



**Media 1** A confronto le performance di crescita, produttività e costo del personale di 24 gruppi europei

# Caccia allo scoop in Borsa

L'industria dell'informazione fa i conti con la necessità di ripensare il business. Ma la sfida più importante è la gestione delle risorse umane. Per convincere anche gli investitori

**L**a fiammata di fine agosto ha portato alla ribalta in Piazza Affari i titoli dei media, da Rcs Mediagroup (che edita anche *il Mondo*) a Mediaset, passando per L'Espresso, Mondadori e Class. Un settore che da tempo negava vere soddisfazioni ai risparmiatori. Tutta colpa della crisi. Non solo quella generale che sta percorrendo negli ultimi anni l'economia e la finanza internazionali, quanto quella tutta personale dell'industria dell'informazione, cominciata da molto più tempo. E a cui si addice bene l'etimologia greca della parola: trasformazione, cambiamento, discontinuità

insomma. Del business, prima di tutto. Che significa ripensare il prodotto, utilizzare in maniera diversa la leva del prezzo e, soprattutto, gestire bene le risorse umane. Una chiave di volta fondamentale per aziende people-driven, che hanno nelle donne e negli uomini, e nelle loro competenze, l'unica arma per costruire un solido successo. «La produttività, il costo delle risorse umane e il loro dimensionamento sono gli elementi da guardare per capire se un'azienda media sta creando o distruggendo valore», conferma Fabio Fedel, managing partner della società

di consulenza Active value advisors (Ava), che ha messo sotto la lente di ingrandimento l'intero settore europeo e le valutazioni di Borsa dei maggiori gruppi, per scoprire quanto il mercato sta scommettendo su crescita e performance future o se, al contrario, gli investitori si aspettano risultati negativi. «La novità», sottolinea Fedel, «è che abbiamo ridefinito la formula dell'Eva, che misura la capacità di creare valore, non più come frutto del capitale investito, come nelle società tradizionali, ma con dati nuovi, relativi alle risorse umane, più adatti a realtà people-driven».

## UNO SU TRE È UN CAMPIONE

Società	Paese	Capitalizz.	Fatturato	Produttività per dipendente		Costo per dipendente		Eva (+/-)	Δ Eva (+/-)	Δ Sales (+/-)	Status
VIVENDI	FRA	19.979	28.813	119	1,0 x	57	0,8 x	▲	▼	▼	Falling angel
RTL GROUP	LUX	11.304	5.765	160	1,3 x	95	1,4 x	▲	▲	▲	Champion
PROSIEBENSAT 1 MEDIA	DEU	4.347	2.756	200	1,7 x	81	1,2 x	▲	▲	▼	Focusing
ITV	GBR	4.284	2.562	187	1,6 x	87	1,3 x	▲	▲	▲	Champion
TELENET GROUP N.V.	BEL	3.449	1.376	234	2,0 x	75	1,1 x	▲	▲	▲	Champion
MODERN TIMES GROUP	SWE	2.317	1.514	123	1,0 x	57	0,8 x	▲	▲	▲	Champion
SKY DEUTSCHLAND	DEU	2.150	1.139	-61	-0,5 x	64	0,9 x	▼	▲	▲	On the right path
MEDIASET	ITA	1.931	4.208	106	0,9 x	93	1,4 x	▲	▼	▼	Falling angel
MEDIASET ESPANA COMUNICACION	ESP	1.827	985	54	0,5 x	85	1,2 x	▼	▼	▲	What after growth?
TELEVISION FRANCAISE 1	FRA	1.557	2.620	127	1,1 x	105	1,5 x	▲	▲	▼	Focusing
METROPOLE TELEVISION	FRA	1.523	1.421	153	1,3 x	108	1,6 x	▲	▼	▼	Falling angel
TELECOM ITALIA MEDIA	ITA	240	238	11	0,1 x	83	1,2 x	▼	▲	▼	Restructuring
<b>MEDIA BROADCASTING &amp; ENTERTAINMENT</b>				<b>128</b>		<b>69</b>					
PEARSON	GBR	12.386	7.018	61	0,9 x	57	0,9 x	▲	▼	▲	Need for control
WOLTERS KLUWER	NLD	4.421	3.354	96	1,4 x	67	1,1 x	▲	▲	▼	Focusing
AXEL SPRINGER	DEU	3.578	3.185	79	1,1 x	66	1,1 x	▲	▲	▲	Champion
INFORMA	GBR	3.127	1.527	78	1,1 x	51	0,8 x	▲	▲	▲	Champion
SCHIBSTED	NOR	3.095	1.856	101	1,4 x	82	1,3 x	▲	▲	▲	Champion
LAGARDERE	FRA	2.893	7.657	51	0,7 x	60	1,0 x	▼	▲	▼	Restructuring
DAILY MAIL AND GENERAL TRUST	GBR	2.367	2.310	91	1,3 x	69	1,1 x	▲	▼	▲	Need for control
RCS MEDIAGROUP	ITA	1.606	2.075	89	1,3 x	75	1,2 x	▲	▲	▼	Focusing
SANOMA OYJ	FIN	1.224	2.746	54	0,8 x	50	0,8 x	▲	▲	▼	Focusing
EUROMONEY INSTITUTIONAL INVESTOR	GBR	1.198	422	116	1,6 x	83	1,3 x	▲	▼	▲	Need for control
GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO	ITA	364	890	106	1,5 x	104	1,7 x	▲	▲	▲	Champion
ARNOLDO MONDADORI EDITORE	ITA	303	1.510	73	1,0 x	74	1,2 x	▼	▼	▼	Need for rebirth
<b>MEDIA PUBLISHING</b>				<b>73</b>		<b>63</b>					

