

## Italgas

La società, rinnovata nella struttura e focalizzata verso obiettivi di sviluppo strategico, vede nelle future assegnazioni di concessioni per la distribuzione del gas una importante opportunità di crescita per rafforzare la presenza sul mercato domestico, dove attualmente detiene una quota pari al 34%. Inoltre prevede significativi investimenti per continuare l'ammodernamento della rete ed ottenere maggiori ritorni in termini economici e di efficienza operativa.

Italgas è attiva nella distribuzione del gas naturale con una rete che si estende complessivamente per 65 mila chilometri. La società opera in un settore regolamentato dall'Autorità per l'Energia Elettrica, il Gas e il Sistema Idrico, che definisce sia le modalità di svolgimento del servizio sia le tariffe di distribuzione e misura.

I risultati dei primi 9 mesi 2017 confermano il positivo trend di crescita intrapreso sin dai primi mesi dell'anno grazie all'implementazione dei processi di razionalizzazione e di riorganizzazione societaria, di disciplina dei costi operativi e di ottimizzazione finanziaria. Tutti i principali indicatori economici mostrano una crescita a doppia cifra, in particolare il Margine Operativo Lordo (EBITDA), che cresce del 20%, e l'utile netto che aumenta del 28%.

I risultati economici e finanziari conseguiti rafforzano la possibilità di raggiungere gli obiettivi indicati per fine anno: ricavi a 1,1 mld di euro, EBITDA a 740-750 mln e RAB (Regulatory Asset Base) a 5,8 mld di euro, con un rapporto Debito/RAB del 62%.

Il piano di Italgas prevede investimenti tra i più significativi nel panorama di riferimento italiano sull'attuale perimetro di gestione, oltre a risorse da dedicare all'acquisizione di nuove concessioni. La società ha messo a punto un piano di rifinanziamento attraverso l'emissione di un prestito obbligazionario a medio/lungo termine che le consente di avere un basso costo del debito, destinato a finanziare in particolare l'installazione dei nuovi contatori intelligenti, cosiddetti *smart meter*.

Il valore di Italgas è aumentato molto nell'ultimo periodo: +20% circa da fine giugno e +55% nell'ultimo anno. Pertanto, pur apprezzando la società da un punto di vista della solidità dei risultati raggiunti e della buona visibilità del business, ai prezzi correnti l'upside appare limitato sulla base dei multipli di società comparabili. Avviamo pertanto la copertura del titolo con un giudizio Neutrale. Evidenziamo comunque che Italgas offre un interessante *dividend yield* con buone possibilità di mantenimento nel medio periodo.

1 dicembre 2017

14:22 CET

Data e ora di chiusura

1 dicembre 2017

14:30 CET

Data e ora di prima diffusione

Azioni

Inizio copertura

Intesa Sanpaolo  
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per Investitori  
privati e PMI

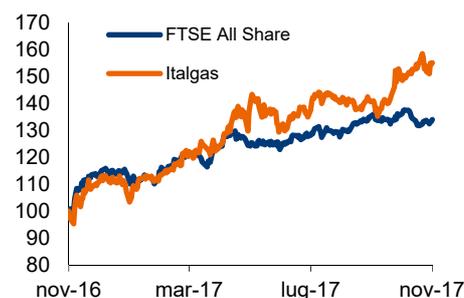
Ester Brizzolaro  
Analista Finanziario

### Scheda società

Dati società	
N. azioni ordinarie (mln)	809,1
Prezzo (euro)	5,32
Dati Mercato	
Capitalizzazione (mln di euro)	4.304
Max-Min a 12 mesi (euro)	5,40-3,20
Altre informazioni	
Settore	Utility
Rendimento	
Ultimo dividendo (euro)	0,20
Rendimento dividendo (%)	3,80

Fonte: Bloomberg

### Performance vs. FTSE All Share (ultimo anno)



Fonte: Bloomberg

### Performance %

	Assoluta	Relativa FTSE Italia All Share
1m	3,81m	5,7
3m	10,13m	5,6
12m	54,612m	21,3

Fonte: Bloomberg

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 29.11.2017.

Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

## Profilo societario

### Descrizione attività

Italgas è il più importante operatore in Italia nella distribuzione del gas naturale e il terzo in Europa. Direttamente o attraverso le proprie partecipate gestisce una rete di distribuzione che si estende complessivamente per oltre 65.000 chilometri attraverso la quale, nel corso dell'ultimo anno, ha distribuito circa 8 miliardi di metri cubi di gas a 7,4 milioni di utenze (i dati includono le società partecipate).

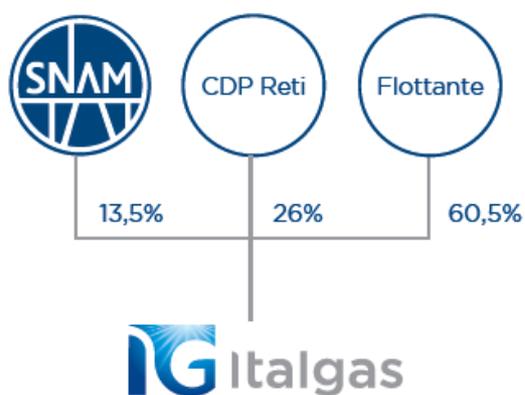
Il titolo Italgas è tornato in quotazione sul listino italiano il 7 novembre 2016 dopo un'assenza di 13 anni. La quotazione è nata da una separazione da Snam in virtù della quale entrambe le Società sono rimaste all'interno dell'indice FTSE/MIB, ognuna focalizzata sul proprio *core business* operativo.

