

Reuters: SRG.MI
Bloomberg: SRG IM

Utilities

SNAM RG

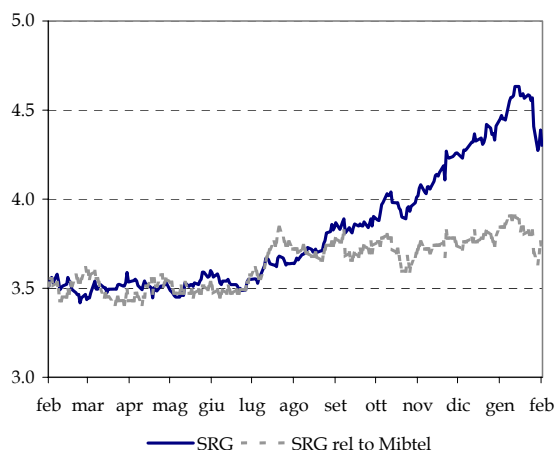
Armando Iobbi
a.iobbi@centrosim.it
+39-02-72261274

Capex pumping, hub dreaming

28 Febbraio 2005

NEUTRAL, LR (SELL, LR)

New Target Price	€ 4.6
Old Target Price	€ 4.3
Price (February 25 th 2005):	€ 4.39
52-Week Range:	€ 4.70 - € 3.43
Market Cap (€ mn):	8,582
Shares out. ord. (mn):	1,955
Last 3 months perf.:	8.2%
Free Float (%):	47.9%



TP DA 4.3 EUR A 4.6 EUR; DA SELL, LR A NEUTRAL, LR. Portiamo il TP su SRG da 4.3 EUR a 4.6 EUR; i risultati 4Q sono in linea con le attese, e l'upside viene dal più aggressivo piano di capex, il cui effetto è comunque parzialmente compensato da una riduzione delle attese sul WACC per il 2° periodo regolatorio. Nella determinazione del TP continuiamo ad incorporare una stima di risk-free al 3.8%, in linea con i valori attuali. La valutazione di SRG (condotta a DCF+RAB) risulta comunque poco sensibile a variazioni del risk-free, visto l'hedging naturale cui gode il titolo sotto questo aspetto.

4Q IN LINEA CON LE ATTESE. I risultati 4Q di SRG sono in linea con le attese, con uno scostamento positivo in termini di Ebitda 4Q del 4% ed un debito netto inferiore alle attese del 2%. Poche conseguenze (2 mln EUR in termini di margini) dai minori volumi rigassificati a Panigaglia (-40%), per via dell'incidente occorso all'impianto LNG di Skikda (Algeria). Il DPS è confermato a 20 cent EUR, anche in questo caso in linea con le attese; SRG avrebbe anche potuto eccedere per migliorare ulteriormente il gearing, ma la crescita del capex produrrà comunque buoni risultati in proposito.

CERTEZZE ATTUALI E POSSIBILITÀ FUTURE. Sta emergendo per SRG la possibilità di appoggiare la transizione del sistema Italia da puro importatore ad hub europeo; stanno qui a nostro avviso le possibilità di crescita del gruppo. Se l'obiettivo è quello di adeguare la rete di trasmissione nazionale soltanto ai bisogni domestici, dopo la nuova ondata di investimenti prevista fino al 2008 ci sarà poc'altro da realizzare, e questo peserà sulla performance di lungo termine del gruppo. Qualora invece l'obiettivo diventasse quello di trasformare il paese da puro importatore ad hub, sarebbero necessari ulteriori forti investimenti nel lungo termine, di cui il gruppo beneficerebbe ampiamente. Questo nuovo scenario arrega vantaggi per tutti (meno che per la G&P di ENI): dai consumatori al sistema industriale, passando per SRG ed i produttori termoelettrici, ed ha già raccolto ampi consensi da parte dell'AEEG; per tali motivi rappresenta una soluzione possibile nel M/L termine, ma le assunzioni qui riportate sono ancora basate su uno scenario di semplice adeguamento della rete di trasmissione nazionale ai bisogni domestici, e quindi prevedono un ristagno del capex negli anni successivi al 2008. La valutazione di SRG sarebbe notevolmente superiore sotto questo scenario, ma riteniamo non esistano ancora sufficienti garanzie a tal riguardo.

