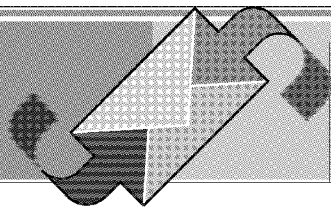


LETTERA AL RISPARMIATORE
ENEL: IL NO AL NUCLEARE



L'EBITDA
20 miliardi
Il target del piano al 2015
dai 17 miliardi del 2010

IL DEBITO
37 miliardi
L'obiettivo per aspirare
alla doppia A del rating

Lo stop all'atomo in Italia non ferma la crescita del gigante elettrico

Il «piano B» sul territorio nazionale punta sulle prestazioni equivalenti del carbone pulito

di **Antonella Olivieri**

Anche se l'amministratore delegato dell'Enel, Fulvio Conti, ancora se ne rammarica, non è una catastrofe nucleare per il gruppo lo stop all'atomo ribadito dall'ultimo referendum. Il gigante elettrico tricolore è già sul pezzo, con le 11 centrali in funzione (e le due in costruzione) tra Slovacchia, Francia e Spagna e una capacità installata di 5.349 megawatt sul totale di 97.824 di tutte le tecnologie.

L'Enel ormai da tempo - e soprattutto dopo l'acquisizione di Endesa - non è più concentrata solo sull'Italia che, con una capacità installata di 40.518 mega, rappresenta meno della metà di ricavi e utili del gruppo. Il mancato avvio dei lavori per il primo impianto nucleare nella Penisola - che era previsto all'inizio del 2014 - avrà l'effetto, nell'orizzonte del piano al 2015, di "liberare" 500 milioni di risorse, che saranno destinate al rafforzamento della produzione tradizionale o alla riduzione del debito, una priorità quest'ultima che da quest'anno potrà far conto solo sulla capacità del gruppo di generare cash-flow e non più su operazioni straordinarie.

Il piano B, alternativo al nucleare, punta sul "carbone pulito", con la centrale di Civitavecchia già in funzione e la contrastata conversione del vecchio impianto di Porto Tolle. Proprio per la sua posizione, nel mezzo del parco del delta del

Po, l'operazione è stata oggetto di una controversia (con risvolti anche giudiziari), che ora dovrebbe essere superata con il promesso adeguamento del regolamento della Regione Veneto alla legge nazionale, la quale stabilisce limiti assoluti alle emissioni inquinanti.

Al di là delle complesse e stringenti normative sull'impatto ambientale che l'Enel è comunque impegnata a rispettare (le nuove tecnologie consentono di consumare meno carbone riducendo di conseguenza le emissioni, mentre si sta sperimentando anche il modo di "catturare" CO₂ in maniera economicamente efficiente), il carbone offre prestazioni equiparabili al nucleare perché, a sostanziale parità di costo, permette il massimo sfruttamento degli impianti. Il costo del megawattora che è di 60 euro per l'energia atomica è infatti di 55-60 euro per gli impianti che utilizzano il fossile, contro i 70-75 euro del gas, gli 80 dell'eolico e i 300 del fotovoltaico. Delle 8760 ore di un anno, un impianto nucleare le lavora quasi tutte, circa 8 mila, un impianto a gas o a carbone un po' meno - 6.500-7 mila -, a energia eolica 2 mila-2.500 (in Italia) e a energia solare (sempre in Italia) tra le mille e le 1.500 ore.

Certo, col nucleare che ha impatto zero per emissioni (ma ha il problema delle scorie

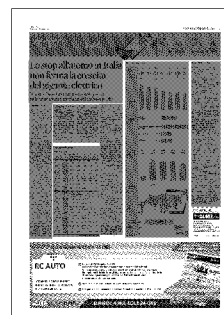
radioattive), si guadagnerebbe in autosufficienza, considerato che oggi si importa circa il 90% delle "materie prime" per l'energia, facendo dell'Italia, insieme al Giappone, il Paese più dipendente dagli approvvigionamenti dall'estero. Ma in Europa anche la Germania ci ha ripensato, favorendo indirettamente, con la recente presa di posizione, anche un gruppo come l'Enel. Perché la Germania dovrà importare più energia dai Paesi confinanti (e l'Enel è nella vicina Slovacchia col nucleare) e far ricorso ad altre materie prime, come del resto il Giappone dopo l'incidente di Fukushima, con la conseguenza di contribuire a riequilibrare per esempio il prezzo del gas, oggi condizionato da un eccesso di offerta, a beneficio anche di una compagnia come quella italiana che è posizionata proprio sul gas per un quarto della sua capacità installata.

Per l'aspetto finanziario, i 500 milioni di investimenti spesi sarebbero solo una goccia nel mare se fossero utilizzati per alleggerire il debito che, a livello di posizione finanziaria netta, è lievitato dagli 11,7 miliardi del 2006 ai 55,8 del 2007, per scendere, a colpi di dismissioni, ai 45 miliardi di fine 2010. Ora, l'obiettivo del piano al 2015 è di continuare a crescere, riducendo il debito a 37 miliardi a fine periodo in modo da pilotare il livello net debt/Ebitda a 1,8 volte, cosa che potenzialmente, al netto del rischio-Paese, po-

trebbe qualificare per la doppia A il merito di credito dell'Enel.

