo i principi delineati da GRI (Global Reporting initiative) e dal GBS (Gruppo di Studio per il Bilancio Sociale). Le informazioni presenti nel documento seguono la prospettiva d'analisi delle tre dimensioni della sostenibilità: economica, ambientale e sociale.

**Le fonti di informazione**

Vengono perciò considerate fonti interne

- bilancio finanziario, bilancio ambientale e sociale.
- Interviste con i responsabili di area

Organizzazioni dei portatori di interesse

- Ass. sindacali, ass. azionisti dipendenti (lavoratori)
- Ass. ambientaliste, Ass. per la tutela dei diritti umani (società civile)
- Ass. consumatori (clienti)

Vari organi di stampa

Istituzioni finanziarie



---

## **Report Research**

Newsletter a diffusione elettronica

Direttore responsabile **Fabrizio Spagna**

Axia Multimedia srl

Via Sicilia 141 Roma

Amministratore delegato **Fabrizio Spagna**

Diffusione: protocolli Internet - Isp: Mclink Roma