

di Isidoro Lucciola

**E**ni è un società unica. Per tradizione ha un'anima e legami verso l'Italia che non ha confronti. Qualcosa di simile si può trovare nel rapporto che lega il Monte Paschi a Siena, una banca che dal 1472 è tutt'uno con il territorio d'origine.

Fedele alla visione e al coraggio di Enrico Mattei, dal 1953 la storia del cane a sei zampe è diventata parte integrante dello sviluppo italiano. Ha garantito l'energia per la ricostruzione e il boom economico, ha creato il mercato europeo del gas, ha innovato le relazioni tra paesi produttori e oil company anticipando le attuali regole di mercato, detiene praticamente tutti i più ardui record tecnologici dell'industria, è diventata il sector leader della sostenibilità per il suo approccio rispettoso degli stakeholder.

Da quando nel 1995 Eni è stata quotata alla borsa italiana e al New York stock exchange ha creato valore per i suoi azionisti. La capitalizzazione è passata dai 21 miliardi di euro del 1995 ai circa 73 miliardi di oggi. Il total shareholder return dal 1995 è stato superiore al 16% annuo. Un'ottima performance per l'azionariato, la cui composizione vede il 20,3% del capitale detenuto dallo Stato italiano, il 9,9% dalla Cassa depositi e prestiti e il 9,6% dall'Eni stessa. Dividendi pari a circa il 50% degli utili distribuibili, hanno sempre assicurato rendimenti tra i più elevati del settore. Basti dire che dalla privatizzazione dell'Eni lo Stato italiano ha incassato complessivamente 30 miliardi, cui vanno aggiunti 9 miliardi di dividendi e 19 miliardi di imposte.

**La crescita del valore** delle azioni è andata di pari passo con i successi strategici e operativi, segnati dall'incremento della produzione (da meno di 1 milione di barili al giorno del 1995 agli 1,8 milioni del 2008) e delle riserve (da 4,3 miliardi di barili nel 1995 ai 6,6 miliardi del 2008). Oggi Eni è un'impresa integrata nell'energia che impiega direttamente 79 mila persone presenti in circa 70 paesi, dove spesso conta di più della diplomazia italiana. (Paolo Scaroni, l'attuale amministratore delegato, confessa di essersi sentito trattato più volte come un capo di Stato).

L'Eni dei primi anni ha vinto la sfida di trovare il petrolio e il gas naturale in campi secondari scartati dalla major, creando una cultura d'impresa speciale che l'ha portata a essere la sesta società petrolifera per dimensioni.

Anche i conti sono progressivamente migliorati. Nel 2008 il totale dei ricavi è stato di circa 108 miliardi di euro, con un flusso di cassa netto da attività di esercizio di circa 21 miliardi e un risultato netto di circa 8,8 miliardi. Al 31 dicembre l'indebitamento ammontava a 18,4 miliardi, cresciuto

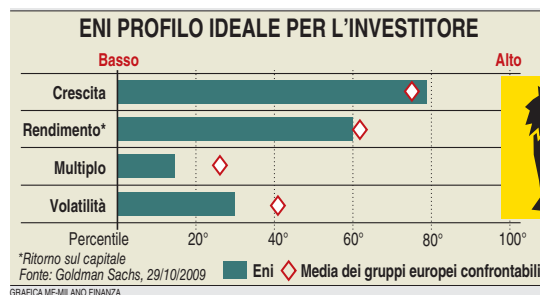
**ENI** L'azione del fondo americano Knight Vinke, che da mesi chiede al Tesoro il break up del gruppo per rafforzare la quotazione del titolo in borsa, provoca alcune riflessioni. Che però vanno in direzione contraria