In base all'analisi di Ava, condotta dall'analyst Riccardo Aita, prendendo in particolare i gruppi europei televisivi e degli editori tradizionali (publishing) con capitalizzazione sopra il miliardo (più tre italiane sotto questo livello), si scopre che la media della produttività per dipendente tra i primi è di 128 mila euro, con un costo pari a 69 mila euro, ma con una crescita esigua del fatturato, mentre i secondi hanno risultati inferiori, pur in presenza di marginalità buone, visto che si scende a 73 mila euro di produttività, con 63 mila di costo. In entrambi i comparti, però, le differenze tra una società e l'altra sono notevoli. Se si guarda alle quotazioni in base all'apprezzamento attuale e alle aspettative future, si scopre che ci sono società che hanno oggi un valore superiore a quello del net book value, ovvero dal patrimonio a bilancio, calcolato però al netto dell'impatto del goodwill derivante dalle acquisizioni, mentre il grosso dei

prezzi è dato dall'Mva, che è il maggior valore attribuito dal mercato. Sulle attese, la somma tra Net book value e Eva perpetuity (performance Eva 2011 proiettata come costante nel tempo) fornisce indicazioni su quanta parte del prezzo è data da un andamento a bocce ferme: se il valore è negativo, e l'azienda non prende provvedimenti, potrebbe arrivare fino al fallimento. In termini invece di futura creazione di valore (Fgv), che misura la componente di prezzo legata alla capacità dell'azienda di crescere più del recente passato, non sono pochi i nomi, pure illustri, su cui si scommette per un arretramento. Le differenze sono talmente profonde, che lo studio suddivise inoltre le società media in otto differenti profili, incrociando l'andamento dell'Eva e del

Prezzo al 7/9/2012	Apprezzamento mkt		Aspettative mkt	
	Net Bv	Mva	Net Bv+Ep	Fgv
15,65	-4,33	19,98	46,03	-30,38
73,03	12,44	60,59	54,92	18,11
20,02	-1,73	21,76	30,38	-10,35
1,11	0,02	1,08	1,21	-0,10
30,39	-13,14	43,52	23,62	6,77
35,52	2,83	32,69	26,65	8,87
2,82	-0,73	3,55	-4,04	6,85
1,73	1,43	0,30	2,56	-0,84
4,49	2,77	1,72	1,92	2,57
7,70	3,32	4,37	6,61	1,08
12,45	4,87	7,58	13,31	-0,86
0,17	0,05	0,11	-0,34	0,50
15,12	1,09	14,03	3,95	11,17
14,62	-5,07	19,69	25,85	-11,23
36,19	6,10	30,09	31,06	5,13
5,24	-0,76	6,00	3,15	2,09
28,98	-0,45	29,43	17,65	11,33
22,21	8,45	13,76	-14,65	36,86
6,21	-2,02	8,23	7,96	-1,75
1,55	0,08	1,47	1,64	-0,09
7,59	-6,52	14,11	-0,12	7,71
9,67	-1,12	10,79	7,37	2,30
0,90	1,28	-0,38	1,45	-0,55
1,26	0,47	0,79	0,13	1,13

