



26-Novembre-2001

Snam Rete Gas

Prezzo massimo: € 2.92

(settore: Utilities)

Anno	Fatturato € m	Utile N € m	Eps adj	P/E	CFps	P/CF	BVps adj	P/BV	DIVps ord	YIELD % ord
2003E	1,859.3	427.0	0.218	13.37	0.433	6.75	2.963	0.99	0.145	5.0%
2002E	1,822.9	405.3	0.207	14.08	0.419	6.98	2.879	1.01	0.135	4.6%
2001E	1,790.7	316.5	0.174	16.75	0.370	7.64	2.757	1.06	0.086	2.9%
2000	1,830.0	303.0	0.206	12.91	0.470	5.53	2.498	1.04	0.000	0.0%

COMPANY DATA

	N az. (m)	Capitalizzazione (€ m)	Flottante	Maggiori Azionisti
ord	1,955	5,709*	35% - 40.2%**	59.8%** - 65% Eni

* calcolato sul prezzo massimo di € 2.92

** ipotizzando l'esercizio della greenshoe

CONCLUSIONI

La quotazione di Snam Rete Gas costituisce una delle maggiori IPO in Europa per il 2001, e la maggiore per quanto riguarda il mercato italiano, con una capitalizzazione indicativa iniziale di circa € 5,709 m, considerando il prezzo massimo di € 2.92. Il calo delle quotazioni dei mercati azionari ha causato il rinvio di molte IPO previste nell'arco dell'anno, ma la buona tenuta del settore delle utilities, e le caratteristiche anticicliche del titolo, hanno spinto i vertici societari a procedere alla quotazione.

Abbiamo valutato il titolo confrontandolo con un paniere di società integrate operanti nel mercato del gas, e più in particolare con Lattice, che risulta essere il titolo maggiormente comparabile a Snam Rete Gas a livello europeo. Abbiamo utilizzato i multipli Ev/Ebitda e P/CF relativi al 2001-2002, ed abbiamo anche condotto una valutazione tramite il DCF, con un tasso free risk del 4.2%, un premio al rischio del 4.5%, e una crescita perpetua dei flussi di cassa del 3%.

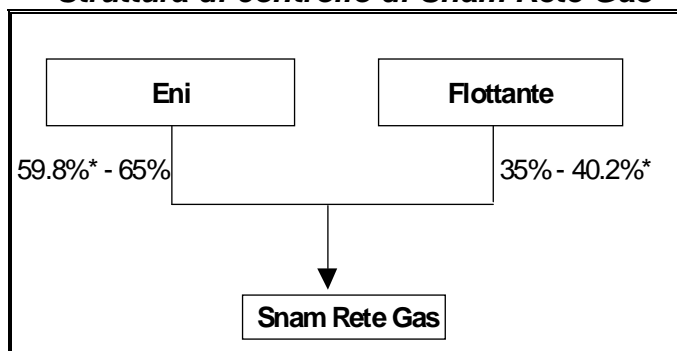
Tutti questi metodi di valutazione convergono su una **valutazione di Snam Rete Gas di € 3.37 per azione**. Per questo motivo riteniamo conveniente l'adesione all'IPO anche al prezzo indicato di € 2.92. **La convenienza è inoltre aumentata dalla presenza della bonus share per chi detenesse le azioni ininterrottamente per 18 mesi.**

Inoltre, **l'elevato rendimento del dividendo (yield 2002 da noi stimato al 4.6%), il futuro inserimento nell'indice MIB30 e la visibilità degli utili futuri, rendono Snam Rete Gas molto interessante** per i portafogli dei grandi investitori istituzionali italiani ed esteri.

Date le caratteristiche del settore in cui opera, il titolo Snam Rete Gas è destinato a sovraperformare il mercato in fasi di incertezza mentre in periodi di boom è destinata a crescere meno del mercato.

Alla luce di quanto detto consigliamo di aderire all'offerta.

Struttura di controllo di Snam Rete Gas



Fonte: dati societari

* ipotizzando l'esercizio della greenshoe

INDICE

CONCLUSIONI	1
INDICE.....	2
LA SOCIETÀ.....	3
ATTIVITÀ DELLA SOCIETÀ.....	3
BUSINESS STRATEGY	3
SWOT ANALYSIS	5
IL SETTORE.....	7
IL SETTORE ITALIANO	7
PROSPETTIVE DEL MERCATO ITALIANO	7
LE PREVISIONI DI SVILUPPO DEL MERCATO ITALIANO	8
LA NORMATIVA PER IL SETTORE DEL GAS	9
IL SISTEMA TARIFFARIO ITALIANO.....	11
I COMPETITOR	13
SVILUPPO E LA REGOLAMENTAZIONE DEL MERCATO INGLESE	13
CONFRONTO TRA IL MERCATO ITALIANO E QUELLO INGLESE:	
SNAM RETE GAS E LATTICE GROUP.....	14
LE PROSPETTIVE.....	16
IL POSSIBILE INGRESSO NEL MIB 30	18
LA VALUTAZIONE	20

LA SOCIETÀ

Attività della società

Snam Rete Gas è il principale operatore italiano nel trasporto e dispacciamento di gas e rigassificazione di gas naturale liquefatto, a cui sono state conferite in data 1 luglio 2001 le attività di trasporto e rigassificazione della Snam (gruppo Eni). Come richiesto dal Decreto Letta (Decreto Legge 23 maggio 2000, n.164), dal 1 gennaio 2002 le attività di trasporto e di dispacciamento di gas naturale (tra cui la rigassificazione di GNL) devono essere separate dalle altre attività del settore del gas (distribuzione, vendita, etc.).

La società dispone della quasi totalità della rete italiana per il trasporto ad alta e media pressione con condotte per 29,131 km, su un totale di oltre 30,400 km dell'intera rete di trasporto italiana. Snam Rete Gas è l'unico operatore per quanto riguarda la rigassificazione e lo stoccaggio del gas. Pur essendo l'unico operatore del settore Snam Rete Gas deve sottostare ad una rigida regolamentazione che prevede l'offerta dei propri servizi a condizioni prestabilite e non discriminatorie. Oltre a queste attività, che sono regolamentate dall'Autorità per l'Energia Elettrica e del Gas, Snam Rete Gas svolge anche:

- Attività di compressione del gas per lo stoccaggio
- Affitto di parte della capacità di cavi in fibra ottica che corre lungo la rete di trasporto, attualmente concessa ad Albacom
- Progettazione, realizzazione, e manutenzione di gasdotti per conto terzi, e dei servizi inerenti

Queste attività, tuttavia, rappresentano solo una minima parte dei ricavi conseguiti da Snam Rete Gas.

Attualmente Snam Rete Gas trasporta gas per conto di 27 "shipper" (clienti). Il volume totale pro-forma trasportato nel 2000 è stato di 73.1 mld di metri cubi, di cui Snam conta per 62.9 mld di metri cubi, equivalenti all'86% dei volumi totali trasportati. Il secondo shipper più importante risulta essere Enel, che nel pro-forma 2000 risulta avere trasportato 6.3 mld di metri cubi di gas, equivalenti all'8.6% dei volumi totali. Nonostante la quota trasportata per conto di Snam sia destinata a scendere, in base alle indicazioni del Decreto Letta, riteniamo che sarà molto improbabile che il numero di clienti di Snam Rete Gas aumenti in maniera sostanziale. Riteniamo comunque che Edison, ed Enel, aumenteranno i volumi trasportati, in quanto stanno stipulando direttamente contratti con società di approvvigionamento all'estero. Riteniamo sia intenzione di queste società diventare tra i maggiori player del mercato italiano, e che assumeranno un peso sempre maggiore come clienti di Snam Rete Gas. Il processo di liberalizzazione in Italia è in fase più avanzata di quello in Germania e Francia. Esiste quindi una concreta possibilità di entrata di nuovi player esteri nel panorama italiano.

Business Strategy

L'attività della società si concentra nel core business del trasporto e rigassificazione di gas naturale. Non esistono, per il momento, programmi di diversificare l'attività della società. L'Autorità per l'Energia e Gas ha introdotto un sistema tariffario che divide i ricavi dell'azienda in due componenti. La prima componente è riconosciuta indipendentemente dai volumi trasportati (Capacity Revenue), e

conta per il 70% del totale dei ricavi. La seconda è legata ai volumi trasportati (Commodity Revenue), e conta per il 30% dei ricavi totali. Il meccanismo di remunerazione prevede degli incentivi affinché Snam Rete Gas incrementi la propria redditività e ottenga una remunerazione sul capitale investito superiore a quella riconosciuta dall'attuale regime tariffario.