Key figures	2003A	2004E	2005E	2006E
Sales (€mn)	1,758	1,780	1,794	1,753
EBITDA (€mn)	1,403	1,454	1,466	1,421
EBIT (€mn)	926	969	972	905
Net profit (€mn)	545	526	530	485
Net profit adj. (€mn)	545	527	530	485
EPS adjusted (€)	0.28	0.27	0.27	0.25
DPS ord. (€)	0.20	0.20	0.20	0.20
P/E adjusted (x)	12.1	16.3	16.2	17.7
Dividend yield (%)	6.0%	4.6%	4.6%	4.6%
Free CF yield (%)	5.0%	2.4%	-1.3%	-3.6%
EV/EBITDA (x)	6.9	7.9	7.9	8.4
EV/EBIT (x)	10.5	11.8	11.9	13.1

L'UPSIDE VIENE DAL PIANO DI CAPEX. L'upside sulla valutazione viene dal piano di capex annunciato sul periodo 2005-2008, pari a 3.5 mld EUR contro stime di 2.95 mld EUR. L'80% dell'importo differenziale verrà indirizzato ad interventi di sviluppo, che amplificano la RAB e godono, nel periodo regolatorio in cui vengono effettuati, di una remunerazione incentivata sia nella componente capacity che in quella commodity. Stimiamo complessivamente una creazione di valore derivante da tale politica per 184 mln EUR, di cui 154 mln EUR derivanti dai maggiori ricavi sulle componenti capacity e commodity, mentre la parte rimanente fa capo al miglioramento del gearing ed all'effetto derivante dalle maggiori imposte differite conseguenti alla crescita degli ammortamenti.

Poco importa se si dovesse creare un eccesso di capacità d'importazione a livello europeo, visto che la remunerazione di SRG è dipendente al 70% circa dalla capacità nominale di trasporto, e non dai volumi effettivamente trasportati. Un minore grado di utilizzo delle strutture verrebbe compensato dalla più alta remunerazione prevista sugli investimenti di sviluppo.

RIDUCIAMO LE ATTESE SUL WACC DEL 2° PERIODO REGOLATORIO. Non si hanno informazioni precise su quando l'AEEG fornirà la struttura tariffaria del 2° periodo regolatorio. A tal proposito confermiamo comunque quanto esposto nel report dello scorso dicembre, ma modifichiamo la stima del risk-free rate, visto che malgrado il recente rialzo, nel periodo i rendimenti sono complessivamente scesi. Portiamo quindi l'attesa sul risk-free dal 4.25% al 4.15%, il che implica portare le attese sul WACC dal 7.38% al 7.26%, come mostrato nella tabella seguente.

WACC trasmissione gas

	1° periodo	2° periodo
Bu	0.56	0.44
Bl	0.73	0.56
rf	2.98%	4.15%
MRP	4.00%	4.00%
Ke	5.90%	6.38%
Kd	3.73%	4.66%
T	40.12%	40.00%
t	35.50%	33.00%
Kd*(1-t)	2.41%	3.12%
D/E	0.48	0.40
D/EV	0.32	0.29
E/EV	0.68	0.71
rpi	0.00%	1.70%
WACC pre tax	7.94%	7.26%

Fonte: AEEG, stime Centrosim

La differenza in termini di WACC è di 12 bps, il che implica a regime minore fatturato e margini per 13 mln EUR, ovvero 3 mln EUR sul 2005, quando la manovra esplica effetti solo per un trimestre.

