

# Analisi Snam Rete Gas

## Introduzione

Nonostante l'incremento della tassazione abbia impattato negativamente sugli utili attesi per il 2011, Snam Rete Gas resta un titolo interessante sia dal punto di vista dei fondamentali che del rendimento da dividendi.

## Dati Societari

**Azioni in circolazione:** 3.571,06 mln.

**Capitalizzazione:** 12.005,89 mln. Euro

## Pagella

Redditività : ★★★★★

Solidità : ★★★

Crescita : ★★

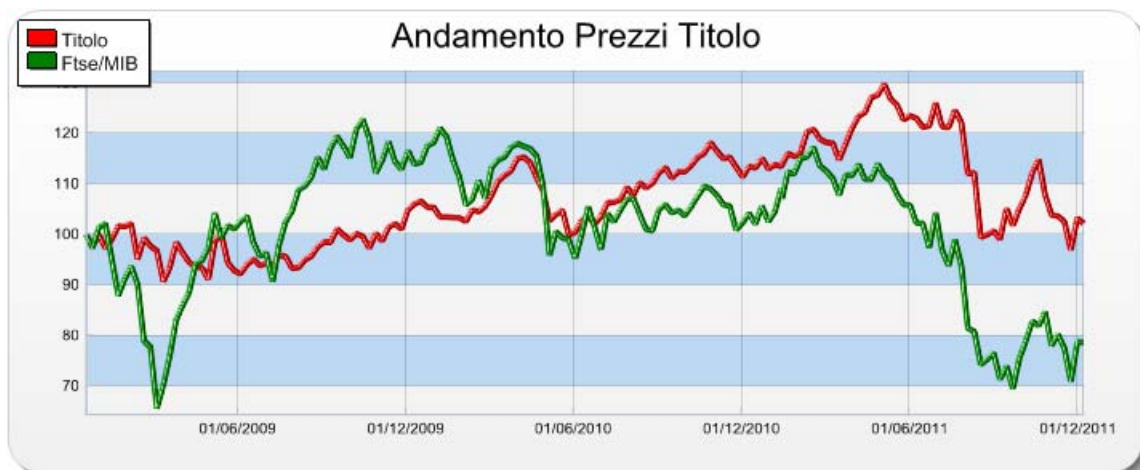
Rischio : ★★★★★

**Rating : BUY**

## Profilo Societario

Snam Rete Gas è la società che gestisce il servizio di trasporto del gas naturale in Italia, con una copertura capillare del territorio nazionale attraverso un sistema di gasdotti che misura complessivamente oltre trenta mila chilometri. La rete è direttamente collegata ai giacimenti, alle linee di importazione e ai centri di stoccaggio che alimentano il sistema gas italiano. Le attività sono interamente focalizzate sul trasporto del gas in Italia e sull'attività di rigassificazione del gas naturale liquefatto importato in Italia, il quale rappresenta uno dei più importanti mercati europei del gas con le più elevate crescita in termini assoluti.

## Analisi titolo Snam Rete Gas



Le azioni Snam Rete Gas fanno parte del paniere FTSE Mib e rientrano nel segmento Blue Chips.

Snam Rete Gas mostra una rischiosità inferiore alla media del mercato (beta minore di 1) determinata dalla presenza in un settore caratterizzato dalla stabilità dei cash flow e dal regime di regolamentazione delle tariffe.

Negli ultimi 3 anni il titolo Snam Rete Gas ha registrato una performance positiva (+2%) contro il -21,3% dell'indice FTSE Mib: il titolo ha contenuto le variazioni sia durante la fase conclusiva della crisi finanziaria del 2008-2009 che nella successiva fase di ripresa ma ha

saputo prolungare quest'ultima raggiungendo nuovi massimi a maggio 2011, successivamente è stato penalizzato, specie nel corso dell'estate perdendo circa il 20% nel solo mese di agosto.