La strategia della società per poter sfruttare tali opportunità comprende:

- Ottimizzazione della struttura operativa e controllo dei costi
- Miglioramento dell'efficienza della capacità di trasporto attuale
- Investimenti in nuova capacità di trasporto per fare fronte all'aumento della domanda

Essendo una società a cui sono stati conferiti asset (Patrimonio netto di € 3,760 m e debiti per € 5,809 m), esistono molti margini per il miglioramento dell'efficienza. Riteniamo sarà interesse della società ottimizzare i costi variabili, e migliorare il funzionamento della rete. Riteniamo che il programma di sviluppo e mantenimento della rete permetterà alla società di migliorare i margini a tale punto da compensare la penalizzazione evidenziata dalle tariffe, almeno per quanto riguarda il primo periodo di calcolo, che durerà fino al 2005. Tra il 2001 e il 2003 Snam Rete gas prevede di investire circa € 940 m per aumentare la capacità di trasporto. Tra i progetti della società vi è:

- Sviluppo del gasdotto per l'importazione di gas dalla Russia, che apporterà un aumento della capacità a partire dal 2003 e che aumenterà la capacità di importazione di 9 mld di metri cubi entro il 2008.
- Sviluppo del gasdotto per l'importazione di gas dalla Libia, che permetterà di aumentare la capacità di importazione di 8 mld di metri cubi entro il 2006.
- Sviluppo della capacità di importazione dal nord Europa, il cui completamento è previsto per il 2002, per un totale di 11 mld di metri cubi a partire dal 2001.
- Sviluppo del terminale di compressione di Minerbio (Bo), per consentire l'installazione di una nuova centrale per il terminale di rigassificazione della Edison Spa, attualmente in fase di progetto sul delta del Po. È previsto il completamento del progetto entro il 2005, che permetterà di immettere in rete ulteriori 6 mld di metri cubi di gas all'anno.
- La realizzazione di diversi gasdotti per migliorare sia l'apporto di gas alla rete, sia l'apporto alle varie centrali di stoccaggio, in zone come la Valtellina, Parma, Treviso. Inoltre, sono previsti allacciamenti a circa trenta di nuove centrali di co-generazione elettrica, che sfruttano come combustibile il gas, piuttosto che il gasolio.

Questi progetti permetteranno alla società di aumentare la capacità di trasporto attuale di circa 34 mld di metri cubi di gas entro il 2008, equivalente ad un aumento del 46.5%.

Il Decreto Letta prevede che nessun operatore a partire dal 1 gennaio 2002 potrà immettere nella rete di trasporto nazionale, con l'obiettivo di vendere in Italia, più del 75% dei consumi nazionali annuali. Questa percentuale verrà ridotta del 2% annuo fino al 2010, per arrivare ad un limite di 61% di volume di gas immesso in rete.

Risulta quindi che la quota di gas immessa da Snam Rete Gas in rete diminuirà gradualmente, e che altri shipper faranno crescere il loro peso. Dato che la crescita di peso di altri shipper avverrà

gradualmente, in un primo momento la società venderà agli shipper quantitativi di gas che Snam Rete Gas ha in essere con i contratti take or pay, prima che vengano immessi in rete, per poi arrivare in un secondo momento in cui gli shipper stipuleranno contratti direttamente con i produttori per l'approvvigionamento del gas naturale da vendere in Italia.

Risulta indifferente da parte di Snam Rete Gas il numero e i volumi trasportati da ogni shipper individuale, in quanto le condizioni che potrà imporre riguardo alle tariffe dovranno essere uguali per tutti.

SWOT Analysis

Opportunità:

- È l'unico operatore nel mercato italiano per il trasporto ad alta e media pressione di gas. A causa degli elevati costi per la costruzione di una rete di trasporto, dei lunghi tempi sia per la realizzazione e sia per ricevere le autorizzazioni dal Ministero, riteniamo che sia molto improbabile l'entrata di competitor nel mercato italiano.
- Il mercato del gas, che dal 1996 al 2000 è cresciuto ad un tasso medio annuo del 5.8%, continua ad avere delle ottime prospettive di crescita, anche se a tassi più bassi. Stime elaborate dall'Unione Petrolifera evidenziano una crescita potenziale del mercato del gas del 50% entro il 2010, grazie soprattutto alla maggiore richiesta da parte dei produttori di energia elettrica. Dal momento che il gas viene sempre più utilizzato come combustibile per gli impianti a ciclo combinato, che oltre a richiedere minori investimenti, hanno un'efficienza superiore e sono più ecologici. La crescita della richiesta di gas per i prossimi 5 anni dovrebbe attestarsi poco sopra al 3% annuo.
- Il sistema tariffario prevede una ulteriore remunerazione per gli operatori del settore per investimenti con finalità riconosciuta dall'Authority di potenziare ed estendere la capacità della rete di trasporto.

Minacce:

- Snam Rete Gas opera in un settore molto regolamentato. Le tariffe vengono quindi determinate dall'Authority, e Snam Rete Gas deve applicare le stesse condizioni a tutti gli shipper.
- Le tariffe medie applicate in Italia al cliente finale risultano essere superiori a molti dei paesi europei, in particolare del mercato inglese, che è interamente liberalizzato.

Tariffe del gas

(€ per metro cubo)	Utenze Domestiche	Utenze Industriali
Italia	0.440	0.268
Regno Unito	0.280	0.163
Germania	0.461	0.284
Francia	0.393	0.223
Spagna	0.452	0.232

Fonte: Autorità per l'Energia Elettrica e il Gas

- Il ritardo nella conversione delle centrali elettriche alimentate a gasolio in centrali di co-generazione alimentate a gas, e il ritardo nella costruzione delle nuove centrali, potrebbe influire negativamente sulla crescita della domanda di gas.

- Sarà immesso nel mercato un quantitativo non superiore al 40.2% della società, considerando l'esercizio integrale della greenshoe. Snam Rete Gas rimane quindi non contendibile. Esiste inoltre l'effetto della golden share del governo. Risulta essere comunque intenzione da parte di Eni di vendere ulteriori quote di Snam Rete Gas, fino a scendere sotto il 50%. Riteniamo comunque che la cessione del controllo della società non avverrà nel breve termine, e molto probabilmente avverrà dopo la revisione del sistema per il calcolo delle tariffe nel 2005. Non è escluso comunque, che Eni venderà al mercato ulteriori quote della società, che potrebbero fare scendere la partecipazione in Snam rete Gas al 51%.
- Snam Rete Gas importa il gas da paesi con condizioni socio-politiche instabili, quali la Libia, l'Algeria, e la Nigeria. Dovessero verificarsi degli eventi che destabilizzano uno di questi paesi citati, potrebbero esserci delle discontinuità o delle sospensioni delle importazioni. Nonostante la situazione politica di certi paesi non sia stabile, riteniamo che non ci siano pericoli nel breve termine per l'approvvigionamento. Ricordiamo infatti che esiste ancora un embargo parziale sulla Libia, ma questo non influisce sulle importazioni italiane da questo paese. Le importazioni da paesi come l'Algeria portano un maggiore rischio di approvvigionamento per la società. Snam Rete Gas, ci ha confermato che dispone di riserve che potrebbero sopperire alla mancanza della fornitura di gas dall'Algeria per un periodo massimo di tre mesi.
- Provvedimento Blugas-Snam del 25 ottobre 2001. L'autorità garante della concorrenza e del mercato ha aperto un'istruttoria sul possibile abuso di posizione dominante di Snam e Snam Rete Gas nei confronti di Blugas ed altri operatori che avevano chiesto l'accesso al punto di ingresso di Passo Gries per la stagione estiva. Snam, infatti, si è dichiarata indisponibile ad accogliere la richiesta di Blugas per 150,000 metri cubi/giorno, adducendo la mancanza di capacità nel punto indicato e quindi proseguendo alla ripartizione pro-quota fra i richiedenti. A Blugas sono stati assegnati 100,000 metri cubi al giorno, dovendo quindi acquistare la quantità residua da Snam. Riteniamo che il comportamento di Snam e Snam Rete Gas possa essere considerato lesivo della concorrenza e contrario al processo di liberalizzazione del mercato del gas naturale, e conseguentemente potrebbe essere inflitta a Snam e Snam Rete Gas una multa.

IL SETTORE

Il settore italiano

Il settore del gas in Italia sta subendo una profonda ristrutturazione in seguito alle direttive della UE, con il fine di aprire il mercato alla libera concorrenza tra le società. La direttiva Europea, adottata in Italia attraverso il Decreto Letta, regola in particolare l'importazione la vendita, e la regolamentazione di altri aspetti del mercato.