A tal proposito rileviamo come l'accoglimento da parte del TAR Lombardia dei ricorsi presentati da Italgas e da altri distributori contro la manovra tariffaria sulla distribuzione entrata in vigore lo scorso 1 ottobre rischia di rimettere in discussione tutto il sistema tariffario settoriale. La parola spetta ora al CdS, ma qualora anche questo organismo dovesse confermare l'impostazione del TAR vi sarebbe la necessità di ridefinire, su criteri più soft, le tariffe di distribuzione, ed una eventuale modifica del sistema agirebbe in misura positiva anche sulle attese per il 2° periodo regolatorio di SNAM RG, i

cui parametri del WACC sono stati settati coerentemente con quanto stabilito sulla distribuzione.

ATTESE PIÙ FORTI SUI NUOVI CCGT IN FUNZIONE AL 2008. SRG lascia inalterate le stime sui consumi di gas al 2010, ovvero si parla ancora di 90-92 bcm/y, a fronte però di maggiori attese sul volume di CCGT in funzione entro il 2008 (dai 25 GW dello scorso novembre ai 27 GW attuali). Pensiamo ancora che le assunzioni di SRG sulla dimensione del parco termoelettrico siano eccessive, e risulta poco convincente il discorso sulle autorizzazioni complessivamente rilasciate, che fino ad ora ammonterebbero a 35 GW, visto che diversi operatori presentano progetti plurimi proprio per non vedersi completamente bloccato il piano di espansione qualora si verifici qualche intoppo dal punto di vista delle autorizzazioni. Non mettiamo invece in discussione il volume di consumi indicato al 2010, il quale sembra addirittura conservativo. In particolare, stimiamo che qualora le previsioni di SRG sullo sviluppo del parco termoelettrico risultassero fondate, i consumi al 2010 si attesterebbero ben al di sopra della soglia descritta, anche in ipotesi di stagnazione completa da parte degli altri settori, ovvero del comparto industriale e di quello civile. Un altro appunto è costituito dal fatto che SRG indica che sui nuovi impianti sta considerando un funzionamento complessivo su base annua variabile tra 5K e 5.5K ore, ovvero un load factor fra il 56% ed il 62%. Detto che la maggiore competitività del sistema, con la conversione a carbone di centrali Enel per 5.2 GW implicherà che i nuovi CCGT non opereranno nelle ore notturne, e quindi non potranno assolvere al compito di impianti base load, le assunzioni di SRG appaiono comunque prudenti, in quanto rischiano di mettere in crisi gli economics e la marginalità di questi stessi impianti, per cui se effettivamente ci fosse l'entrata in funzione di tutte le centrali previste da SRG i consumi complessivi di gas al 2010 sarebbero molto più alti del target fornito dalla stessa SRG e da molte altre istituzioni del settore, fra cui l'UP.

ACQUISIZIONI. E' stato confermato l'interesse per Stogit, rispetto alla quale SRG conta di realizzare diverse sinergie, con particolare riferimento alla gestione delle stazioni di compressione ed ai flussi da gestire con la clientela, prevalentemente shipper, ovvero gli stessi operatori che immettono gas nella rete di trasmissione. Restano tuttavia da definire le problematiche connesse alla valutazione della RAB di Stogit ed al prezzo dell'eventuale acquisizione da ENI; su quest'ultimo punto manteniamo le riserve più volte espresse, ovvero un valore d'acquisizione notevolmente a premio sulla RAB. Le stesse considerazioni valgono anche per l'eventuale acquisizione della rete di distribuzione di Italgas.