## Vietato smembrare il cane

### Iraq, Scaroni mette radici nel maxipozzo

L'Eni mette radici in Iraq per almeno vent'anni assicurandosi il megagiacimento petrolifero di Zubair da 4 miliardi di barili. Venerdì 22 gennaio il colosso guidato da Paolo Scaroni ha firmato con il governo iracheno il contratto definitivo per conto del consorzio guidato appunto dall'Eni (32,81%), cui partecipano l'americana Occidental Petroleum (23,44%), la coreana Kogas (18,75%) e Missan Oil Company (25%), una delle compagnie di Stato irachene. La durata del contratto è di 20 anni e prorogabile a 25 e comporterà per il consorzio investimenti per 20 miliardi di dollari. L'altra compagnia statale irachena, la South Oil Company, fornirà invece soprattutto il personale per i lavori sul posto. L'obiettivo di produzione per il giacimento è di 1,2 milioni di barili al giorno, con un incremento di oltre 1 milione di barili rispetto a oggi. Il nuovo target dovrebbe essere raggiunto, secondo le previsioni, «in manie-

ra progressiva nell'arco dei prossimi sei anni e successivamente mantenuto per ulteriori sette anni», come indicato in una nota dell'Eni. L'accordo con l'Iraq prevede, tra l'altro, che «il consorzio riceverà 2 dollari a barile sulla produzione incrementale, una volta raggiunto un aumento produttivo del 10% rispetto al livello di produzione corrente, di circa 200 mila barili al giorno». Le spese sostenute dal consorzio saranno recuperate attraverso un meccanismo di cost recovery. «Lo sviluppo di Zubair, uno dei più grandi giacimenti al mondo», è spiegato nella nota della compagnia italiana, «contribuirà in modo sostanziale a far sì che l'Iraq diventi uno dei maggiori player nel mercato petrolifero mondiale». Secondo Scaroni, «la firma del contratto è il risultato dell'impegno dell'Eni a diventare partner di lungo termine per lo sviluppo dell'industria petrolifera irachena». (riproduzione riservata)



upstream dipendono in gran parte dal prezzo del greggio che nel solo 2008 è oscillato fra 30 e 140 dollari per barile. Che ne sarebbe di euro creati da spezzatini proposti dal fondo Knight Vinke se i multi-

pli del settore upstream dovessero invertire la rotta? Se si entrasse stabilmente in una fase di prezzi bassi del greggio come avvenuto negli anni Novanta, a fronte di investimenti di produzione mostre avviati in questi ultimi anni per sviluppare campi in condizioni ambientali difficili, le oil company agognerebbero il cash flow più stabile delle attività downstream stile utility. Già oggi il consensus attribuisce a E&P circa il 60% del valore complessivo di Eni e a G&P circa il 25%, nonostante la differenza nella redditività operativa delle due divisioni.

a 20,5 miliardi a fine settembre 2009. Se un rimprovero può essere mosso all'attuale vertice è di essere stato fin troppo generoso nei confronti degli azionisti, a discapito dell'attività aziendale. Di recente il fondo americano Knight Vinke ha insistito, anche attraverso lettere aperte pubblicate sui quotidiani, nel perorare la causa di uno smembramento dell'Eni, sostenendo che le singole parti alla fine varrebbero più della loro somma. Ecco perché invece non ha senso smembrare Eni.

**1) Il Tesoro e la Cdp**, che insieme detengono il 30% del capitale, sono azionisti soddisfatti. Per un paese con forte dipendenza energetica, è strategico mantenere alto il potere negoziale della società. La capacità di interfacciarsi con i paesi produttori come impresa integrata attiva nel

petrolio e nel gas naturale, nella generazione e commercializzazione di energia elettrica, nella petrolchimica e nell'ingegneria e costruzioni, offre opportunità di negoziare al meglio sia con partner storici come Gazprom e Sonatrach che con quelli nuovi.

Chi non ha un interesse strategico a vendere la propria quota, è poco interessato al valore della quota stessa nel breve termine, soprattutto se per ottenere rivalutazioni derivanti dall'applicazione di diversi multipli finanziari alle stesse attività si rischia di indebolire strutturalmente la società. Solo questa motivazione chiuderebbe la partita aperta dal fondo Knight Vinke.