Con la generazione di cassa, l'Ebitda dovrebbe salire dai 17 miliardi del 2010 a 20 nel 2015, considerato che 31 miliardi serviranno per gli investimenti, 14 per pagare gli oneri finanziari e 19 per i dividendi, lasciando un cuscinetto di 9-10 miliardi utili ad abbattere il debito. Per le cedole è confermata la politica di un pay-out al 60%: se le promesse saranno mantenute, gli utili aumenteranno di un miliardo, passando dai 4,5 miliardi dello scorso anno ai 5,5 di fine periodo.

Il titolo conserva una connotazione da cassettista, con un rendimento sul dividendo dell'ordine del 6%, anche se la relativa sottovalutazione rispetto al settore - il multiplo Ev/Ebitda segnala oggi uno sconto superiore al 20% rispetto ai competitor - potrebbe lasciar sperare in un recupero dei corsi, condizionato al fatto che non peggiori la percezione complessiva dell'Italia sui mercati. Resta ancora lontano però il recupero del prezzo dell'esor-



dio in Borsa, a fine '99 che, considerate le operazioni intervenute nel frattempo sul capitale, è calcolabile in 7,58 euro per azione, rispetto alle ultime quotazioni di 4,5 euro. Se può consolare, grazie ai dividendi incassati, il total return dall'Ipo è comunque superiore al 30%.

Domande & risposte

❶ Come si ricordano le attuali quotazioni di Borsa dell'Enel al prezzo iniziale dell'Ipo?

Enel è stata collocata sul mercato - il debutto in Borsa è datato 2 novembre '99 - al prezzo di 4,3 euro. Nel frattempo, il 9 luglio 2001, con un'operazione che tecnicamente si definisce "reverse stock split", è avvenuto il raggruppamento delle azioni in ragione di 2 a 1: l'equivalente del prezzo dell'Ipo è diventato perciò 8,6 euro. Successivamente, l'8 luglio 2009, è stato completato un aumento di capitale da 8 miliardi. Applicando il relativo fattore di rettifica (0,881498) il prezzo dell'Ipo si "traduce" oggi in 7,58 euro.

❷ Quanto ha reso il titolo da allora?

Anche se il valore iniziale non è ancora stato recuperato, considerando anche i dividendi incassati dal 2000 (nell'ipotesi di reinvestimento delle cedole nel titolo Enel), il guadagno complessivo è stato del 31,5% (ai prezzi del 29 giugno). Dal completamento dell'aumento di capitale del 2009, il total return è stato del 55,4%, da inizio 2010 del 21,8%, da inizio anno del 22,6 per cento.

❸ Come è composto oggi l'azionariato?

Il 31,2% del capitale fa capo al Tesoro, il 37% è nei portafogli degli investitori istituzionali, il 31,8% in mano ai risparmiatori. Della parte istituzionale, oltre un quinto è rappresentato da investitori nord-americani, il 16% da investitori del Regno Unito, più del 15% da investitori italiani. Anche la componente retail è una risorsa importante per il gruppo, come confermato recentemente dal successo del collocamento di Enel Green Power, grazie proprio alla domanda dei risparmiatori. Anche in occasione della massiccia ricapitalizzazione del 2009 la risposta del retail era stata positiva: l'85% degli azionisti individuali aveva aderito all'aumento.

❹ Quale è stata l'evoluzione del debito del gruppo?

Nel 2007 Enel aveva debiti netti per 55,8 miliardi, un salto notevole rispetto agli 11,7 miliardi del 2006, dovuto all'acquisizione del 67% della spagnola Endesa e del 37,15% della russa OGK-5 per un totale di 42,6 miliardi. A fine 2008 l'indebitamento netto cala a 49,96 miliardi, grazie in particolare alle cessioni di Endesa Europe e Viesgo per un totale di 8,4 miliardi, parzialmente controbilanciate dall'acquisizione di un ulteriore 22,65% di OGK-5 e di Muntenia per un totale di 1,24 miliardi. Con l'acquisto di un ulteriore 25% di Endesa per 11,9 miliardi, l'aumento di capitale da 8 miliardi e disinvestimenti per 3,2 miliardi, l'indebitamento netto nel 2009 si attesta a 50,87 miliardi. La generazione di cassa (17,5 miliardi), l'Ipo di Egp (2,4 miliardi), la cessione della rete ad alta tensione e rete gas di Endesa (2,2 miliardi) hanno permesso di abbassare il livello del debito a 44,9 miliardi nel 2010. Il target al 2015 è di 37 miliardi.