IMPOSTE DIFFERITE. Anche nel 2004 il gruppo ha effettivamente versato pochissime imposte. Dei 322 mln EUR di imposte complessivamente contabilizzate in P&L, soltanto 22 mln EUR corrispondono ad effettivo esborso, mentre 310 mln EUR fanno riferimento ad imposte differite. Le imposte effettivamente pagate rappresentano quindi il 2.6% della base imponibile. Questo si ripercuote positivamente sulla PFN, che migliora sensibilmente rispetto ad una situazione di assenza di imposte differite. Questa dinamica verrà comunque riassorbita nel medio termine, visto che il valore assoluto delle imposte da pagare è identico, ma cambia soltanto la disposizione temporale dei flussi di cassa; in futuro, ed a parità di condizioni, SRG andrà quindi incontro ad una crescita/minore riduzione del debito netto per via del recupero delle imposte differite. Intanto, tuttavia, la crescita del capex fino al 2008 ripropone le condizioni per registrare ancora nei prossimi anni ulteriori imposte differite ed esborsi effettivi sempre contenuti. Il NPV di questi benefici fiscali è stimato a 158 mln EUR, già comprensivo del maggior valore derivante dalla crescita degli investimenti.

DPS 2005 A 20 CENT EUR. Sul 2005 è stato confermato lo stesso dividendo 2004, ovvero 20 cent EUR. Forse qualcuno si aspettava di più, scommettendo sulla volontà di SRG di apportare ulteriori miglioramenti alla propria leva finanziaria, ma l'impegnativo piano d'investimenti annunciato produrrà comunque buoni risultati in proposito.

Valutazione SRG. Min EUR.

RAB 2009E	13,126
Valore attuale RAB 2009E	10,136
Somma DCF	1,274
EV	11,410
PFN 04A	-2,874
Creazione valore capex	184
Tax shield	158
Equity value	8,878
Per share	4.5
Rimborso tassa siciliana	76
Imposte	29
Valore netto imposte	46
Per share	0.0
Fair value	4.6
Current price	4.39
Upside (Downside)	4.0%

Fonte: stime Centrosim

BASSA SENSITIVITÀ AL RISK-FREE. Per i motivi ripetutamente esposti, SRG (per come è qui valutata, ovvero DCF + RAB per il valore terminale) ha una bassa sensitività alle variazioni del risk free. Questo perché il gap fra il WACC regolatorio e quello effettivo può durare al più un quadriennio, ovvero l'arco temporale di 1 periodo regolatorio. Lo stesso vale per tutti gli altri parametri del WACC. La sensitività del TP risulta di circa 1.3 pp per ogni variazione di 20 bps nel risk-free. Su questo rimandiamo al recente report "Bond Yields & Equity" del 23 febbraio.

SRG: sensitività TP al risk-free

10Y benchmark yield	3.6%	3.8%	4.0%	4.2%	4.4%	4.6%
TP	4.6	4.6	4.5	4.4	4.4	4.3
% chg	1.3%		-1.3%	-2.6%	-3.9%	-5.3%

Fonte: stime Centrosim

EV/Ebitda

	2003A	2004E	2005E	2006E
Transco	7.7	8.9	8.1	7.6
Gas Natural	8.5	9.4	8.4	7.4
Terna		9.1	8.9	8.6
REE	8.4	8.8	9.0	8.4
Enagas	8.7	10.6	9.6	8.6
<i>Mediana</i>	8.4	9.1	8.9	8.4
SRG	6.9	7.9	7.9	8.4
<i>Premio (sconto)</i>	-18%	-13%	-11%	0%

Fonte: Centrosim e JCF

Dividend yield

	2003A	2004E	2005E	2006E
Transco	3.9%	4.6%	5.0%	5.4%
Gas Natural	2.7%	3.1%	3.5%	3.9%
Terna	1.9%	5.1%	5.1%	5.5%
REE	2.8%	3.1%	3.5%	3.9%
Enagas	2.4%	2.7%	3.0%	3.5%
<i>Mediana</i>	2.7%	3.1%	3.5%	3.9%
SRG	6.0%	4.6%	4.6%	4.6%