### Azionariato e struttura societaria

La composizione azionaria vede come primo azionista CDP Reti con il 26%, seguita da Snam con il 13,5%. La parte rimanente, pari al 60,5% costituisce il flottante.

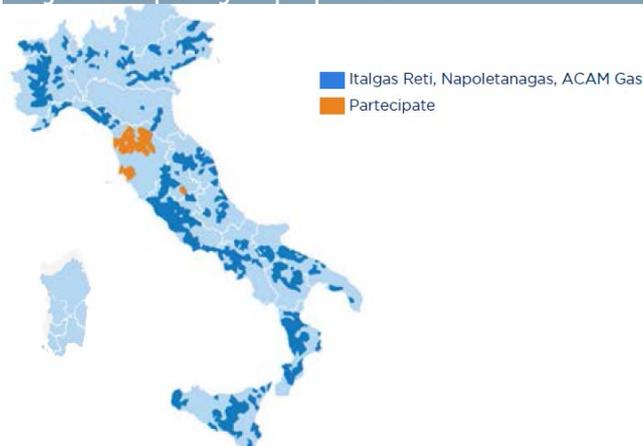
La struttura societaria è composta dalla capogruppo Italgas che controlla il 100% di Italgas Reti e il 100% di Napoletanagas e Acam Gas. Al di fuori del perimetro di consolidamento Italgas detiene partecipazioni in Toscana Energia (48%), Metano Sant'Angelo Lodigiano (50%) e Umbria Distribuzione (45%).

Azionariato di Italgas



Fonte: dati societari

Italgas – Principali regioni per presenza



Fonte: dati societari

Il Gruppo Italgas (partecipate incluse) opera attraverso 1.582 concessioni e detiene una quota di mercato nella distribuzione del gas pari a circa il 34%. Le principali regioni in cui è presente sono: Lazio, Piemonte, Campania, Liguria, Veneto e Lombardia. La società, rinnovata nella struttura e focalizzata verso obiettivi di sviluppo strategico, vede nelle future gare d'ambito territoriale (finalizzate ad assegnare le concessioni) una importante opportunità di crescita per rafforzare la presenza sul mercato. Inoltre prevede significativi investimenti per continuare l'ammodernamento della rete, al fine di ottenere maggiori ritorni in termini economici e di efficienza operativa.

## Strategia – Piano Industriale 2017-23

Il piano di Italgas prevede investimenti tra i più significativi nel panorama di riferimento italiano e pari a circa 2 miliardi di euro entro la fine del 2020 sull'attuale perimetro di gestione. Oltre alla crescita organica, Italgas stima investimenti netti per 1,3 miliardi di euro per l'acquisizione di nuove concessioni. Fin dai primi mesi di quotazione la società ha messo a punto un piano di rifinanziamento attraverso l'emissione di un prestito obbligazionario a medio/lungo termine (che le consente di ridurre il costo del debito) ed ha perfezionato un finanziamento dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI) destinato a finanziare in particolare l'installazione dei nuovi contatori intelligenti, cosiddetti *smart meter*.

Di seguito riportiamo i punti principali del Piano Strategico per il periodo 2017-23 presentato a fine maggio:

- **Investimenti complessivi per 5 miliardi di euro:** 3 miliardi di euro per crescita organica, focalizzati sullo sviluppo, mantenimento e digitalizzazione della rete e sull'implementazione dell'installazione dei contatori elettronici (*smart meters*); 2 miliardi di euro per la partecipazione alle gare d'ambito e i conseguenti ulteriori investimenti tecnici, con l'obiettivo di raggiungere una quota di mercato prossima al 40% (dal 30% attuale);
- **RAB consolidata: aumento del 4,5%** medio annuo nell'arco di piano considerando la prevista evoluzione delle gare d'ambito;
- **Programma di efficienza operativa:** piano avviato nei primi mesi del 2017 con l'obiettivo di produrre entro il 2018 una riduzione di costi di oltre il 15% circa rispetto al livello 2016;
- **Efficienza finanziaria:** continuo focus sull'ottimizzazione della struttura del debito, il cui costo medio è attualmente al di sotto dell'1%;
- **Politica di dividendo 2017-2019:** dividendo 2016, pari a 20 centesimi di euro, incrementato del 4% annuo.

Lo scenario futuro, con l'evolvere delle tecnologie digitali, apre nuove possibilità che la società è in grado di sfruttare appieno: per esempio ha già adottato il telecontrollo della rete per la gestione dei contatori e per pianificare gli interventi legati a eventuali anomalie o necessità in tempi brevi. Per il prossimo futuro Italgas immagina un percorso che, oltre ad identificare in modo tempestivo situazioni anomale nell'assetto della rete, preveda possibili guasti e permetta di intervenire prima che si verifichino (manutenzione predittiva), riducendo tanto i costi di intervento quanto i tempi di disservizio.

In un secondo momento, con l'evolvere delle tecnologie, Italgas potrà dotare la rete di maggiore intelligenza per far sì che il maggior numero possibile di processi (ad esempio preriscaldamento e odorizzazione) siano in grado di auto-regolarsi, ottimizzando i consumi e massimizzando la qualità del servizio offerto.