I numeri dell'energia

Dati in milioni di euro

	Enel	Iberdrola	Edf	E.On	Gdf	Rwe
Conto economico						
2010						
Fatturato	71.943	30.431	65.165	92.863	84.478	50.722
Mon	11.334	4.830	7.917	6.532	8.795	6.507
Risultato corrente	8.150	3.569	4.020	6.828	6.838	4.978
Risultato netto degli azionisti	4.390	2.871	1.020	5.853	4.616	3.308
Mon/Fatt %	15,8	15,9	12,1	7,0	10,4	12,8
2009						
Fatturato	62.171	25.892	59.140	79.974	79.908	46.191
Mon	10.418	4.509	8.816	6.429	8.347	7.326
Risultato corrente	7.788	3.432	5.566	6.447	6.799	5.689
Risultato netto degli azionisti	5.395	2.824	3.902	8.420	4.477	3.571
Mon/Fatt %	16,8	17,4	14,9	8,0	10,4	15,9
Stato patrimoniale						
2010						
Patrimonio netto	53.545	31.663	36.903	45.585	70.718	17.417
Debiti Finanziari	63.648	31.819	47.777	32.491	47.238	19.810
Attivi immateriali	39.071	18.223	16.644	22.658	40.347	17.350
Liquidità	5.164	2.102	14.114	7.840	13.009	5.672
CN tang. in % dei DF	22,7	42,2	42,4	70,6	64,3	0,3
2009						
Patrimonio netto	44.353	29.030	34.667	43.986	65.527	13.717
Debiti Finanziari	66.301	30.912	53.868	37.777	42.272	20.146
Attivi immateriali	34.403	18.043	19.105	25.566	39.409	17.320
Liquidità	4.267	1.402	11.717	5.932	12.004	6.364
CN tang. in % dei DF	15,0	35,5	28,9	48,8	61,8	-17,9

Analisi su dati R&S e Il Sole 24 Ore

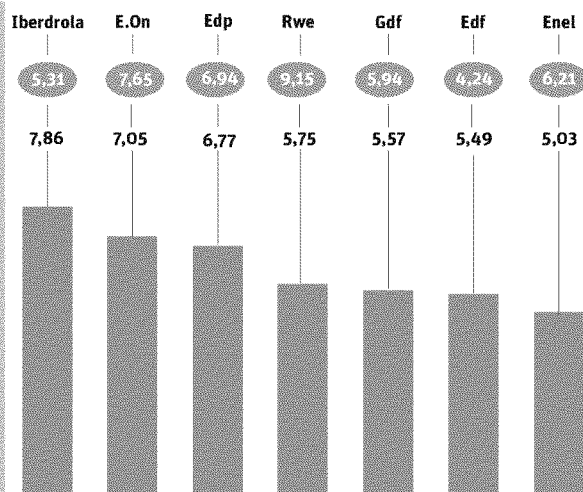
Panoramica sull'Enel



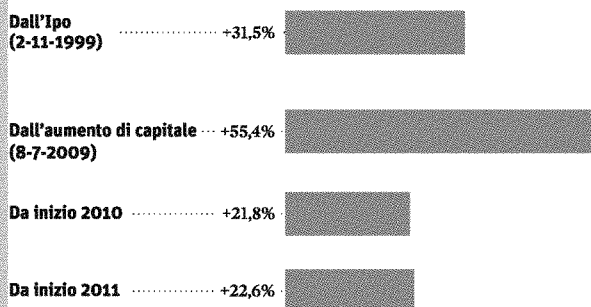
I multipli di Borsa dell'Enel e dei suoi concorrenti

Ev/Ebitda 2011

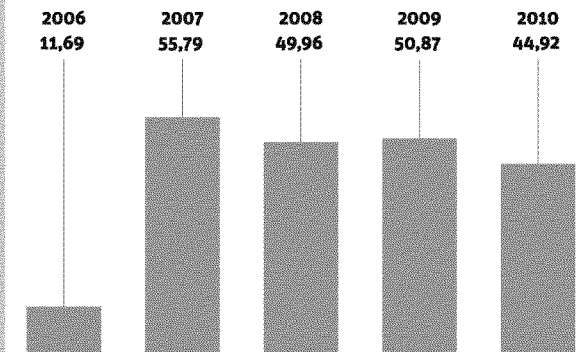
Dividend yield



Total return
Dati aggiornati
al 29-6-2011



Evoluzione del debito netto dell'Enel
In miliardi di euro

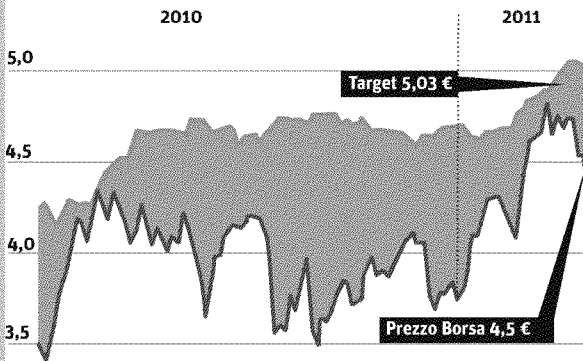


Andamento titolo e target price

Target price

Prezzo

Fonte: Bloomberg



I giudizi degli analisti

Fonte: Bloomberg