Fonte: Centrosim e JCF

Income statement (€mn)	2002A	2003A	2004A	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E
Sales	1,747	1,758	1,780	1,794	1,753	1,798	1,832	1,856
EBITDA	1,256	1,403	1,454	1,466	1,421	1,458	1,488	1,509
EBIT	789	926	969	972	905	915	919	923
Pretax profit	619	802	858	865	791	789	783	786
Net income	431	545	526	530	485	484	480	482
Adjusted Net income	440	545	527	530	485	484	480	482
Balance sheet (€mn)	2002A	2003A	2004A	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E
Net Working Capital	-264	-386	-542	-546	-534	-547	-558	-565
Net Fixed Assets	9,288	9,208	9,258	9,516	9,903	10,369	10,638	10,622
Funds	17	19	23	23	23	23	24	24
Net Invested Capital	9,007	8,803	8,693	8,947	9,347	9,798	10,056	10,033
Net Debt	3,556	3,120	2,874	2,988	3,295	3,653	3,822	3,708
Shareholders' equity	5,451	5,683	5,819	5,958	6,052	6,145	6,234	6,325
Minorities	0	0	0	0	0	0	0	0
Financial Liabilities & Equity	9,007	8,803	8,693	8,947	9,347	9,798	10,056	10,033
Cash Flow statement (€mn)	2002A	2003A	2004A	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E
Net income	431	545	526	530	485	484	480	482
Depreciation & amortization	467	477	485	495	516	543	569	586
Change in Net Working Capital	252	122	156	4	-13	14	10	7
Change in Funds and other items	0	2	4	0	-1	1	0	0
Operating Cash Flow	1,150	1,146	1,171	1,030	988	1,041	1,060	1,075
Capex	385	505	574	753	903	1,008	838	570
Dividends	183	313	391	391	391	391	391	391
Free Cash Flow	582	328	206	-114	-306	-358	-169	114
Others	55	108	40	0	0	0	0	0
Net Cash Flow	637	436	246	-114	-306	-358	-169	114
Financial ratios (% , x)	2002A	2003A	2004A	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E
EBITDA margin	71.9%	79.8%	81.7%	81.7%	81.1%	81.1%	81.2%	81.3%
EBIT margin	45.2%	52.7%	54.4%	54.2%	51.6%	50.9%	50.2%	49.7%
Interest coverage	5.0	7.5	8.9	9.1	7.9	7.2	6.8	6.7
Tax rate	30.4%	32.0%	38.7%	38.7%	38.7%	38.7%	38.7%	38.7%
Net profit margin	24.7%	31.0%	29.6%	29.6%	27.7%	26.9%	26.2%	26.0%
ROIC	8.8%	10.5%	11.1%	10.9%	9.7%	9.3%	9.1%	9.2%
ROE	7.9%	9.6%	9.0%	8.9%	8.0%	7.9%	7.7%	7.6%
Debt-to-Equity	0.65	0.55	0.49	0.50	0.54	0.59	0.61	0.59
Payout ratio	72.6%	71.8%	74.3%	73.7%	80.6%	80.9%	81.4%	81.2%
Growth rates (%)	2002A	2003A	2004A	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E
Sales	-2.5%	0.6%	1.3%	0.8%	-2.3%	2.6%	1.9%	1.3%
EBITDA	-3.7%	11.7%	3.6%	0.8%	-3.1%	2.6%	2.1%	1.4%
EBIT	-9.5%	17.4%	4.6%	0.3%	-6.8%	1.1%	0.4%	0.4%
Net income	30.6%	26.5%	-3.5%	0.8%	-8.6%	-0.3%	-0.7%	0.3%
Adjusted Net income	26.3%	23.8%	-3.3%	0.6%	-8.6%	-0.3%	-0.7%	0.3%
Per share figures (€, mn)	2002A	2003A	2004A	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E
Total number of shares (y/e)	1,955	1,955	1,955	1,955	1,955	1,955	1,955	1,955
EPS reported	0.22	0.28	0.27	0.27	0.25	0.25	0.25	0.25
EPS adjusted	0.23	0.28	0.27	0.27	0.25	0.25	0.25	0.25
CEPS	0.46	0.52	0.52	0.52	0.51	0.52	0.54	0.55
BVPS	2.79	2.91	2.98	3.05	3.10	3.14	3.19	3.24
Dividend ord.	0.16	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
Dividend pref.	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Dividend saving	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Market valuation & ratios	2002A	2003A	2004A	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E
Price ord. (current, average)	3.25	3.36	4.39	4.39	4.39	4.39	4.39	4.39
Total Market Cap. (€mn)	6,354	6,569	8,584	8,582	8,582	8,582	8,582	8,582
Enterprise Value (€mn)	9,910	9,689	11,458	11,571	11,877	12,236	12,405	12,290
P/E reported	14.7	12.1	16.3	16.2	17.7	17.7	17.9	17.8
P/E adjusted	14.4	12.1	16.3	16.2	17.7	17.7	17.9	17.8
P/CE	7.1	6.4	8.5	8.4	8.6	8.4	8.2	8.0
P/BV	1.2	1.2	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Dividend yield ord.	4.9%	6.0%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
Dividend yield saving	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Free Cash Flow Yield	9.2%	5.0%	2.4%	-1.3%	-3.6%	-4.2%	-2.0%	1.3%
EV/EBITDA	7.9	6.9	7.9	7.9	8.4	8.4	8.3	8.1
EV/EBIT	12.6	10.5	11.8	11.9	13.1	13.4	13.5	13.3