**Evoluzione verso una rete sempre più "intelligente"**

## Quadro normativo di riferimento

Italgas è soggetta a regolazione da parte dell'Autorità per l'Energia Elettrica, il Gas e il Sistema Idrico (di seguito anche Autorità o AEEGSI), che definisce sia le modalità di svolgimento del servizio sia le tariffe di distribuzione e misura.

L'attività di distribuzione gas è stata tradizionalmente svolta in regime di concessione tramite affidamento del servizio su base comunale. Nel 2011 sono stati adottati quattro decreti ministeriali di riforma della normativa che regola il settore. In particolare, con un apposito decreto sono stati istituiti 177 ambiti territoriali minimi (ATEM) in base ai quali devono essere assegnate le nuove concessioni.

Il sistema tariffario prevede in particolare che i ricavi di riferimento per la formulazione delle tariffe siano determinati in modo da coprire i costi sostenuti dall'operatore e consentire un'equa remunerazione del capitale investito. Le categorie di costi riconosciuti sono tre:

- il costo del capitale investito netto ai fini regolatori RAB, attraverso l'applicazione di un tasso di remunerazione dello stesso;
- gli ammortamenti economico-tecnici, a copertura dei costi di investimento;
- i costi operativi, a copertura dei costi di esercizio.

La RAB di Italgas, incluse le società consolidate, risultante dall'applicazione dei criteri adottati dall'AEEGSI nell'ambito della definizione delle tariffe di riferimento per l'anno 2016, è pari a circa 5,7 miliardi di euro.

Con la Delibera n. 573/2013 l'Autorità ha definito i criteri tariffari del gas per il servizio di distribuzione e per il servizio di misura per il quarto periodo di regolazione, che va dal 1° gennaio 2014 al 31 dicembre 2019.

La durata del periodo regolatorio del tasso di remunerazione del capitale investito per le regolazioni infrastrutturali dei settori elettrico e gas viene fissata in sei anni (2016- 2021); viene inoltre previsto un meccanismo di aggiornamento del tasso a metà periodo in funzione dell'andamento congiunturale.

Per il servizio di distribuzione il valore del WACC (*Weighted Average Cost of Capital*: costo medio ponderato del capitale, tasso di remunerazione del capitale investito netto) per il triennio 2016-18 è stato fissato dall'Autorità pari a 6,1% (in riduzione rispetto al 6,9% utilizzato nel biennio 2014-2015) in termini reali prima delle imposte, mentre per il servizio di misura tale valore è stato fissato al 6,6% (in riduzione rispetto al 7,2% utilizzato nel biennio 2014-2015).

## Risultati dei primi 9 mesi 2017

I risultati dei primi 9 mesi di Italgas confermano il positivo trend di crescita intrapreso sin dai primi mesi dell'anno grazie all'implementazione dei processi di razionalizzazione e di riorganizzazione societaria, di disciplina dei costi operativi e di ottimizzazione finanziaria. Tutti i principali indicatori economici mostrano una crescita a doppia cifra, in particolare il Margine Operativo Lordo (EBITDA), che cresce del 20%, e l'utile netto che aumenta del 28%.

**I risultati dei primi 9 mesi confermano gli obiettivi di crescita per fine anno**

In linea con gli obiettivi illustrati dal management, prosegue la realizzazione del Piano di investimenti focalizzato sulla sostituzione dei misuratori, sulle iniziative di sviluppo e di sostituzione della rete e sull'applicazione di soluzioni tecnologiche digitali che dovrebbero consentire di generare efficienze e benefici per l'intero sistema della distribuzione del gas.

Conto economico consolidato			
Mln di euro	9 mesi 2016	9 mesi 2017	Variazione %
Ricavi	779,1	835	7,2
Costi operativi	-297,7	-257,1	-13,6
EBITDA	481,4	577,9	20,0
Marginalità %	61,8	69,2	
Ammortam. e svalutazioni	-213,9	-271,2	26,8
EBIT	267,5	306,7	14,7
Marginalità %	34,3	36,7	
Oneri finanziari	-42,3	-27	-36,2
Contributo da partecipate	14,8	15,8	6,8
Utile ante imposte	240	295,5	23,1
Imposte	-73,1	-82,2	12,4
Risultato netto	166,9	213,3	27,8

Fonte: dati societari

Nel periodo gennaio-settembre dell'anno in corso i ricavi del Gruppo hanno raggiunto 835 milioni di euro, in progresso del 7,2% a/a grazie all'incremento dell'8% su base annua dei ricavi regolati di distribuzione gas. Questi ultimi hanno beneficiato di maggiori ricavi di vettoramento (servizio di trasporto del gas da un punto ad un altro della rete), dovuti alle componenti tariffarie e a conguagli tariffari relativi a esercizi precedenti. La società inoltre ha conseguito maggiori ricavi diversi dovuti essenzialmente al contributo legato al piano di investimenti di sostituzione di misuratori tradizionali con quelli elettronici.