I 24 titoli europei media analizzati da Active value advisors (i televisivi e publishing con capitalizzazione sopra il miliardo, al 7 settembre 2012 più gli italiani sotto questo paletto), con Paese, fatturato (in milioni), produttività e costo per dipendente (in migliaia) e prezzo scomposto in base all'attuale valutazione di mercato e alle aspettative future. Note: Mva = Market value added, differenza tra prezzo e capitale investito tangibile. Net Bv = Book value, valore del patrimonio netto iscritto a bilancio, al netto dell'impatto del goodwill. Ep = Eva Perpetuity, performance Eva (Economic value added) ipotizzata costante nel tempo. Fgv = Future growth value, differenza tra Mva e Net Bv+Ep, è la performance

attesa dal mercato rispetto agli ultimi risultati. A ogni società è attribuito uno status. **Champion:** performance ineccepibile e in crescita **Focusing:** rallentamento della crescita a favore di una maggiore creazione di valore **Falling Angel:** un tempo campioni, la loro performance è decrescente e bisogna interrogarsi sulla validità della Value proposition **Need for rebirth:** in declino o in crisi **What after growth?:** società orientata alla sola crescita, deve ridefinire i propri obiettivi **On the right path:** obiettivi corretti e performance in miglioramento, ma non ancora Campioni **Restructuring:** società orientata alla rinascita **Need for control:** possibile flessione momentanea

## Media 2 Italiani in ritardo

# Germania attiva sulle start-up

Prima dell'estate ha venduto il 100% di Jobrapido (motore di ricerca per il lavoro, giro d'affari 35 milioni) agli inglesi di Dpg, società del gruppo editoriale quotato che pubblica il *Daily Mail*. «In Italia non abbiamo trovato una way-out soddisfacente né tra gli investitori istituzionali né con lo sbarco in Borsa, troppo complesso e costoso». Parola di Giulio Valiante, il business angel (ex Buongiorno) tornato in campo con l'incubatore Wit founders che vuole scommettere su aziende innovative ed è critico verso il mondo dell'editoria. «In questa fase, i grandi gruppi italiani non sono per niente attenti alle start-up, quelle digitali in particolare. Non esiste un mercato, ed è un peccato perché rischiano di finire all'estero iniziative interessanti». Non si può dire la stessa cosa da altre parti, come in Germania. Lo dimostra l'operazione chiusa da Axel Springer con l'acquisto del sito di annunci promo online kaufDa.de, per una cifra attorno ai 20 milioni. «Sono già entrati in Spagna e Russia. Il mercato tedesco», avverte l'investitore, «oggi è più competitivo addirittura che nel Regno Unito».

F.So.



fatturato: dai Campioni, che sono comunque otto tra i 24 gruppi considerati, agli angeli caduti, dai nomi in crisi a quelli in flessione (forse) momentanea, a chi è sulla buona strada. Tra le cinque italiane considerate, per esempio, Mediaset è un ex campione, ha fatto abbastanza bene negli ultimi anni ma si aspettano risultati in calo in futuro, mentre l'altro televisivo, Telecom Italia Media, è necessariamente orientata alla rinascita, facendo i conti però con una produttività bassissima e costi per dipendenti superiori alla media. Tra i publishing, invece, Rcs Mediagroup è nella categoria dei Focusing, con crescita rallentata, senza aumenti di dimensioni (anzi, con cessioni come la francese Flammarion), ma a favore di una maggiore creazione di valore. Mondadori viene vista in declino, con un'urgenza di rinascita, su cui il mercato sembra voler scommettere. Mentre l'unico Champion made in Italy è L'Espresso, anche se gli investitori sono severi nel giudicarlo.

**Otto profili sulla base di aumento di Eva e fatturato: c'è chi è in crisi profonda e chi sulla giusta strada**

Tutto questo non basta però a indicare il futuro dei media, in Italia e in Europa. «Se crisi è uguale a discontinuità del business, allora questo vale per tutti», taglia corto Fedel. Il futuro si

gioca sul filo delle sfide di gestione, soprattutto delle risorse umane. La formula passa prima di tutto da scelte manageriali di rottura con il passato. Partendo però da una considerazione preliminare: non è venuta meno la domanda di informazione, che è anzi esplosa. «Bisogna ripensare il prodotto, che rimane valido perché soddisfa bisogni ancora esistenti, e si deve riflettere sulla modalità di definizione del pricing in funzione della disponibilità a pagare da parte dei clienti». Due sono invece gli errori da non commettere: «Fermarsi ai costi, che sono quasi l'ultima cosa. E definire i concorrenti come quelli che hanno lo stesso prodotto, mentre sono coloro che soddisfano gli stessi bisogni». La sfida che non si può perdere, però, è quella sulla gestione di donne e uomini. «Se l'azienda va male, normalmente si tagliano i costi e i posti, bisogna invece