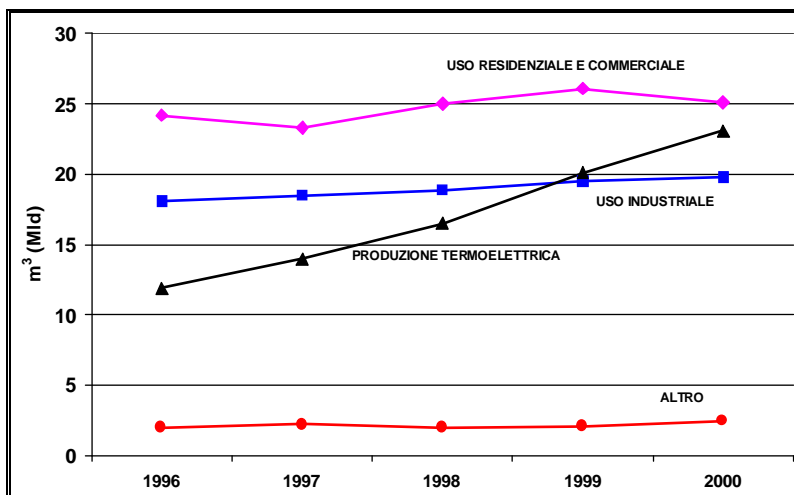
Il settore in Italia può essere diviso principalmente in: importazione, trasporto, stoccaggio, distribuzione, e vendita.

- La produzione nazionale non può fare fronte alla domanda del mercato italiano, che nel 2000 è stata di 70.4 mld di metri cubi, e si deve fare quindi ricorso ad importazioni. I maggiori paesi da cui l'Italia importa gas sono l'Algeria (38%), Russia (28.5%), Paesi Bassi (8.2%), Nigeria (3%). Sono stati importati un totale di 57.4 mld di metri cubi di gas nel 2000.
- Il trasporto del gas avviene attraverso gli oltre 30,400 km di rete attualmente disponibile in Italia, per portare il gas ai vari clienti industriali, come centrali termoelettriche, impianti industriali, e alle varie società di distribuzione.
- Lo stoccaggio si rende necessario per fare fronte alle fluttuazioni della domanda di gas, che durante i mesi invernali risulta essere tre volte la domanda estiva, e anche per fare fronte ad avvenimenti eccezionali, come la sospensione delle importazioni per problemi tecnici, commerciali, o politici.
- La distribuzione avviene tramite l'utilizzo di reti locali, che sono a bassa pressione, per portare il gas agli utenti finali, come ad esempio quelli residenziali e commerciali (piccole e medie imprese).
- Gli shipper, una volta acquistato il gas dai produttori, lo vendono ai vari clienti idonei, come i grossisti (ad es. Italgas, Edison, Enel) e altri utenti di grosse dimensioni come centrali elettriche di co-generazione, e clienti che consumano più di 25 milioni di metri cubi l'anno.

Prospettive del mercato Italiano

La domanda di gas in Italia è cresciuta da circa 56.2 mld di metri cubi nel 1996, a circa 70.4 mld di metri cubi nel 2000. La crescita del 25% del mercato nell'arco di 5 anni è dovuto principalmente allo sviluppo della produzione di energia termoelettrica. Tale settore, infatti, nel 1996 contribuiva al consumo di gas per 11.9 mld di metri cubi, pari al 21.3% della domanda totale nel 1996. Il consumo è cresciuto fino agli attuali 23.1 mld di metri cubi di gas, equivalenti al 32.8% del consumo totale di gas. Il mercato per i settori industriale e residenziale è cresciuto in misura molto minore, ma ad un ritmo costante.

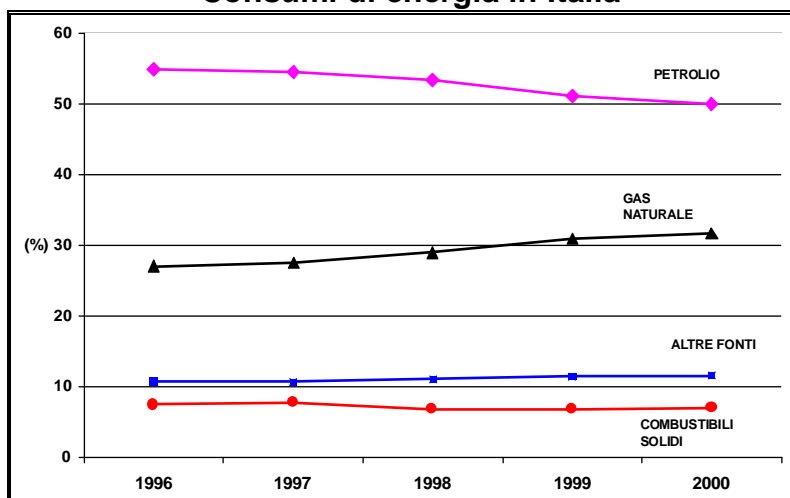
Consumi italiani di gas naturale per settore



Fonte: Autorità per l'Energia Elettrica e il Gas

Il gas sta ricoprendo un ruolo sempre più importante nel panorama energetico italiano. Nel 1996 ricopriva il 27% del fabbisogno energetico nazionale, mentre nel 2000 tale quota è cresciuta fino al 31.7%. Il consumo di energia in Italia è aumentato mediamente dell'1.6% nel periodo dal 1996 al 2000.

Consumi di energia in Italia



Fonte: Autorità per l'Energia Elettrica e il Gas

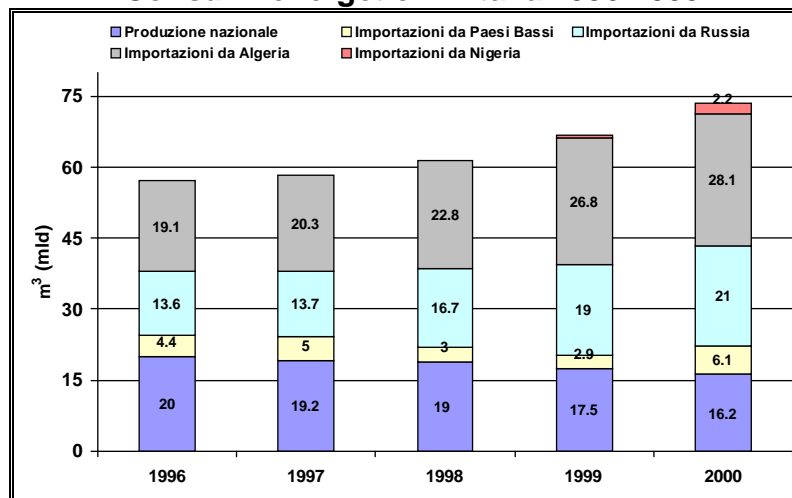
Le previsioni di sviluppo del mercato italiano

Nei prossimi 5 anni, secondo indicazioni date dall'Unione Petrolifera, la domanda per il mercato del gas nazionale dovrebbe crescere ad una media annua di poco superiore al 3%, anche se per i prossimi 2 anni la crescita sarà minore. La minore crescita dei prossimi 2 anni è dovuta principalmente al ritardo nella conversione delle centrali ad olio combustibile, in impianti di co-generazione, e soprattutto nel ritardo nella costruzione di nuovi impianti. Esistono infatti più di 500 richieste per la costruzione di nuova capacità produttiva. Oltre alle autorizzazioni burocratiche, sono necessari tempi tra due e tre anni per poter realizzare nuove centrali. Lo sviluppo maggiore della

domanda avverrà tra il 2005 e il 2010, per fare fronte all'aumento della richiesta per uso energetico. La crescita totale dal 2001 al 2010 potrebbe arrivare al 50%, corrispondente ad una domanda totale nel 2010 di 105 mld di metri cubi all'anno di gas.

Come si evince dal grafico sottostante, il gas sta ricoprendo un ruolo sempre più importante nel panorama energetico italiano. Lo sviluppo di nuove centrali di co-generazione alimentate a gas per fare fronte all'aumento della domanda energetica, conferma che il mercato italiano del gas ha ottime potenzialità di crescita. La tempistica per lo sviluppo del mercato del gas dipenderà però sia dalla concessione delle autorizzazioni per la costruzione di nuove centrali, sia dai tempi di realizzazione di quest'ultime.

Consumi energetici in Italia 1996-2000



Fonte: Autorità per l'Energia Elettrica e il Gas

Per fare fronte alla crescita della domanda del mercato nazionale gli shipper hanno già stipulato contratti a lungo termine con le società produttrici per l'approvvigionamento di 24 mld di metri cubi. In particolare:

- 6 mld di metri cubi di gas proveniente dal Mare del Nord. L'accordo entra in vigore a partire dal 2001 ed entrerà a regime nel 2003
- 4 mld di metri cubi l'anno dai Paesi bassi. La fornitura comincerà nel 2002 ed sarà a regime nel 2004
- 6 mld di metri cubi dalla Russia. L'accordo entra in vigore a partire dal 2003 e dovrebbe essere a regime nel 2008.
- 8 mld di metri cubi dalla Libia. La fornitura comincerà a partire dal 2004 e sarà a regime nel 2006.

La normativa per il settore del gas

Il processo di regolamentazione del mercato del gas è stato avviato dalla Direttiva 98/30 CE del Parlamento e del Consiglio Europeo del 22 giugno 1998. La Direttiva Gas è stata recepita in Italia dal Decreto Letta (Decreto Legislativo 23 maggio 2000, n. 164). Tale normativa ha l'obiettivo di armonizzare il mercato del gas a livello Europeo, determinando le linee guida per quanto riguarda:

- *Accesso alle reti.* I proprietari delle reti di trasporto e distribuzione devono garantire la parità di condizioni di accesso per quei clienti identificati come idonei.