A livello di risultato operativo, nei primi 9 mesi del 2017 l'EBITDA del Gruppo è stato di 577,9 milioni, in aumento del 20% a/a sulla scia dei sopracitati maggiori ricavi, ma anche dei minori costi operativi (-13,6% su base annua). La riduzione di questi ultimi deriva dalla diminuzione dei costi fissi di 9,8 milioni rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente, per effetto principalmente della contrazione dei costi per servizi, compensati parzialmente dai maggiori oneri per manutenzione e per il processo di lettura dei contatori tradizionali.

L'EBIT conseguito da Italgas nel periodo gennaio-settembre del 2017 è stato di 306,7 milioni, in aumento del 14,7% a/a in quanto l'incremento dell'EBITDA è stato parzialmente compensato dai maggiori ammortamenti (+26,8% su base annua) conseguenti prevalentemente alla riduzione della vita utile dei misuratori tradizionali, soggetti al piano di sostituzione con i misuratori elettronici, così come previsto dalle delibere AEEGSI nell'ambito del piano di realizzazione della telelettura.

L'utile netto del Gruppo nei primi 9 mesi del 2017 è stato di 213,3 milioni, con un balzo del 27,8% rispetto allo stesso periodo del 2016 anche grazie ai minori oneri finanziari netti e ai maggiori proventi netti da partecipazioni (+6,8% su base annua).

Sul fronte dello stato patrimoniale, l'indebitamento finanziario netto al 30 settembre 2017 di Italgas era di 3,73 miliardi, in aumento del 3,1% rispetto alla fine del 2016. Nei primi 9 mesi del 2017 la società ha generato flussi di cassa da attività operative per 375,1 milioni, che hanno consentito il finanziamento dell'importante piano di investimenti e il pagamento del dividendo relativo all'esercizio 2016.

Stato patrimoniale consolidato			
Mln di euro	31 dicembre 2016	9 mesi 2017	Variazione
Capitale investito netto	4681,7	4842,9	161,2
Immobilizzazioni	4792,8	4842,0	49,2
Attività materiali	227,5	221,3	-6,2
Attività immateriali	4486,5	4542,5	56,0
Attività finanziarie	-97,1	-99,6	-2,5
Partecipazioni	175,9	177,8	1,9
Capitale circolante netto	-9,5	99,1	108,6
Crediti	686,1	756,0	69,9
Debiti	-695,6	-656,9	38,7
Fondi per benefici ai dipendenti	-120,6	-117,5	3,1
Attività destinate alla vendita	19,0	19,3	0,3
Debito finanziario netto	3617,4	3728,3	110,9
Patrimonio netto	1064,3	1114,6	50,3

Fonte: dati societari

## Proiezioni economico finanziarie

Italgas stima di chiudere nel medio termine un paio di altre acquisizioni di piccole società nella distribuzione del gas, dopo l'ultima da poco annunciata di Enerco (società attiva nella distribuzione del gas nelle provincie di Padova e Vicenza). Resta confermato l'obiettivo di arrivare al 40% di quota di mercato nel settore nei prossimi anni, dal 34% attuale, attraverso la partecipazione alle gare gas d'ambito per il rinnovo delle concessioni negli ATEM (gli ambiti territoriali della distribuzione del gas) che nel 2018 dovrebbero partire in maniera più decisa rispetto al 2017. L'attività di M&A rappresenta una valida alternativa per aumentare ugualmente la quota di mercato. Italgas stima di investire fino a 1,3 miliardi per il rinnovo dell'affidamento dei servizi dei 174 ATEM che saranno messi a gara fino al 2021.

**La società persegue obiettivi di crescita organica ed esterna attraverso l'aggiudicazione di nuove concessioni e acquisizioni**

La tabella seguente riporta i principali obiettivi che la società intende raggiungere a fine 2017 e che, alla luce dei risultati ottenuti nei primi 9 mesi, appaiono realistici.

Linee guida per il 2017	
Ricavi	1,1 mld
EBITDA	740-750 mln
RAB (incluse le consociate)	5,8 mld
Rapporto Debito/RAB	62%

Fonte: dati societari

Nella tabella seguente riportiamo le stime di consenso che mostrano un progressivo miglioramento dei principali dati di bilancio. L'utile atteso dovrebbe consentire alla società di distribuire un dividendo per azione annuo in crescita del 4% per il periodo 2017-19.

Principali dati economici e finanziari – Stime di consenso				
Mln di euro	2016	2017E	2018E	2019E
Ricavi	1.079	1.102	1.120	1.138
EBITDA	685	748	775	788
Marginalità %	63,5	67,8	69,2	69,3
EBIT	347	401	433	452
Marginalità %	32,2	36,4	38,7	39,8
Utile ante imposte	232	386	417	436
Utile netto	119	277	299	310
Debito Netto	3.618	3.717	3.786	3.887

Nota: E= Expected, atteso. Fonte: FactSet

Le stime di consenso appaiono leggermente più conservative rispetto agli obiettivi del Piano Strategico nel medio periodo, sia in termini di crescita del fatturato che di razionalizzazione dei costi. Di seguito riportiamo un breve approfondimento sulla strategia della società.