## Dati Finanziari

	2008	Var %	2009	Var %	2010
Totale Ricavi	1910,000	29,21 %	2468,000	42,14 %	3508,000
Margine operativo lordo	1511,000	24,88 %	1887,000	34,61 %	2540,000
Ebitda margin	79,110		76,459		72,406
Margine operativo netto	1022,000	24,66 %	1274,000	46,15 %	1862,000
Ebit Margin	53,51		51,62		53,08
Risultato Ante Imposte	796,000	35,55 %	1079,000	51,81 %	1638,000
Ebt Margin	41,68		43,72		46,69
Risultato Netto	530,000	38,11 %	732,000	51,09 %	1106,000
E-Margin	27,75		29,66		31,53
PFN (Cassa)	6236,000	59,54 %	9949,000	3,94 %	10341,000
Patrimonio Netto	3573,000	59,61 %	5703,000	3,73 %	5916,000
Capitale Investito	9838,000	60,18 %	15759,000	3,83 %	16362,000
ROE	14,83		12,84		18,70
ROCE	10,388		8,084		11,380

## Commento ai dati di bilancio

Nel triennio 2008-2010 Snam Rete Gas ha registrato, grazie anche all'acquisizione di Italgas e Stogit, una crescita dei ricavi dell'83,7% mentre il margine operativo lordo è aumentato del 68,1% in presenza di margini in flessione di oltre 6 punti percentuale. Il risultato operativo è cresciuto dell'82,2% mentre l'utile netto è passato da 530 a 1106 milioni (+108,7%). La redditività del capitale è migliorata sia a livello di ROI, passato dal 10,4% al 11,4%, che di ROE, dal 14,8% al 18,7%. Le acquisizioni effettuate hanno inciso sull'indebitamento finanziario netto, cresciuto di oltre 4 miliardi a 10,3 miliardi ma il debt to equity è rimasto invariato a quota 1,75 grazie all'aumento di capitale effettuato nel 2009.

**Ultimi Sviluppi** : i ricavi dei primi 9 mesi hanno raggiunto quota 2671 milioni di euro (+5,8% sullo stesso periodo del 2010), l'utile operativo è stato di 1466 milioni di euro (+5,8%) mentre l'utile netto è risultato in calo del 33,5% a 550 milioni di euro.

## Comparables

Azienda	P/E	P/BV	Dividend Yield %
Snam Rete Gas	10,80	2,02	7,14%
Terna	8,67	1,93	7,94%

**Commento** : l'unico vero comparable italiano di Snam Rete Gas è Terna, che opera in un regime di regolamentazione simile. Snam Rete Gas risulta più cara di Terna sulla base del rapporto Price/Earnings (Prezzo/Utili) ma va considerato che quest'ultima nel 2010 ha beneficiato di 147 milioni di Euro di plusvalenze in assenza delle quali il multiplo P/E sarebbe stato superiore a 10, a premio anche la quotazione sulla base del Price/Book Value (Prezzo/Valore Contabile), inferiore di quasi un punto il rendimento da dividendi, anche se superiore al 7%.

## Plus e Minus

**Opportunità** : sinergie derivanti dell'integrazione di Italgas e Stogit acquisite nel 2009

**Rischi** : l'addizionale Ires approvata con la manovra di agosto potrebbe essere prorogata oltre il periodo originariamente previsto