- *Clients idonei.* Sono quei clienti che hanno direttamente accesso alle reti di trasmissione e distribuzione, tra cui grossisti di gas, centrali elettriche di co-generazione, e i clienti che consumano più di 25 m di metri cubi l'anno. Quest'ultimo parametro verrà abbassato a 15 m e 5 m di metri cubi l'anno rispettivamente nel 2003 e nel 2008.
- *Unbundling.* Le società integrate operanti nel mercato del gas devono disporre una separazione societaria, almeno a livello contabile, delle attività di importazione, trasporto, distribuzione, e stoccaggio del gas. Questo per riuscire a rendere visibili la diversa natura dei ricavi e dei costi di queste società.

Il mercato del gas è diviso dal Decreto Letta in diversi segmenti:

Importazione e coltivazione

La normativa per le importazioni da parte degli shipper di gas dall'estero è liberalizzata. Per le importazioni provenienti dall'Unione Europea gli shipper devono fornire una semplice comunicazione al Ministero dell'Industria. Per quanto riguarda le importazioni da paesi esterni all'Unione Europea, è necessaria l'autorizzazione del Ministero dell'industria.

Trasporto e dispacciamento

Le attività di trasporto e dispacciamento, incluse quelle di rigassificazione sono regolamentate in quanto di interesse pubblico. Le società che operano in tale settore, devono permettere l'accesso alla propria rete ai clienti che ne facciano richiesta. Il trasporto e il dispacciamento del gas potrà essere effettuato da società che non svolgono altre attività nel settore del gas, ad eccezione di quella di stoccaggio, per cui deve esistere comunque separazione societaria a livello contabile.

Stoccaggio

Le attività di stoccaggio sono sottoposte alle stesse regole valide per le attività di trasporto e dispacciamento. Le società che ne intendano fruire devono ricevere un trattamento paritetico.

Distribuzione e vendita

Anche la distribuzione del gas è considerata un servizio pubblico, ed è quindi sottoposta a regolamentazione. Alle società che operano in questo segmento è fornita una concessione della durata di dodici anni, per poter garantire una continuità nel servizio ai clienti. Le attività di distribuzione sono soggette a separazione societaria a partire dall'1 gennaio 2002.

Per quanto riguarda la vendita del gas, è prevista una liberalizzazione graduale che identifica i clienti considerati idonei. Sono ritenuti tali:

- Le società che acquistano gas per impianti di co-generazione elettrica, indipendentemente dai volumi consumati, e limitatamente ai quantitativi utilizzati a questo scopo
- Società che utilizzano gas per la produzione di energia elettrica, indipendentemente dai consumi e limitatamente per i quantitativi utilizzati a questo scopo
- Clienti che utilizzano più di 200,000 metri cubi all'anno
- Consorzi che consumano oltre 200,000 metri cubi all'anno, oppure per i quali ciascuna società aderente al consorzio consumi più di 50,000 metri cubi all'anno
- Clienti che utilizzano gas prodotto nel territorio italiano da loro stessi, o da società controllate
- Clienti grossisti e società di distribuzione per i volumi venduti nel loro sistema di distribuzione.

Il sistema tariffario italiano

L'autorità, in base al Decreto Letta, ha determinato i criteri per stabilire le tariffe per il trasporto e il dispacciamento del gas. Le tariffe vengono aggiornate una volta all'anno, a partire dal 1 ottobre 2001. Le stesse tariffe vengono applicate retroattivamente a tutti gli operatori, a partire dal 1 giugno 2000. Snam Rete Gas, avendo ricevuto in conferimento gli asset in data 1 luglio, adotterà da tale data queste nuove tariffe.

I ricavi per Snam rete Gas sono determinati all'inizio di ogni anno termico sulla base due componenti principali:

- il 70% dei ricavi è legato alla capacità di trasporto, e quindi indipendente dai volumi trasportati. Questa componente di Capacity Revenue rappresenta un massimo di ricavi che Snam Rete Gas potrà ricevere durante l'anno termico in questione (Revenue Cap)
- il 30% dei ricavi dipende dai volumi di gas effettivamente trasportati. Questa componente di Commodity Revenue è un limite massimo unitario da applicare al volume trasportato di gas (Price Cap)

Il meccanismo di determinazione delle tariffe è aggiornato ogni inizio di anno termico in base al dato dell'inflazione diminuito di una percentuale fissa.

Per quanto riguarda la Capacity Revenue, la tariffa viene aumentata dell'inflazione dell'anno solare precedente meno una percentuale fissa del 2%.

Per la Commodity Revenue viene aumentato dell'inflazione dell'ultimo anno solare meno una percentuale fissa del 4.5%.

Risulta quindi molto importante la componente per la Capacity Revenue, che pesa per il 70% dei ricavi totali di Snam Rete Gas. Questo sistema di determinazione delle tariffe favorisce quindi la capacità di trasporto della rete, ma dopo la revisione del 2005, riteniamo che il sistema per determinare le tariffe sarà più simile a quello inglese che favorisce invece l'aumento dei volumi trasportati, per cui la Commodity Revenue conta per il 50%, contro il 30% attuale in Italia.

Per il 2001 stimiamo un dato dell'inflazione pari al 2.4%. In tale caso, la revisione delle tariffe per il 2002 avrebbe un impatto netto sui ricavi, considerando costante la parte dei volumi della Commodity Revenue, di:

Meccanismo di determinazione delle tariffe

		Inflazione 2001	% fissa diminuzione	Impatto tariffe per il 2002	Peso
ITALIA	Capacity Revenue	2.4%	2%	0.4%	70%
	Commodity Revenue		4.5%	-2.1%	30%

Fonte: Autorità per l'Energia Elettrica e il Gas e Istat

Il Decreto Letta ha inoltre introdotto un incentivo per i nuovi investimenti, che prevedono il potenziamento della capacità della rete

e dei terminali di gas naturale liquefatto. Per il primo periodo di regolamentazione, cioè fino al 2005, l'incremento patrimoniale derivante dagli investimenti danno origine ad un ulteriore ricavo a partire dall'anno termico successivo all'anno solare in cui l'investimento entra in esercizio:

Per la componente della Capacity Revenue un ricavo addizionale del 7.47% per quanto riguarda l'incremento patrimoniale derivante dagli investimenti effettuati per ogni anno che rientra nel primo periodo di regolamentazione.

Per la componente della Commodity Revenue, si calcola il 4.98% dell'incremento patrimoniale derivante dagli investimenti, diviso per i volumi immessi nella rete nell'anno solare 2000. Questo corrispettivo viene poi moltiplicato per i volumi effettivamente trasportati in ciascuno dei sei anni successivi in cui l'investimento entra in esercizio.

A fine settembre del 2005, cioè il primo periodo di regolazione, questi investimenti faranno parte del calcolo del nuovo Remuneration Asset Base.

I COMPETITOR

Sviluppo e la regolamentazione del mercato Inglese

Nel panorama europeo, esiste un solo puro competitor: la Lattice Group. Lattice Group è il principale ente di trasporto del gas nel Regno Unito, che è nata da uno spin-off della British Gas. Nel Regno Unito opera tramite propria rete Transco, a cui si connettono trasportatori indipendenti (IGTs) che servono le varie zone del paese. La regolamentazione si impone poiché il servizio di trasporto presenta le caratteristiche di monopolio e quindi un assetto concorrenziale non può essere raggiunto mediante le forze di mercato.

Oltre a Transco esistono 10 operatori che detengono licenza di trasporto. Gli standards di performance prevedono tutele particolari per alcuni gruppi di utenti. Vengono previsti standards minimi di servizio, con obbligo di compensazione se questi non vengono rispettati.

Transco ha l'obbligo di fornire il servizio di trasporto a condizioni non discriminatorie. Attualmente la licenza di concessione attribuita a Transco permette l'esercizio del trasporto su tutto il territorio nazionale, salvo alcune aree limitate. **Ofgem, l'autorità di regolamentazione, disciplina le tariffe attraverso un meccanismo di price cap, che prevede adeguamenti secondo il tasso di inflazione a cui viene sottratta una percentuale che tiene conto dei guadagni attesi di efficienza (attualmente il 2%). Il 50% della tariffa è connessa all'offerta del servizio di trasporto mentre il rimanente 50% dipende dai volumi trasportati. Il ritorno sul capitale su base pre tasse è fissato attualmente al 7%.** Il meccanismo prevede incentivi agli investimenti, poiché, se questi innalzano l'efficienza parte del vantaggio viene attribuito alle imprese e parte ai consumatori. Le tariffe vengono stabilite annualmente con decorrenza dall'1 aprile, e vengono modificate tenendo conto dell'andamento del tasso di inflazione e dei nuovi investimenti che entrano a far parte del capitale investito, su cui viene calcolato il tasso di rendimento pre tasse del 7%.