## Focus sugli obiettivi del Piano Industriale

**Investimenti e RAB.** La strategia di crescita di Italgas si basa su un piano di investimenti di 5 mld da realizzare nel periodo 2017-2023. Alla crescita organica la Società dedicherà complessivamente 3 mld, dei quali 500 mln nel 2017. Lo sforzo più significativo si concentrerà nella rete, per un totale di 1,9 mld. Di questi, 600 mln saranno dedicati all'estensione di circa 300 km delle tubazioni e al completamento del programma di integrazione della rete nel Sud Italia, con nuovi metanodotti per circa 50 km che saranno operativi entro il 2018. Nella manutenzione della rete Italgas investirà 1,3 mld, per sostituire i tratti in ghisa e intensificare il processo di rinnovo delle reti completamente ammortizzate. Il progetto *smart metering*, con investimenti per 0,8 mld, consentirà a Italgas di superare gli obblighi indicati dall'Autorità per il segmento Mass Market per il 2018, attraverso la sostituzione del 52% dei contatori di calibro G4 e G5, e di arrivare a sostituire il 100% dei contatori in tale segmento entro il 2020. Ulteriori 0,3 mld di investimenti saranno focalizzati sulla digitalizzazione delle reti.

La RAB è attesa in crescita a un tasso dell'1,4% medio annuo grazie ai 3 mld di investimenti per la crescita organica e, nel complesso, a un tasso del 4,5% medio annuo, sulla base dei 5 mld che comprendono anche la strategia di sviluppo attraverso gare e acquisizioni. A fine dicembre 2016 la RAB consolidata era 5,7 mld di euro.

**Crescita nel processo delle gare d'ambito.** Italgas dedicherà ulteriori 2 mld alla partecipazione alle gare d'ambito, con l'obiettivo di raggiungere oltre 8 mln di punti di riconsegna (contatori) attivi nel 2023, rispetto ai 6,5 mln di fine 2016. Dei 2 mld complessivi, 1,4 mld netti saranno finalizzati all'acquisizione delle reti nelle gare che Italgas si aggiudicherà, mentre i restanti 0,6 mld saranno dedicati a sviluppo e mantenimento degli asset entrati in portafoglio attraverso le gare. Anche alla luce del rallentato avvio del processo delle gare ATEM, Italgas sta considerando alcune acquisizioni in chiave opportunistica, con l'obiettivo di potere: i) aggiungere alla propria infrastruttura attuale circa 200 mila punti di riconsegna, attentamente selezionati, entro il 2018/2019; ii) rilevare reti di distribuzione in Italia controllate da grandi gruppi internazionali, come nel caso di quelli di Gas Natural, per i quali Italgas è in corsa; iii) acquisire quote che consentano di raggiungere il controllo nelle società collegate.

**Più efficienza operativa.** Il piano di efficienza operativa che Italgas ha avviato all'inizio del 2017 mira a una riduzione del 15% dei costi operativi entro il 2018, rispetto al livello del 2016, a perimetro costante. Successivamente al 2018 Italgas intende mantenere una struttura dei costi competitiva rispetto agli obiettivi stabiliti dall'Autorità. Le azioni di efficientamento si dispiegano su più fronti: i) nuovo disegno della struttura organizzativa e societaria; ii) revisione delle strategie di acquisto di servizi e adozione di nuove tecnologie per l'efficienza energetica; iii) completa sostituzione del parco automezzi con veicoli a gas nel triennio 2017-2019.

**Ottimizzazione finanziaria.** Nei prossimi anni Italgas intende ottimizzare la struttura finanziaria, allo scopo di mantenere contenuti livelli di costo del debito (oggi <1%) e di disporre della flessibilità necessaria a sostenere la crescita. Negli ultimi mesi la società ha già compiuto importanti passi in questa direzione, conquistando un accesso diretto al mercato dei capitali. A inizio novembre, nella stessa settimana in cui le azioni Italgas sono tornate a essere quotate in Borsa, la Società ha ottenuto il rating di Moody's e Fitch, riuscendo così a collocare obbligazioni per 2.150 mln nel corso del primo trimestre del 2017. Italgas presenta un'adeguata diversificazione delle fonti di finanziamento. Il rapporto tra debito netto e RAB (includere le

consociate) era del 61% a fine 2016 ed è previsto che rimanga entro il 65% nel periodo del Piano.

**Crescita del dividendo.** La società intende garantire ai propri azionisti una politica dei dividendi attrattiva, in crescita e sostenibile. Per il periodo 2017-2019 è previsto un incremento medio annuo del 4% del dividendo per azione rispetto al livello di 0,20 euro del 2016.

## Valutazione

Di seguito proponiamo un confronto sui multipli delle principali società comparabili, dal quale emerge sostanzialmente una corretta valutazione del titolo, che quota in linea con la media dei P/E ed EV/EBITDA e a premio sull'EV/EBIT stimati per il triennio (il premio sul margine operativo netto è in parte giustificato dagli elevati ammortamenti).

Il valore di Italgas si è apprezzato molto nell'ultimo periodo: +20% circa da fine giugno e +55% nell'ultimo anno. Pertanto, pur apprezzando la società da un punto di vista della solidità dei risultati raggiunti e della buona visibilità del business, ai prezzi correnti l'*upside* ci appare limitato. Avviamo pertanto la copertura del titolo con un giudizio Neutrale.

Evidenziamo comunque che Italgas offre un interessante *dividend yield*, con buone possibilità di mantenimento nel medio periodo.