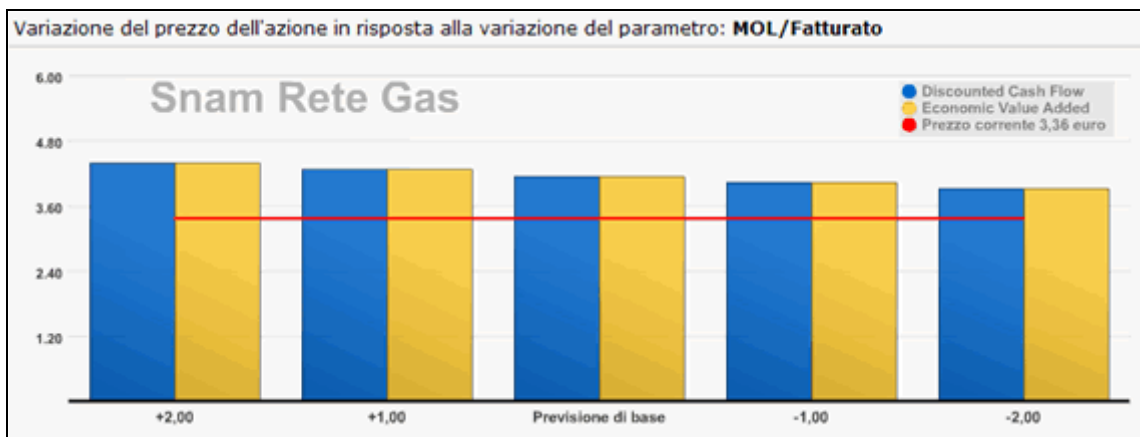
## Ipotesi Valutazione e Sensitivity Analysis

Nell'applicazione del metodo dei flussi di cassa scontati e dell'Economic Value Added si sono ipotizzati:

- una crescita dei ricavi del 5% nel 2011 che si riduce progressivamente al 2% nel triennio successivo per scendere all'1% nel lungo periodo;
- margini sulle vendite in crescita fino al 73% del 2012 ed anni successivi;
- un ROI di lungo periodo del 11,3%

Infine si prevedono un tax rate al 44% nel triennio 2011-2013 e al 38% a partire dal 2014, un costo del debito medio in crescita al 4,5% ed un payout non inferiore all'85%.

I risultati del modello convergono su un valore per azione di 4,14 Euro che tende a crescere (ridursi) di 0,11 Euro per ogni punto in più (in meno) del margine sulle vendite come mostrato nella figura seguente.



## **DISCLAIMER**

Questa pubblicazione (la "Pubblicazione") è stata preparata da Claudio Guerrini (l'"Autore") con l'ausilio del software Step 3+ sviluppato da Evaluation.it Srl.

La Pubblicazione è stata elaborata in maniera autonoma e indipendente e senza la collaborazione della società oggetto di analisi (la "Società") o di altra società alla medesima legata da rapporti di partecipazione o controllo. La Pubblicazione ha scopo meramente informativo e, pertanto (i) non rappresenta, né può essere interpretata come, un'offerta o una sollecitazione ad acquistare, sottoscrivere o vendere prodotti o strumenti finanziari emessi o che saranno emessi dalla Società, o ad eseguire altre operazioni relative a tali prodotti o strumenti e (ii) non deve in alcun modo essere considerata idonea a sostituirsi all'autonomo giudizio di investimento dei potenziali destinatari.

Questa Pubblicazione è destinata alla distribuzione ed all'uso esclusivo delle persone che sono controparti ammissibili o clienti professionali, vale a dire persone che hanno esperienza professionale in investimenti, che sono persone autorizzate o persone esenti ai sensi del Financial Services and Markets Act 2000 e COBS 4.12 del New Conduct of Business Sourcebook del FCA.

Per i residenti in Italia, questo documento è destinato alla distribuzione solo presso i clienti professionali e le controparti qualificate come definite nel Regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modificazioni ed integrazioni. Né Evaluation.it Srl, né alcuno dei suoi soci o dipendenti, ivi incluso l'Autore, garantiscono alcun risultato specifico per quanto riguarda le informazioni contenute nella presente Pubblicazione e declinano pertanto ogni responsabilità, diretta o indiretta, per gli eventuali danni, perdite, costi, spese o minori guadagni derivanti o comunque connessi con i contenuti della medesima. Ogni decisione di investimento/disinvestimento è di esclusiva responsabilità della parte destinataria della Pubblicazione, che è tenuta a svolgere autonome valutazioni sulla Società e sugli strumenti finanziari a cui è fatto riferimento nella Pubblicazione e ad assumere le proprie decisioni di investimento in modo autonomo e senza fare indebito affidamento sui contenuti della Pubblicazione.