Nel periodo 1991-2000 il livello reale delle tariffe è calato del 32%. Le tariffe inglesi sono attualmente le più basse in Europa, mentre erano le seste più basse nel 1990. La sicurezza nella fornitura viene promossa favorendo una pluralità di operatori, in modo da ridurre l'impatto negativo derivante da eventuali carenze di un singolo agente.

Secondo la Ofgem, l'autorità di regolamentazione inglese, la domanda di gas è attesa in crescita nel futuro, anche a causa della chiusura di alcune centrali nucleari e al conseguente maggior utilizzo di gas nella produzione di energia elettrica. La previsione è che nel 2020 il 50% dell'elettricità verrà prodotta mediante l'utilizzo di gas. **Il Regno Unito, che è attualmente autosufficiente, diverrà importatore netto di gas dal 2005, mentre l'import sarà tra il 55% e il 90% del consumo totale nel 2020.** La quota di energia prodotta attraverso il petrolio è in continuo calo.

La produzione di energia nel 2000 è stata solo del 7.6% superiore rispetto al 1973, principalmente a causa della stagnazione dell'output manifatturiero e dello sviluppo del settore dei servizi, a più basso assorbimento energetico. L'efficienza dei processi è inoltre aumentata. Negli anni '70 il Regno Unito importava energia mentre dagli anni '80 in poi il paese è diventato esportatore netto. È inoltre aumentata la diversificazione delle fonti.

Il mercato del gas è stato liberalizzato nel 1986 attraverso la privatizzazione di British Gas. Da allora Transco ha investito nell'infrastruttura di distribuzione nazionale £ 3.3 mld a prezzi correnti e £ 6 mld nell'infrastruttura locale. Esistono attualmente 14 fornitori di gas a livello domestico, dopo un processo di ristrutturazione che è iniziato nel 1999, quando gli operatori erano 23. I fornitori all'industria sono attualmente 25. Esiste quindi una buona concorrenza.

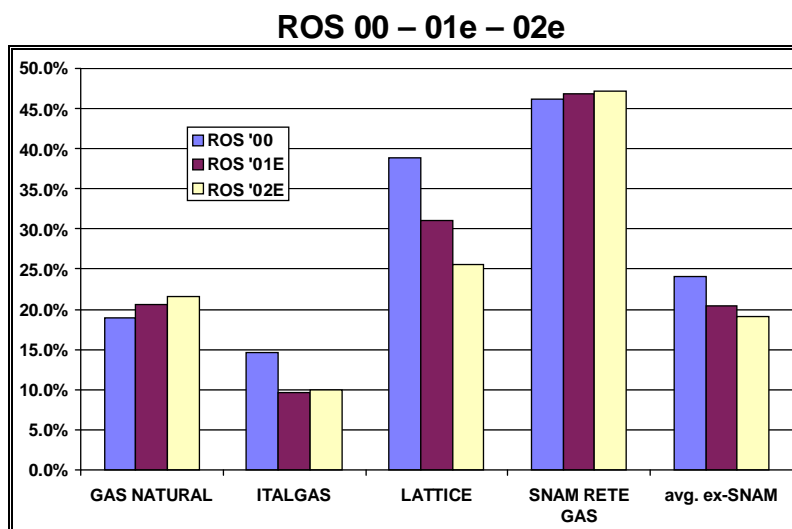
Dalla privatizzazione il paese non ha sperimentato problemi nell'offerta e nella fornitura di gas. Rispetto a Francia e Germania, che importano per la gran parte gas dall'estero, il Regno Unito si trova in una situazione più favorevole.

Confronto tra il mercato Italiano e quello Inglese: Snam Rete Gas e Lattice Group

Il mercato italiano ha appena cominciato il processo di liberalizzazione, quindi i margini di partenza sono più elevati, considerato che le tariffe in Italia sono tra le più alte in Europa. L'Authority italiana vuole ridurre gradualmente il prezzo dei prodotti energetici, e sarà inevitabile che le tariffe vengano abbassate. Riteniamo quindi che l'obiettivo dell'Authority italiana sia quello di ridurre le tariffe in futuro per allinearsi gradualmente al mercato inglese, che è pienamente liberalizzato da molti anni.

Se confrontiamo la redditività di Snam Rete Gas e della Lattice Group rileviamo un Ros nettamente più elevato per la società italiana: secondo le nostre stime il Ros di Snam Rete Gas si attesterà al 47.2% nel 2001 e 47.8% nel 2002, mentre per la Lattice i valori si attesteranno rispettivamente al 31.1% e 25.6%.

Se confrontiamo Snam Rete Gas con altri operatori integrati del mercato del gas, la maggiore redditività viene confermata: Il Ros del



Fonte: stime Actinvest e Consensus

2001 di Italgas è da noi stimato al 9.6%, mentre Gas Natural, operatore Spagnolo, presenta un Ros di consensus del 20.6%.

Snam, Rispetto a Lattice, ha un rapporto costo del lavoro/ Km di rete superiore, pari a € 4,453/ km, contro € 3,277/ km per la Lattice group. Va tuttavia considerato che per ogni chilometro di rete Snam transitano 2,510 m di metri cubi all'anno contro 465 m di metri cubi all'anno per la Lattice. Il rapporto risulta essere così favorevole a Snam Rete Gas, in quanto i volumi della Lattice Group sono minori a causa della rete a bassa pressione. La società inglese è penalizzata dalla presenza nella propria rete oltre che della rete di trasporto ad alta e media pressione, anche delle condotte a bassa pressione, che trasportano volumi di gas inferiori. In Italia la rete a bassa pressione è di proprietà di Italgas, Edison, Enel, o delle varie Municipalizzate. Snam Rete Gas ha trasportato nel 2000 circa 73 mld di metri cubi di gas, mentre la Lattice ha trasportato oltre 106 mld di metri cubi. La Lattice ha un numero totale di dipendenti di 14,261, mentre la Snam Rete Gas ne ha 3,245. Risulta quindi che il rapporto numero di dipendenti/ km di rete, sia in favore della società inglese, che ha un rapporto di 0.06 dipendenti per Km di rete, mentre Snam Rete Gas ha un rapporto di 0.11. Riteniamo che questo confronto, nonostante indichi una minore efficienza da parte della società italiana, non sia negativo, in quanto permette a Snam rete Gas di recuperare redditività più facilmente e recuperare la penalizzazione che viene dal price cap.

Il meccanismo di remunerazione previsto dall'Authority premia Snam Rete Gas, soprattutto per quanto riguarda la Capacity Revenue. Il sistema tariffario incentiva Snam Rete Gas all'ampliamento della capacità di trasporto, collegando il 70% dei ricavi a tale parametro. Nel mercato Inglese, che risulta essere liberalizzato da più tempo, la Capacity Revenue pesa solo per il 50% dei ricavi, favorendo maggiormente lo sviluppo dei volumi trasportati. Il meccanismo di remunerazione inglese prevede infatti che la Commodity Revenue sia calcolata sottraendo al dato dell'inflazione una percentuale attualmente fissata al 2%, contro il meccanismo italiano che alla percentuale dell'inflazione sottrae una percentuale attualmente fissata al 4.5%. Il meccanismo di determinazione delle tariffe sarà rivisto nel 2005, e molto probabilmente l'Authority Italiana accrescerà la percentuale dei ricavi derivanti dalla Commodity Revenue, legata allo sviluppo dei volumi trasportati.

Meccanismo di determinazione delle tariffe

		Inflazione 2001	% fissa diminuzione	Impatto tariffe nel 2002	Peso
ITALIA	Capacity Revenue	2.4	2%	0.4	70%
	Commodity Revenue		4.5%	-2.1	30%
INGHILTERRA	Capacity Revenue	2.3%	2%	0.3%	50%
	Commodity Revenue		2%	0.3%	50%

Fonte: Autorità per l'Energia Elettrica e il Gas e Istat

LE PROSPETTIVE

Il fatturato di Snam rete Gas è altamente prevedibile, in quanto la società opera in un settore poco sensibile al ciclo economico, mentre sono relativamente prevedibili lo sviluppo dei volumi e l'andamento tariffario determinato da un meccanismo di Price Cap e di Revenue Cap come esaminato in precedenza.

Prevediamo per il 2001 un calo del fatturato, in seguito ad una diminuzione dei volumi venduti, da noi stimata intorno al 2%, a causa del rallentamento economico, dai minori stoccaggi, e del ritardo nella costruzione di nuove centrali elettriche di co-generazione.