Multipli società comparabili												
X	Prezzo in euro	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT			Div Yield (%)	
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E
Terna S.p.A.	5,2	15,3	15,1	14,4	11,7	11,5	11,2	17,3	17,2	16,8	4,1%	4,3%
Snam S.p.A.	4,2	15,7	15,1	14,6	13,1	12,7	12,6	19,2	18,5	18,6	5,2%	5,2%
Transmissora Alianza De Energia S.A.	5,5	7,2	8,2	10,8	6,5	7,5	9,2	7,4	8,4	11,1	6,9%	9,0%
Enagas SA	24,7	12,7	13,8	13,9	10,5	10,5	10,4	15,5	15,5	15,3	5,9%	6,2%
Red Electrica Corp. SA	19,0	15,3	14,5	14,1	9,9	9,8	9,6	14,6	14,4	14,1	4,8%	5,2%
National Grid plc	10,0	15,0	14,1	13,5	10,9	10,8	10,5	15,8	15,6	15,2	5,1%	5,3%
<b>Italgas SpA</b>	<b>5,3</b>	<b>15,5</b>	<b>14,4</b>	<b>13,9</b>	<b>10,7</b>	<b>10,4</b>	<b>10,3</b>	<b>20,0</b>	<b>18,7</b>	<b>18,2</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,1%</b>
<b>Media (esclusa Italgas)</b>		<b>13,5</b>	<b>13,4</b>	<b>13,6</b>	<b>10,4</b>	<b>10,4</b>	<b>10,6</b>	<b>15,0</b>	<b>14,9</b>	<b>15,2</b>		

Fonte: FactSet

La nostra valutazione si conferma anche considerando il valore di RAB come parametro di confronto sulle base delle stime di consenso di fine 2017. Tale impostazione però non fattorizza l'effetto positivo della crescita esterna attraverso il processo di gare di aggiudicazione del gas, che è atteso portare un effetto più significativo a lungo termine sulle stime societarie al momento non quantificabile. Attualmente non è previsto alcun cambiamento delle tariffe di remunerazione consentite sulla RAB che si attestano al 6,1% e al 6,6%, rispettivamente per la distribuzione del gas e la misurazione.

## Principali rischi

La società presenta rischi regolamentari del business limitati. A nostro avviso, i principali rischi specifici dell'azienda riguardano: i) l'esecuzione della strategia di crescita nelle attività di distribuzione del gas domestico tramite il processo delle gare d'appalto e di M&A. In quest'ultimo caso il rischio potenziale è costituito dal prezzo di acquisizione, perché in Italia le attività di distribuzione vedono un ampio interesse di operatori in competizione; ii) rischi regolatori: la prossima revisione regolamentare per definire la remunerazione del capitale investito sarà effettuata entro il 2018 e potrebbe portare variazioni del tasso WACC.

## Glossario

Bail-in	"Salvataggio interno", modalità di risoluzione di una crisi bancaria tramite l'esclusivo e diretto coinvolgimento dei suoi azionisti, obbligazionisti, correntisti
Bail-out	"Salvataggio esterno", modalità di risoluzione di una crisi bancaria tramite finanziamento esterno
Buy-back	Riacquisto di titoli azionari o obbligazionari
Buy-out	Acquisizione dall'interno
BV, Book Value	Mezzi propri della società
CAGR, Compound Average Growth Rate	Tasso composto medio di crescita
Capital employed	Capitale investito: mezzi propri + debiti netti
Combined ratio	Rapporto che tiene conto del Loss ratio (sinistri / premi) e dell'Expense ratio (spese di amministrazione, raccolta / premi)
Common equity Tier 1 (CET 1)	Capitale primario di classe 1, che include capitale azionario, utili non distribuiti, le riserve e il fondo rischi bancari generali
CET1 ratio= Common equity Tier 1 ratio	E' il rapporto tra il Capitale primario di classe 1 (CET1) e il totale delle attività a rischio ponderate (espresso in percentuale)
Corporate governance	Norme che regolano il processo decisionale societario
Cost/Income ratio	Costi operativi/Margine di Intermediazione (settore bancario)
Cover ratio	Riserve totali/premi (settore assicurativo)
De-listing	Eliminazione dal listino
Downgrade	Peggioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito
DPS, Dividend Per Share	Dividendo per azione
Due diligence	Fase di controllo dei bilanci che precede la chiusura di operazioni straordinarie
EBIT	Earnings Before Interest and Tax: utile operativo
EBITA	Earnings Before Interest, Tax, Amortisation: utile ante oneri finanziari, tasse e ammortamenti su immobilizzaz. mater.
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, Amortisation: margine operativo lordo
EPS	Earnings Per Share: utile netto per azione
Embedded Value	Valore intrinseco dato dal valore attuale netto società (patrimonio netto + plusvalenze non realizzate) + valore attuale della proiezione degli utili generati dal portafoglio premi vita in essere, o a portafoglio "chiuso" (settore assicurativo)
EV	Enterprise Value: capitalizzazione + debito netto
EVR, Earnings Yield Rate	Rapporto tra rendimento dei titoli privi di rischio (BTP 10 anni) e il rendimento del mercato azionario (espresso dal reciproco del P/E stimato a fine 2004)
Expense ratio	Spese di amministrazione rapportate ai premi
Free cash flow	Reddito operativo + ammortamenti – imposte +/- variazione del capitale circolante netto
IPO	Initial Public Offering: offerta iniziale al pubblico
Leverage	Debiti netti/mezzi propri
Loss ratio	Indice di sinistralità, rappresentato dal rapporto sinistri/premi
Margine di interesse	Interessi attivi – Interessi passivi (settore bancario)
Margine da servizi	Commissioni attive – commissioni passive +/- profitti (perdite) da attività finanziarie +/- altri ricavi netti + dividendi (settore bancario)
Margine di intermediazione	Margine di interesse + Margine da servizi (settore bancario)
Market cap	Capitalizzazione: prezzo numero azioni
NAV	Net Asset Value: valore patrimoniale netto
NAVPS	Net Asset Value Per Share: valore patrimoniale netto/totale azioni
Non-performing exposures (NPE)	Prestiti che, oltre ai NPL, includono altre esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate e altre inadempienze probabili
Non-performing loans (NPL)	Prestiti non performanti, ossia in sofferenza. Si tratta di finanziamenti erogati a debitori che non sono più in grado di rimborsarli o per i quali la riscossione è incerta
NPE ratio	Rapporto tra NPE e totale dei prestiti (espresso in percentuale)
NPL ratio	Rapporto tra crediti deteriorati (NPL) e totale dei prestiti (espresso in percentuale)
P/E	Price/Earnings: prezzo/utile netto
Payout ratio	Quota di utili distribuita
Phase-in	Periodo transitorio di introduzione graduale di una normativa
Placement (private)	Collocamento (privato)
Profit warning	Annuncio di revisione di stime al ribasso
Risultato di gestione	Margine di intermediazione – costi operativi (settore bancario)
RAB (Regulatory Asset Base)	Valore del capitale investito netto come riconosciuto dall'Autorità per l'Energia Elettrica e il Gas alle società di trasporto e distribuzione, al fine della determinazione delle tariffe applicabili
ROCE	Return On Capital Employed: utile operativo dopo le tasse/capitale investito
ROE	Return On Equity: utile netto/mezzi propri
ROTE (return on tangible equity)	Rendimento del patrimonio tangibile; utile netto/patrimonio netto tangibile
RWA (Risk-weighted Assets)	Attività ponderate per il loro rischio (credizio). Le principali componenti di rischio da includere nel calcolo degli RWA sono il rischio di credito, il rischio di mercato e il rischio operativo. L'aggregazione di queste componenti determina l'entità degli RWA della banca, i quali rappresentano una sorta di attivo di bilancio corretto per il rischio.
Spin-off	Scorporo
Target price	Prezzo obiettivo
Upgrade	Miglioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito
Yield	Rendimento: dividendo per azione/prezzo azione

## Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Il presente documento è anche distribuito da Banca IMI, banca autorizzata in Italia e soggetta al controllo di Banca d'Italia e Consob per lo svolgimento dell'attività di investimento, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o la mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Thomson Reuters, FactSet (JCF) o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente collegate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

Con il presente documento Intesa Sanpaolo dà avvio, nell'ambito della produzione di report rivolti alla clientela retail, alla copertura delle informazioni relative a Italgas. Intesa Sanpaolo intende assicurare la copertura dell'emittente in occasione della pubblicazione dei risultati societari o di altro evento significativo che possa influenzarne la valutazione.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia e verrà messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet di Banca IMI (<http://www.bancaimi.prodottiequotazioni.com/Studi-e-Ricerche>) e di Intesa Sanpaolo ([www.intesaspaolo.com](http://www.intesaspaolo.com)) nella sezione Risparmio-Mercati.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: [http://www.group.intesaspaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesaspaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp), ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto agli articoli 69-quater e 69-quinquies del Regolamento Emittenti emanato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14.05.1999 e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 della "Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 - tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A.

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo [www.group.intesaspaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](http://www.group.intesaspaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp) è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

Inoltre, si riportano di seguito le seguenti informazioni sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- Una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo hanno erogato finanziamenti significativi a favore di ITALGAS SPA e del suo gruppo di appartenenza;
- Una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo negli ultimi 12 mesi hanno svolto funzioni di lead-manager o di co-lead-manager nell'ambito di un'offerta pubblica di strumenti finanziari dell'emittente ITALGAS SPA.

## Certificazione dell'analista

L'analista che ha predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il cui nome e ruolo sono riportati in prima pagina, dichiara che:

- (a) le opinioni espresse sulle Società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'analista;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

### Altre indicazioni

1. Né l'analista né qualsiasi altra persona strettamente legata all'analista hanno interessi finanziari nei titoli delle Società citate nel documento.
2. Né l'analista né qualsiasi altra persona strettamente legata all'analista operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione nelle Società citate nel documento.
3. L'analista citato nel documento è socio AIAF.
4. L'analista che ha predisposto la presente raccomandazione non riceve bonus, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basati su specifiche operazioni di investment banking.

## Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo [www.group.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/studi/ita\\_elenco\\_raccomandazioni.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/studi/ita_elenco_raccomandazioni.jsp)

## Note Metodologiche

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

### Dati societari e stime di consenso

I commenti sui dati societari vengono elaborati sulla base di notizie e dati societari disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters. Le stime di consenso relative alle previsioni sulle crescite dei dati societari (utili, dividendi, prezzo di libro) vengono desunti dal provider FactSet (JCF) e rielaborati e commentati dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo.