Le informazioni, le stime e le opinioni contenute nella presente Pubblicazione si basano su informazioni messe a disposizione del pubblico dalla Società (bilanci annuali e infrannuali, comunicati stampa, presentazioni aziendali, documento di ammissione) o altrimenti disponibili al pubblico in quanto elaborate da siti di informazione finanziaria o dalla stampa periodica.

Nonostante Evaluation.it Srl ritenga che tali fonti siano attendibili, essa non si assume alcuna responsabilità per quanto riguarda la completezza, accuratezza o l'esattezza di tali informazioni e fonti.

Le informazioni, le stime e le opinioni contenute nel presente documento si riferiscono alla data della Pubblicazione e non vi è alcuna garanzia che i risultati e le performance future della Società siano coerenti con tali informazioni, stime e opinioni. Evaluation.it Srl non ha alcun obbligo di aggiornare o modificare la presente Pubblicazione, né di dare avviso del suo eventuale ritiro.

Inoltre, le informazioni, le stime e le opinioni espresse in questa Pubblicazione possono essere soggette a modifiche e/o aggiornamenti, sulla base delle informazioni nuove e/o ulteriori disponibili, senza che ne sia dato avviso ai destinatari. Né la presente Pubblicazione, né alcuna copia di essa, possono essere riprodotti, direttamente o indirettamente, né distribuiti a terzi.

Evaluation.it Srl ha ultimato la Pubblicazione alla data indicata nell'intestazione del presente documento. La Pubblicazione potrà essere oggetto di aggiornamento periodico, con una frequenza che dipenderà dal verificarsi di circostanze di fatto rilevanti (eventi societari, modifiche normative e regolamentari ecc.).

## **CERTIFICAZIONI DELL'AUTORE**

L'Autore che ha predisposto la Pubblicazione, il cui nome è riportato nell'intestazione del presente documento, dichiara che:

- a) le opinioni espresse sulla Società riflettono accuratamente la sua opinione personale, obiettiva ed indipendente;
- b) non è previsto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni ivi espresse;
- c) né l'Autore né qualsiasi altra persona della sua famiglia operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione della Società;
- d) l'Autore non riceve bonus, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basati su specifiche operazioni di investment banking.

## **NOTE METODOLOGICHE**

I Valori (o fair value) comunicati nella Pubblicazione sono basati sui metodi "discounted cash flow" ed "economic value added" nel caso di società industriali e di servizi ed "excess return" e "dividend discount model" per le società bancarie e assicurative. Qualsiasi sia il metodo di valutazione, si sottolinea che vi è il rischio concreto che il prezzo del titolo non si adegui al valore ipotizzato nella ricerca. I principali fattori di rischio includono imprevisti cambiamenti dell'andamento generale dell'economia, dei mercati finanziarie e nello scenario competitivo e nel livello della domanda per i prodotti della Società. Tali cambiamenti possono essere comportati, a titolo di esempio, da cambiamenti nei valori sociali, cambiamenti nei livelli di tassazione, dei tassi di cambio valute o nella regolamentazione. Tutti i prezzi sono riportati come prezzi di chiusura di mercato se non indicato diversamente.

## **RATING STOCK**

I giudizi di "Strong Buy", "Buy", "Hold", "Reduce" e "Sell" si basano sul rapporto tra Valore risultante dall'analisi (V) e Prezzo di mercato del titolo (P) alla data di valutazione (indicata nell'intestazione di questa Pubblicazione). I rating azionari e le valutazioni sono emessi in termini assoluti, non relativi alla performance del mercato.

Casi possibili:

STRONG BUY: rapporto V/P > 1,4;

BUY: rapporto V/P compreso tra 1,15 e 1,4;

HOLD: rapporto V/P compreso tra 0,85 e 1,15;

REDUCE: rapporto V/P compreso tra 0,6 e 0,85;

SELL: rapporto V/P < 0,6;

Il prezzo delle azioni indicato è il prezzo di riferimento del primo giorno di mercato aperto antecedente alla data dell'analisi indicata nell'intestazione di questa Pubblicazione.