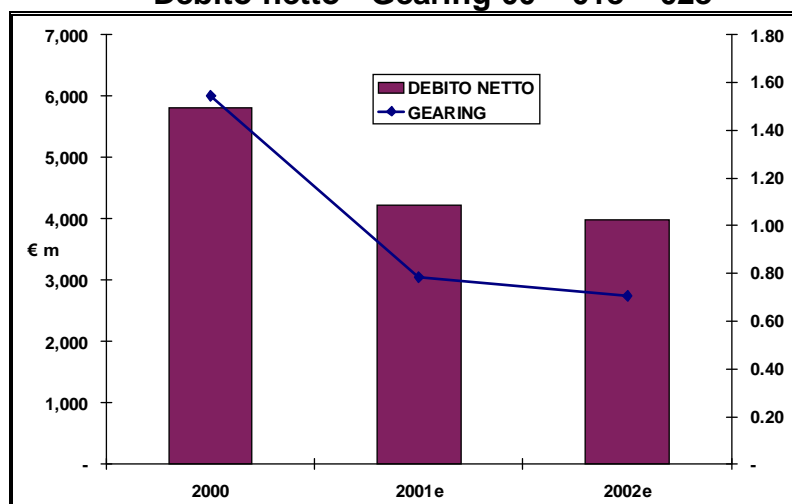
Per il 2002 stimiamo un fatturato in aumento dell'1.8% a € 1,823 m. Per gli anni successivi, sulla base delle attese d'inflazione e dello sviluppo dei volumi e degli investimenti di sviluppo della rete, stimiamo una crescita del fatturato tra il 2-2.5%.

La progressiva diminuzione del costo del lavoro, che per il 2001 stimiamo del 10.7% a € 116.1 m, e che proseguirà anche negli anni successivi, determinerà un progressivo incremento dell'Ebitda margin dal 67.5% del 2000 al 68.7% nel 2001, fino al 69.4% nel 2005.

Una crescita degli ammortamenti leggermente inferiore rispetto a quella del fatturato inciderà positivamente sul Ros che prevediamo in crescita dal 46.2% del 2000, al 46.9% nel 2001, fino al 48.2% nel 2005.

Snam Rete Gas presenta una posizione di debito complessivo per € 5,809 m, di cui il 91% nei confronti di società del Gruppo Eni. A questo proposito, la società riesce a godere di finanziamenti ad un tasso Euribor + 0.4%, grazie alla politica di finanziamento di Eni, che intende ottimizzare la gestione finanziaria del gruppo sfruttando il proprio credit rating. Se la partecipazione di Eni in Snam rete Gas dovesse scendere al di sotto della soglia di controllo, riteniamo che Snam si dovrà finanziare a tassi di mercato, in quanto non può vantare lo stesso rating dell'attuale controllante, con un conseguente impatto negativo sui pagamenti degli interessi. L'aumento di capitale farà calare l'indebitamento a € 4,230 m a fine 2001 e determinerà un calo degli oneri finanziari netti, che proseguirà anche negli anni successivi, considerato che prevediamo investimenti leggermente inferiori all'autofinanziamento. Il gearing si ridurrà dal 1.54 del 2000 a 0.78 a fine 2001, fino a 0.56 nel 2005. Non riteniamo difficile per

Debito netto - Gearing 00 – 01e – 02e



Fonte: dati societari e stime Actinvest

Snam Rete Gas reperire altri finanziamenti, ma non esiste la certezza che verrebbe praticato lo stesso trattamento per quanto riguarda i termini e le condizioni di finanziamento. Grazie ai bassi interessi pagati l'Interest Cover per il 2002 si attesterà a 4.3x a dimostrazione di quanto poco incida il rilevante debito sui conti della società.

Stimiamo un tax rate intorno al 40% nel 2001, in progressivo calo negli anni successivi, grazie all'abbassamento delle aliquote IRPEG utilizzate e all'aumento di capitale che aumenterà l'imponibile soggetta ad aliquota ridotta.

Riteniamo che l'utile netto crescerà del 3.7% nel 2001 a € 303 m, portandosi a € 405 m nel 2002 con una crescita del 28%, causata principalmente dal notevole calo degli oneri finanziari a seguito dell'aumento di capitale. Per gli anni successivi prevediamo una crescita dell'utile netto leggermente superiore a quella del fatturato, compreso tra il 4.5-5.3%. Il cash flow, che prevediamo in € 723 m per il 2001, in crescita a € 899 m nel 2002, è ampiamente sufficiente a coprire investimenti che la società ha indicato pari ad un totale di circa € 1,100 m per il prossimo triennio (di cui € 940 m per il potenziamento della rete di trasporto).

Per il 2001 la società ha indicato un payout ratio del 100% sul periodo a partire dal 1 luglio. Stimiamo quindi per il 2001 un dividendo pari a € 0.0855. A partire dal 2002 la società ha indicato un payout ratio del 65%, che corrisponde ad un dividendo da noi stimato per il 2002 a € 0.135. Riteniamo molto interessante lo yield 2002, che stimiamo al 4.6%, utilizzando il prezzo massimo di € 2.92.

CONTO ECONOMICO

(€ m)	2003E	var %	2002E	var %	2001E	var %	2000
Fatturato	1,859.3	2.0%	1,822.9	1.8%	1,790.7	-2.2%	1,830.0
Consumi e Pds	(463.1)	2.4%	(452.1)	1.8%	(444.0)	-4.5%	(465.0)
Valore aggiunto	1,396.2	1.9%	1,370.8	1.8%	1,346.7	-1.3%	1,365.0
C.d.L. e TFR	(113.1)	-1.1%	(114.3)	-1.5%	(116.1)	-10.7%	(130.0)
Margine op. lordo	1,283.1	2.1%	1,256.5	2.1%	1,230.6	-0.4%	1,235.0
Amm. Tecnici	(407.8)	1.5%	(401.9)	1.5%	(395.9)	0.5%	(394.0)
Amm. non tec.	(11.0)	0.0%	(11.0)	0.0%	(11.0)	0.0%	(11.0)
Risultato op.	881.3	2.5%	860.0	2.4%	839.7	-0.6%	845.0
Oneri fin. netti	(194.6)	-1.2%	(197.0)	-30.2%	(282.4)	-2.0%	(288.0)
Altri proventi / oneri	0.0	n.s.	0.0	n.s.	0.0	n.s.	0.0
Poste straordinarie	0.0	n.s.	0.0	n.s.	(30.0)	233.3%	(9.0)
Utile pre-tax	686.7	3.6%	663.0	25.7%	527.4	-3.8%	548.0
Imposte	(259.7)	0.8%	(257.7)	22.2%	(210.9)	-13.9%	(245.0)
Utile netto	427.0	5.3%	405.3	28.1%	316.5	4.4%	303.0
Utile Rett.	427.0	5.3%	405.3	18.9%	340.8	9.8%	310.3
Cashflow	845.8	3.4%	818.3	13.1%	723.3	2.2%	708.0

Fonte: dati societari e stime Actinvest

STATO PATRIMONIALE

(€ m)	2003E	var %	2002E	var %	2001E	var %	2000
Cap. Circ. Netto	68.8	11.0%	62.0	15.4%	53.7	n.s.	(10.0)
Immobilizzazioni	9,591.4	-0.1%	9,605.2	-0.1%	9,618.2	-0.1%	9,625.0
Cap. Inv. Netto	9,660.2	-0.1%	9,667.2	0.0%	9,671.9	0.6%	9,615.0
Debito netto	3,804.0	-4.4%	3,980.1	-5.9%	4,229.2	-27.2%	5,809.0
Fondi	64.5	10.4%	58.4	11.8%	52.3	13.6%	46.0
P.N. Terzi	0.0	n.s.	0.0	n.s.	0.0	n.s.	0.0
Patr. Netto	5,791.8	2.9%	5,628.7	4.4%	5,390.5	43.4%	3,760.0
Cap. Inv. Netto	9,660.2	-0.1%	9,667.2	0.0%	9,671.9	0.6%	9,615.0

Fonte: dati societari e stime Actinvest

IL POSSIBILE INGRESSO NEL MIB 30

Il possibile ingresso nel Mib30

STOCK	ILC	Mkt Cap.	Alfa
1 TIM	137,262	52,603	184
2 ENI	136,220	57,420	216
3 TELECOM ITALIA	126,552	50,926	213
4 ASSICURAZIONI GENERALI	88,300	38,993	275
5 ENEL	72,934	40,162	431
6 STM	72,128	33,500	238
7 OLIVETTI	56,405	10,336	93
8 UNICREDITO ITALIANO	52,472	20,747	246
9 SAN PAOLO-IMI	41,819	16,789	257
10 INTESABCI	40,780	16,522	329
11 SEAT-PAGINE GIALLE	24,792	9,183	270
12 MEDIASET	24,738	8,905	234
13 BIPOP-CARIRE	23,351	4,087	131
14 FIAT	20,413	6,938	227
15 ALLEANZA ASSICURAZIONI	20,138	8,342	226
16 RAS	19,647	9,889	310
17 AUTOSTRADE	18,725	8,286	262
18 MEDIOBANCA	17,875	7,840	240
19 PIRELLI	17,218	3,571	132
20 MEDIOLANUM	15,828	6,451	319
21 BANCA FIDEURAM	15,793	6,653	433
22 BNL	15,454	5,431	237
23 FINMECCANICA	15,034	7,671	378
24 BANCA MONTE DEI PASCHI	13,955	7,350	526
25 SNAM RETE GAS	13,463	5,395	200
26 ROLO BANCA 1473	11,754	7,795	707
27 BANCA DI ROMA	9,580	3,557	300
28 ITALGAS	7,694	3,305	261
29 HDP	7,264	2,715	233
30 AEM	6,250	3,865	576
31 BULGARI	6,241	2,706	368
32 SAIPEM	5,120	2,363	361
33 AUTOGRILL	4,449	2,292	562
34 BENETTON GROUP	4,035	2,055	593
35 PARMALAT FINANZIARIA	4,010	2,352	475