**2) La struttura conglomerata** di Eni, che il management più correttamente definisce singola, è di fatto una oil & gas company con altre attività che ne mitigano il rischio. Infatti, la divisione E&P (Exploration &

Production) nel 2008 ha generato il 78% dei profitti operativi, mentre la divisione G&P (Gas & Power), che controlla anche il 51% di Snam Rete Gas, utility operante nel settore dei business regolati, circa il 16%. I multipli di valutazione sugli utili operativi del settore upstream sono più alti di quelli downstream, anche perché è maggiore il rischio industriale. Come pure negli ultimi due anni è stata più che doppia anche la volatilità delle società quotate dei due settori. I multipli del settore

**3) Il petrolio e il gas naturale** sono materie prime altamente finanziarizzate e il loro prezzo dipende anche da fattori estranei all'economia reale e alla produzione. I cicli economici di medio periodo e l'esperienza insegnano che non è saggio determinare strategie sulla base delle mode finanziarie o delle letture degli analisti di borsa. La maggioranza degli azionisti di società come Eni non apprezzeranno il management se le loro decisioni fossero ispirate dalle sirene della borsa e non da solide strategie industriali, in quanto premiano la capacità di generazione di cassa sostenibile nel tempo e non ragionano come hedge fund.

**Pur non condividendo** la logica del break-up proposto dal fondo Knight Vinke e dando pieno credito alla visione e alle tesi di Scaroni,

bisogna però ammettere che Eni è sottovalutata rispetto ai principali concorrenti. Goldman Sachs a fine ottobre 2009 evidenziava per Eni capacità di crescita e redditività pari alla media del settore, minore volatilità dell'azione e multipli di valutazione nella media più bassi. Nello stesso periodo la sottovalutazione dell'Eni rispetto alle altre oil company era di circa il 20%.

Ma il punto che incide sulla valutazione non è lo status di conglomerata, come sostiene Knight Vinke, bensì il maggior indebitamento di Eni rispetto alle altre oil company in una fase di elevati investimenti previsti per aumentare la produzione e ricostruire le riserve. Indebitamento pari a circa una volta il margine operativo lordo atteso nel 2009, preoccupante in prospettiva in quanto potrebbe ridurre la flessibilità strategica e operativa dell'Eni in uno scenario di prezzi petroliferi bassi. A settembre 2009 l'agenzia di rating Standard & Poor ha peggiorato le sue prospettive portandole a negative e non escludendo di poter tagliare nel 2010 di un grado il rating sul debito a lungo oggi pari a AA-. Nell'attuale scenario di mercato, che determina nel breve termine pressioni sulla redditività e sulla capacità di generazione di cassa della società, per migliorare il profilo dell'indebitamento a Eni non resta che valutare dismissioni parziali o totali.

**In questa ottica, ma non** con le stesse finalità del fondo Knight Vinke, alcune operazioni potrebbero essere approfondite. Per esempio, la cessione delle partecipazioni Eni nei gasdoti internazionali a Snam Rete Gas per creare il leader in Europa nelle infrastrutture di trasporto del gas naturale, una utility a basso rischio operativo in grado di sopportare quasi per intero l'indebitamento dell'Eni. Naturalmente si dovrebbe poi procedere al deconsolidamento di Snam Rete Gas, ispirandosi eventualmente al modello Terna, che tutela in modo soddisfacente gli interessi nazionali. All'Eni rimarrebbe nel settore downstream la produzione e vendita di energia elettrica, che genera significativi cash flow e vale oggi circa il 50% della divisione G&P. Senza il peso dell'indebitamento, che influisce sulla valutazione in funzione del maggior rischio in scenari di mercato non definiti, il gap di valutazione sarebbe colmato senza penalizzare la capacità di distribuzione di dividendi. (riproduzione riservata)

[www.milanofinanza.it/eni](http://www.milanofinanza.it/eni)