### Definizioni e storia delle raccomandazioni

Raccomandazioni equity		
View	Definizione	Orizzonte
Positiva	Si riferisce ad un target più alto del 10% rispetto al prezzo attuale di mercato.	12 mesi
Moderatamente Positiva	Si riferisce ad un target in un range contenuto tra il 5% e il 10% rispetto al prezzo attuale di mercato.	12 mesi
Neutrale	Si riferisce ad un target in un range contenuto tra il -5% e il +5% rispetto al prezzo attuale di mercato.	12 mesi
Moderatamente Negativa	Si riferisce ad un target in un range contenuto tra il -5% e il -10% rispetto al prezzo attuale di mercato.	
Negativa	Si riferisce ad un target più basso del 10% rispetto al prezzo attuale di mercato.	12 mesi
No Rating	La Società viene coperta dal desk Retail Research senza esprimere alcuna raccomandazione o per scelta o per attenersi a precise disposizioni che riguardano circostanze particolari (ad esempio se Intesa Sanpaolo ha interessi o conflitti di interesse particolari nella Società oggetto del documento o ricopre ruoli in operazioni di mercato che riguardano la Società).	Non significativo
Rating sospeso	La raccomandazione sulla Società viene sospesa se non esistono elementi di natura fondamentale sufficienti per esprimere un giudizio sul titolo.	Non significativo

La ricerca retail equity presenta dei giudizi la cui interpretazione è riportata nella tabella precedente. L'attribuzione del giudizio si basa sull'analisi fondamentale. Quest'ultima tende ad individuare il valore intrinseco delle azioni di una società quotata. Tale valore viene confrontato col prezzo espresso dal mercato, per individuare i titoli sottovalutati, ipotizzando che il mercato possa riportare la quotazione a tali valori. I metodi applicati sono di tipo quantitativo e qualitativo.

**Metodo quantitativo:** approccio utilizzato per quantificare il valore della società; scaturisce dalla media delle valutazioni rivenienti dai diversi metodi applicati, quali i Multipli, il Discounted Cash Flow, la Sum of Part (onde necessario se il gruppo è presente su business differenti). Per metodo dei "Multipli" si intende la comparazione con un paniere di titoli di riferimento quotati comparabili il più possibile simili alla società da valutare, tenendo conto delle prospettive di crescita e della redditività. La peer analysis viene svolta con i seguenti criteri: 1) si individua un paniere di titoli comparabili (per settore e dimensione); 2) si calcolano i principali multipli del paniere di riferimento sulla base dei dati di consensus JCF ed altri consensus (IBES); 3) si realizza la mappa dei valori che solitamente associa il multiplo EV/Ricavi, margine EBITDA e EBIT, P/E, ecc. per l'anno corrente e quelli prospettici, oltre a multipli particolari come ad esempio il P/BV nel caso di banche ed il P/EV nel caso di assicurazioni, ecc.; 4) si valuta il posizionamento del titolo al di sopra, al di sotto o sulla retta di regressione che indica il benchmark di riferimento, o la media, del paniere individuato.

Il DCF (Discounted Cash Flow) misura la valutazione dei flussi di cassa scontati ad oggi secondo il criterio tale per cui il valore del capitale di un'azienda è dato dal valore attuale dei flussi di cassa che la società sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione (definito come costo medio ponderato del capitale, WACC). Il calcolo del DCF prevede la determinazione del valore attuale dei flussi di cassa operativi attesi per un periodo di previsione esplicito, al quale si aggiunge un valore finale di lungo periodo ("Terminal value") e si sottrae l'indebitamento.

La SOP (somma delle parti) è un metodo che prevede la valutazione effettuata per singole divisioni: ogni divisione viene paragonata ai propri peers e infine si effettua la somma delle valutazioni dei singoli business.

**Metodo qualitativo:** il metodo qualitativo viene integrato da una serie di considerazioni legate a:

- Rendimento atteso (yield%);
- Analisi della contendibilità (struttura dell'azionariato);
- Analisi della posizione competitiva;
- SWOT analisi (punti di forza/debolezza; rischi/opportunità).

Storia delle raccomandazioni (12 mesi)		
Emittente	Raccomandazione	Data di assegnazione/conferma raccomandazione
Italgas	Neutrale	01.12.2017

Distribuzione dei rating/rapporti bancari (settembre 2017)					
Numero di società coperte: 53	POSITIVO	MODERATAMENTE POSITIVO	NEUTRALE	MODERATAMENTE NEGATIVO	NEGATIVO
	Distribuz. Copertura Desk Retail con riferimento all'ultima raccomandazione	0%	62%	36%	2%
Clienti Intesa Sanpaolo *	0%	45%	42%	100%	0%

Nota: \* Società alle quali Intesa Sanpaolo o altre società del Gruppo hanno fornito servizi di Corporate e Investment Banking negli ultimi 12 mesi; in questo caso la percentuale indica quante società (sulle quali il Desk Retail Research ha un giudizio) sono anche clienti del Gruppo.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

**Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice**  
**Responsabile Retail Research**  
 Paolo Guida

**Analista Azionario**  
 Ester Brizzolara  
 Laura Carozza  
 Piero Toia

**Analista Obbligazionario**  
 Serena Marchesi  
 Fulvia Risso  
 Cecilia Barazzetta

**Analista Valute e Materie prime**  
 Mario Romani

**Editing:** Cristina Baiardi, Maria Giovanna Cerini