Fonte: stime Actinvest
aggiornato al 26.11.2001

Il titolo Snam Rete Gas ha, a nostro avviso, i requisiti per entrare nel MIB30. Utilizzando il nostro modello previsionale, infatti, risulta che Snam Rete Gas potrebbe inserirsi intorno alla 25esima posizione, con un ILC di circa 13,463 milioni di euro. Siamo giunti a questo risultato ipotizzando una capitalizzazione pari a 5,395 milioni di euro, derivante dall'ipotesi di un prezzo pari a 2.76 euro (a metà della forchetta 2.6-2.92 euro). Abbiamo inoltre ipotizzato un alfa (il rapporto tra capitalizzazione e volumi) pari a 200. Dato il forte interesse che ci aspettiamo per il titolo Snam Rete Gas, infatti, riteniamo probabile un alfa basso (l'alfa dell'intero mercato è circa 282). Al livello di confronto, Olivetti si conferma il titolo del Mib30 più scambiato in proporzione alla capitalizzazione, con un alfa pari a 93.

Per Snam Rete Gas, l'ingresso nell'indice MIB30 sarebbe importante, in quanto renderebbe ancora più visibile la società agli occhi degli investitori internazionali. Inoltre i fondi passivi, cioè quelli che replicano passivamente i principali indici mondiali, sarebbero costretti ad inserire in portafoglio Snam Rete Gas, se questa facesse parte del MIB30.

Al prossimo ricalcolo del Mib30 (marzo 2002), oltre a Snam Rete Gas secondo i nostri calcoli entrerà nell'indice anche STM, che con 72,128 milioni di euro di ILC, si posizionerebbe al sesto posto, subito dietro a Enel. L'ingresso di STM fa seguito alla recente modifica del regolamento approvato da Borsa Italiana e Consob, seconda la quale possono essere inseriti nel MIB30 anche titoli quotati in Italia, ma con sede sociale all'estero (come nel caso di STM). L'ingresso di Snam Rete Gas e di STM comporterebbe l'uscita dal MIB30 sicuramente di Saipem. Il secondo titolo a dover uscire potrebbe essere o Bulgari o AEM (questi ultimi due titoli sono molto vicini in termini di ILC).

Il Regolamento:

L'indice ILC è calcolato dalla Borsa Italiana per ogni società come la somma fra la capitalizzazione media giornaliera e il prodotto fra i volumi medi giornalieri e una costante chiamata "alfa del mercato". I prezzi (ufficiali) e i volumi (in controvalore) si riferiscono agli ultimi sei mesi di quotazione. L'**alfa del mercato** è il rapporto fra la capitalizzazione media e i volumi medi di mercato. I 30 titoli che presentano l'ILC più elevato sono quelli che entrano a far parte del MIB30.

$$\text{ILC} = \frac{\text{CapMG} + \alpha m^*}{\text{VoIMG}}$$

$$\alpha = \text{CapMG} / \text{VoIMG}$$

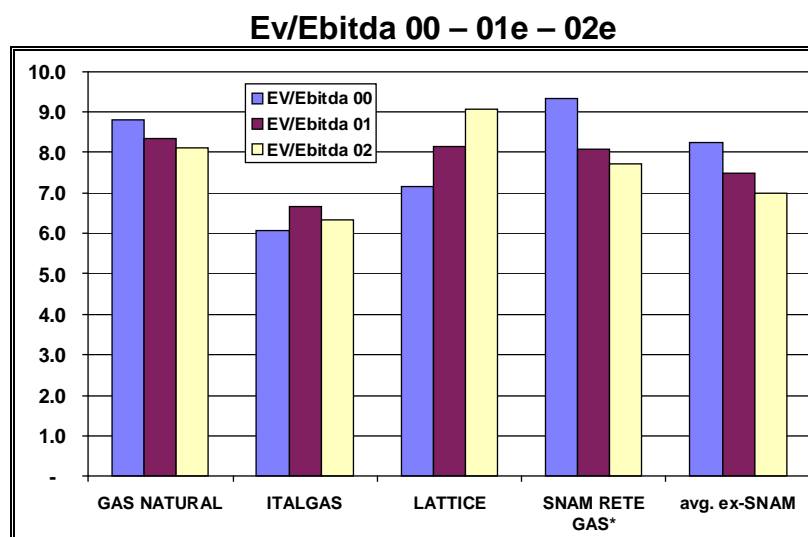
ILC = Indicatore di Liquidità e Capitalizzazione

CapMG = Capitalizzazione media del titolo

αm = alfa del mercato

LA VALUTAZIONE

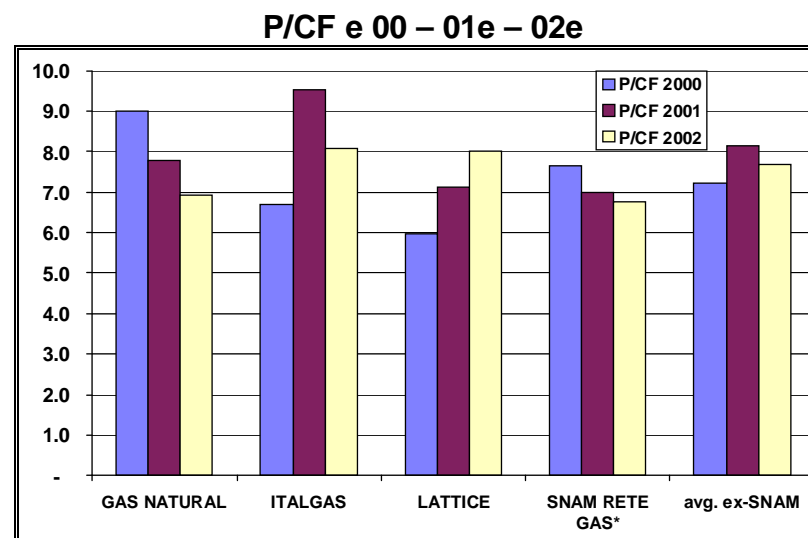
Abbiamo valutato il titolo confrontandolo con un paniere di società integrate operanti nel mercato del gas, e più in particolare con Lattice, che risulta essere il titolo maggiormente comparabile a Snam Rete Gas a livello europeo. Abbiamo utilizzato i multipli Ev/Ebitda e P/CF relativi al 2001-2002, ed abbiamo anche condotto una valutazione tramite il DCF, con un tasso free risk del 4.2%, un premio al rischio del 4.5%, e una crescita perpetua dei flussi di cassa del 3%.



Fonte: Stime Actinvest e Consensus

* al prezzo massimo di € 2.92

Tutti questi metodi di valutazione convergono su una valutazione di Snam Rete Gas di € 3.37 per azione. Per questo motivo riteniamo conveniente l'adesione all'IPO anche al prezzo massimo stabilito di € 2.92. La convenienza è inoltre aumentata dalla presenza della bonus share per chi detenesse le azioni ininterrottamente per 18 mesi.

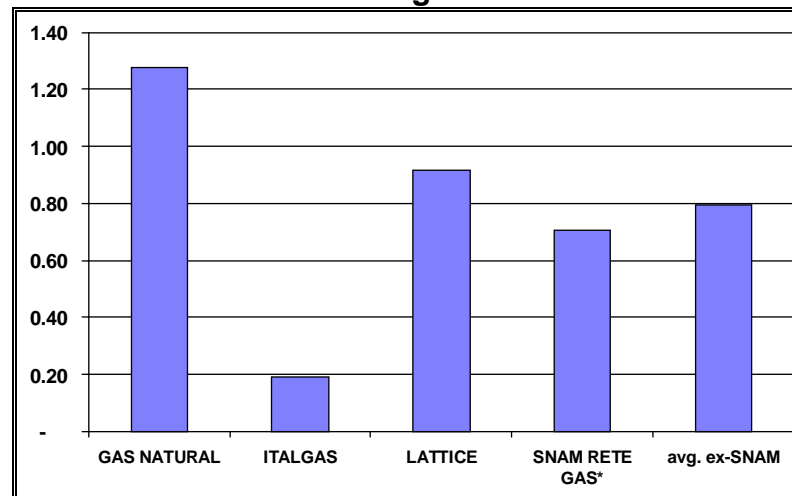


Fonte: Stime Actinvest e Consensus

* al prezzo massimo di € 2.92

Andando ora a valutare i diversi indicatori, si possono fare le seguenti osservazioni: il gearing di Snam Rete Gas risulta essere pari ad un valore di 1.38 prima dell'aumento di capitale, ed è destinato a scendere a 0.78, ipotizzando che l'aumento di capitale venga effettuato ad un prezzo medio della forchetta indicata per la quotazione del titolo. Il gearing della società italiana è superiore a quello di Lattice prima dell'aumento di capitale, risultando però superiore alla media delle società operanti nel settore. In particolare Italgas, grazie all'elevata capacità di generare dei cash flow stabili, e a investimenti relativamente ridotti, presenta per il 2001 un gearing di 0.27. Il gearing di Gas Natural risulta invece essere pari a 1.15 per quanto riguarda il 2001. Il gearing di Snam Rete Gas risulta essere pienamente sostenibile, e destinato a calare secondo le nostre stime fino a 0.59 nel 2005.