### Media 3 Scommesse su futuri assetti societari e cessioni di asset

## Piazza Affari, prudenza dopo il rally

Sotto la canicola è stato rally per i titoli media di Piazza Affari, tra indiscrezioni di mercato sul futuro assetto societario e cessioni di asset. E adesso, che cosa fare? I money manager suggeriscono di votarsi alla regola della prudenza. Perché potrebbe scattare la fase del ripiegamento su valorizzazioni più consone alla situazione macro. Nessuno esclude però un consolidamento. Dagli spunti anche positivi nel lungo termine. La sensazione dei gestori è che i prossimi mesi saranno decisivi per le aziende dell'editoria italiana. Nel 2013 in Italia si giocherà la tombola delle elezioni politiche e nei salotti buoni di queste aziende potrebbero esserci novità. I fari sono accesi su

Mediaset. Come osserva Francesco Caricati, gestore di Consultique, la società «sta vivendo una situazione societaria complessa, con un calo dei margini e difficoltà nel generare utili dalla pubblicità», ma se dovesse fare il suo ingresso nella compagine azionaria un nuovo investitore, l'epilogo potrebbe essere diverso. Fino ad allora, a fare da ago della bilancia saranno i fondamentali. Dato che non sono cambiati, meglio non prendere posizione a questi livelli, suggeriscono da Ubs. Anche in via Rizzoli potrebbe soffiare aria di novità. La vendita della francese Flammarion fa scendere il debito di Rcs Mediagroup di almeno 239 milioni, ma è già stata scontata. Solo «se osserveremo spinte

speculative», riprende Caricati, «il titolo e quindi poi l'intero comparto ne potrebbero beneficiare. Un probabile consolidamento delle quotazioni sembra comunque quantomeno auspicabile». E, infatti, «Class e Mondadori sono state trascinate al rialzo dal movimento di Rcs», ricorda Marco Dall'Ava, alla guida della divisione ricerca di X Trade Brokers Italia, che consiglia prudenza soprattutto sulla società di via Burigozzo, alla luce della sua piccola dimensione, che la rende più vulnerabile ai sali scendi delle Borse. Mentre il Gruppo L'Espresso, che ha sfruttato l'ipotesi della joint venture paritetica con Sky sul digitale, concordano gli analisti, presenta buone prospettive perché «un potenziale accordo farebbe raddoppiare il valore del business digitale». Una ragione sufficiente, secondo Banca Akros, per accumulare l'azione fino a 0,71 euro e per Equita (hold, mantenere in portafoglio) fino a 0,80.

### CINQUE SUL LISTINO MILANESE

Titolo	Prezzo		Perform. 2012
	all'11/9/2012	min 2012	
<b>Gruppo Class</b>	0,22	0,15	0,28 -15,4%
<b>Gruppo L'Espresso</b>	0,89	0,56	1,14 -19,8%
<b>Mediaset</b>	1,73	1,17	2,54 -22,8%
<b>Mondadori</b>	1,22	0,83	1,56 -12,2%
<b>Rcs Mediagroup</b>	1,40	0,45	2,57 102,9%

Nella tabella, prezzi e performance di cinque titoli media italiani

**Micaela Osella**

essere in grado di ridurre le uscite valorizzando i dipendenti», considera Fedel. «Una buona direzione delle risorse umane deve saper misurare e valutare le competenze e la continuità dei risultati, tradurle in informazioni e dati, in modo da dialogare con i direttori finanziari. Se aumenta il costo del personale, per esempio, sta pagando il giusto le professionalità necessarie oppure sta pagando troppo competenze vecchie?». Un

impegno in cui le aziende italiane sono forse più indietro di altre. «Fanno una grossa fatica a gestire le risorse umane: si aspetta, si aspetta, e poi si fanno massacri. Mentre non necessariamente il risparmio sul personale è vincente. Vale di più aumentare la produttività, attraverso la motivazione, la competenza, le nuove figure professionali e il giusto dimensionamento».

**Daniela Stigliano**