ANALYST CERTIFICATION

Io sottoscritto, **Armando Iobbi**, certifico che le opinioni espresse sulle società menzionate nel presente documento rispecchiano le mie personali opinioni, e che nessuna diretta o indiretta ricompensa è stata, né verrà ricevuta, a seguito delle suddette opinioni espresse.

Il presente documento è stato redatto da Centrosim, Società di Intermediazione Mobiliare iscritta al n. 32 dell'albo di cui all'art. 20 comma 1 del D. Lgs n. 58/98 (delibera Consob n.11761 del 22/12/98), in conformità a quanto previsto dall'art.69 del Regolamento Consob n. 11971/99 e successive modifiche e della Comunicazione Consob n.1029755 del 20 aprile 2001.

Centrosim non ha specifici interessi riguardo all'emittente, agli strumenti finanziari o alle operazioni oggetto di analisi; le notizie e i dati utilizzati nel presente documento, provengono da informazioni fornite al pubblico dalla società in oggetto e/o da altra documentazione di pubblico dominio. Centrosim SpA non risponde dell'accuratezza, completezza, precisione e imparzialità di tali dati e notizie. Il presente documento è stato redatto in via autonoma e indipendente e senza la collaborazione della società oggetto di analisi ovvero di società ad essa collegate da un rapporto di partecipazione o di controllo. Il presente documento è stato redatto da un analista finanziario dell'ufficio Equity Research Department di Centrosim SpA il cui nominativo è ivi indicato. In nessun caso la società e l'analista, in qualità di autore dello studio, potranno essere ritenuti responsabili (per colpa o altrimenti) per danni derivanti dall'utilizzo delle informazioni ovvero opinioni in esso riportate. Il presente documento ha esclusivamente finalità informative e non può essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi, né pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi finalità. Questo documento non costituisce proposta di acquisto, né intende sollecitare l'acquisto o la vendita dei titoli in oggetto. I destinatari del presente documento sono vincolati ad osservare le limitazioni sopra riportate.

Le versioni italiana ed inglese di questo studio sono state distribuite tramite posta elettronica e fax a partire dalla data indicata sul documento a circa 400 investitori professionali italiani ed esteri. Il documento è disponibile in formato elettronico sul sito Internet di Centrosim, nella sezione accessibile esclusivamente tramite password ad investitori istituzionali italiani ed esteri.