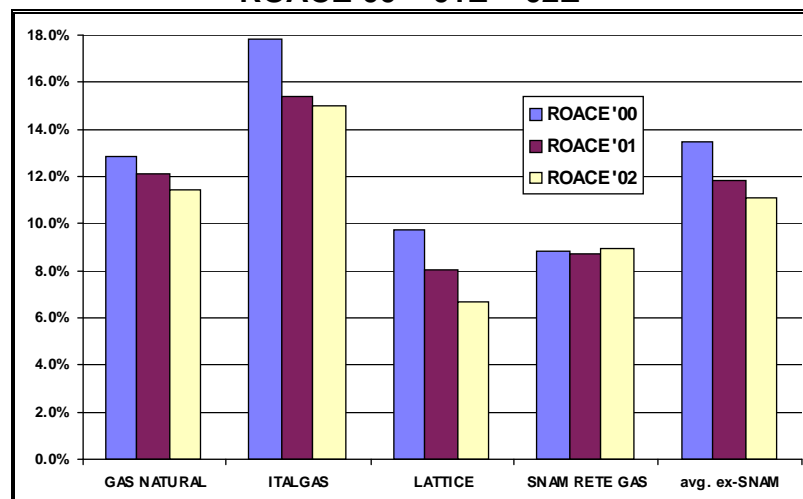
Gearing 01e



Fonte: Stime Actinvest e Consensus
* al prezzo massimo di € 2.92

Il rendimento del capitale investito riconosciuto dall'Authority è pari a 7.94% su base ante-imposte. Per il 2001 prevediamo che il Roace di Snam Rete Gas sarà superiore, attestandosi a 8.7%. Per il 2002 prevediamo un miglioramento del Roace al 9%, che permette alla società di creare valore, essendo superiore al costo del capitale. Il Roace di Lattice risulta essere pari all'8% nel 2001, ed è previsto in diminuzione nel 2002 al 6.7%, valore leggermente inferiore al 7% che è la remunerazione del capitale riconosciuta dall'Authority Inglese.

ROACE 00 – 01E – 02E



Fonte: Stime Actinvest e Consensus

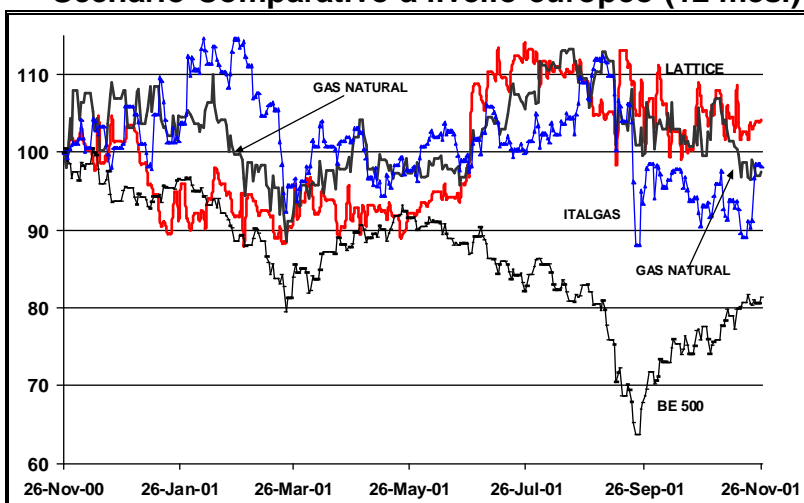
Per quanto riguarda Italgas, stimiamo un Roace del 15.4% per quanto riguarda il 2001, mentre per il 2002 riteniamo che questo indicatore scenderà al 15.1%. Il rendimento maggiore di Italgas si riflette nel rapporto di Price/Book Value, che per il 2001 risulta essere di 2.43x contro 1.06x per Snam Rete Gas (calcolato ad un prezzo di quotazione di € 2.92).

Riteniamo molto interessante la politica di dividendi indicata dalla società. È stato indicato un payout per il 2001 del 100% sugli utili a partire dal 1 luglio, mentre per gli anni successivi il management ha indicato un payout del 65%. Ciò è compatibile con l'elevato livello di autofinanziamento, dati gli investimenti previsti. L'ottima posizione di visibilità degli utili ci porta a stimare un dividendo per il 2001 di € 0.0855, corrispondente ad uno yield del 2.9%. A partire dal 2002 stimiamo un dividendo di € 0.135, che corrisponde ad uno yield di 4.6%. Si tratta di un rendimento che risulta essere superiore a quello garantito dai titoli di Stato a breve. Tale caratteristica rende indicato il titolo per investitori con un profilo di rischio medio-basso, e che fanno affidamento su un flusso costante di dividendi.

Snam Rete Gas prevede, come già indicato, il conferimento di una bonus share per gli investitori non istituzionali, che assegna 10 azioni gratuite ogni 100 possedute, fino ad un massimo di 300 azioni gratuite, per coloro che mantengono il titolo ininterrottamente per un periodo pari a 18 mesi dalla data del pagamento (6 dicembre 2001). Per quanto riguarda la bonus share assegnate ai dipendenti, il massimo scende a 200 azioni gratuite. Ipotizzando che il titolo mantenga la quotazione di partenza, il rendimento offerto da dividendo e bonus share nei primi 2 anni corrisponde a circa il 18%.

Il settore delle utilities presenta delle caratteristiche difensive, che generalmente permettono ai titoli di sovraperformare gli indici di riferimento nei periodo di calo del mercato. Come evidenziato nel grafico di seguito le società operanti settore delle utilities hanno sovraperformato l'indice BE 500, grazie alle caratteristiche difensive tipiche del settore. Riteniamo comunque che in seguito alla ripresa dei mercati gli investitori sposteranno i loro investimenti verso dei settori con prospettive di crescita maggiori.

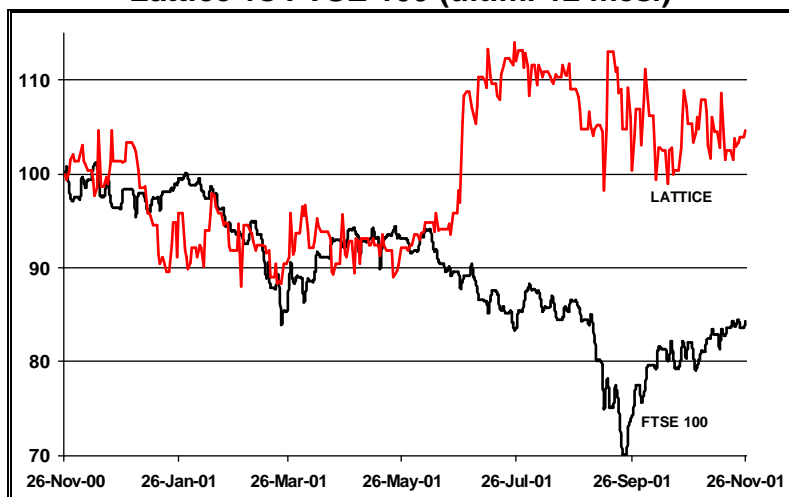
Scenario Comparativo a livello europeo (12 mesi)



Fonte: Bloomberg

Anche altri titoli che operano nello stesso settore, come Gas Natural, e Italgas, hanno presentato nell'ultimo anno dei rendimenti migliori della media.

Lattice vs FTSE 100 (ultimi 12 mesi)



Fonte: Bloomberg

Lattice, il competitor Inglese di Snam Rete Gas conferma quanto sopra descritto. Ha infatti guadagnato il 2.7% negli ultimi 12 mesi, rispetto a una perdita dell'indice di riferimento di oltre il 14%. Riteniamo che, date le incertezze sulla sostenibilità della ripresa dei mercati, il titolo Snam Rete Gas abbia tutte le caratteristiche per poter battere il mercato nel breve periodo.