

15 Novembre 2010

Enel Green Power in borsa. Prime valutazioni.



di Alessandro Marangoni, CEO Althesys Strategic Consultant

Il collocamento di Enel Green Power si è concluso e da una settimana il titolo è quotato a Milano e Madrid, ponendosi poco sotto il prezzo di Ipo. Periodo troppo breve per esprimere un giudizio compiuto, ma alcuni elementi paiono piuttosto evidenti.

L'operazione si è inserita in una fase non facile dei mercati finanziari e in un momento delicato per l'industria delle rinnovabili in Europa, in bilico tra l'entusiasmo per le prospettive di sviluppo e i timori di una bolla. Enel ha

sfidato entrambi, portando in porto l'IPO più grande realizzata in Europa dal 2007, forte di una dimensione, di una presenza internazionale e di un portafoglio di business che hanno pochi eguali nel mondo.

Forse non si sono colti appieno gli obiettivi della casa madre, ma dal punto di vista degli investitori, questa operazione ha paradossalmente molte più chance di rivelarsi un successo di quanto non sia avvenuto per la quotazione di Enel anni addietro.

Con il collocamento del 32.5% di EGP, Enel ha incassato 2.6 miliardi invece dei 3 previsti, forse anche perché si è enfatizzato molto l'obiettivo di ridurre il debito del gruppo piuttosto che le potenzialità di EGP. In ogni caso, visto il difficile momento dei mercati mobiliari il placement è stato un successo e si sono create le condizioni perché vi sia un upside del titolo.

Questo sia che si considerino le prospettive del settore, sia che si esaminino i comparables.

Sotto il primo punto di vista, possiamo dire - come sostiene qualcuno - che il boom delle energie rinnovabili si stia davvero concludendo?

Certamente alcuni segmenti e certi Paesi si stanno incamminando verso la maturità, ma altri hanno ancora ampi spazi di sviluppo. Il mercato statunitense, ad esempio, è già consolidato per quanto riguarda l'eolico: con i suoi 35.159 MW è il primo al mondo per potenza cumulata e secondo per MW installati nel 2009 (+9.922 MW). Il settore del fotovoltaico, invece, è ancora poco sviluppato, ma si prevede per il 2012 una crescita tra il 109% e il 179% (Fonte EPIA). L'Europa, grazie agli obiettivi del 20-20-20, ai generosi sistemi di incentivazione e al potenziale dell'Est Europa, ha ancora margini di crescita.

In questo scenario, l'Italia (che costituisce solo una parte del business di EGP) presenta caratteristiche peculiari. Nell'ultimo anno si sono susseguiti voci di bolle speculative e incertezze regolamentari (nuovo Conto Energia, art. 45 sui Certificati Verdi, linee guida) che hanno avuto ricadute su tutto il settore. Di conseguenza, si sono verificati up and down dell'indice IREX (Italian Renewable Index), che da quasi tre anni monitora l'andamento delle pure renewable quotate a Piazza Affari. Ciononostante, l'andamento del settore è stato tendenzialmente in linea con il mercato e ha dimostrato di essere più stabile dell'Oil & Gas, nonostante la limitata capitalizzazione.

Rispetto alle principali imprese quotate comparabili, EGP pare essere ben posizionata.

È seconda al mondo per produzione di energia elettrica da fonte rinnovabile, terza per capacità installata e ha progetti in pipeline per 16.000 MW. Ha puntato molto sulla diversificazione geografica, per cui il rischio regolatorio avrà un peso minore. Il confronto con i comparabile (Figura 1) pare confermare che può avere maggiori potenzialità di apprezzamento da parte del mercato.

Figura 1. Grandi società quotate del settore rinnovabili in Europa (dati III trimestre 2010)

	Ricavi	Δ%	Ebitda	Δ%	Ebit	Δ%	Utile	Δ%	p/e	Div Yield
Iberdrola Renovables	1.597,8	17,7	972	19,4	403,9	11,8	179,4	7,1	25,866	1,063
EDF Energies Nouvelles*	545	28	168,9	15,2	100,2	3,9	38,6	-7,7%	24,134	1,282
EDP Renouveis	591,4	34	473	28	163	12	22	-68	51,657	-
Enel Green Power	1.581	16	966	6	598	2	372	15	17,25	-

* dati semestrali 2010

Fonte: Althesys su dati aziendali, Bloomberg, Il Sole 24 Ore

Rispetto alle altre aziende italiane delle rinnovabili quotate, il confronto è poco significativo, perché si tratta di small e mid cap, è invece interessante osservare l'evoluzione del settore. Il comparto italiano delle pure renewable quotate è, infatti, molto dinamico, ha continuato a investire nonostante la crisi (quasi un miliardo di euro in crescita interna e 290 milioni circa per operazioni di finanza straordinaria delle società Irex nel 2008-2009 secondo il rapporto annuale di Althesys). Di conseguenza l'Irex, soprattutto nella prima fase del 2010, è cresciuto più velocemente rispetto all'indice europeo delle rinnovabili.

In conclusione, il sacrificio fatto da Enel in fase di Ipo potrebbe trasformare EGP in una success story per gli investitori. Il dinamismo di cui il comparto ancora gode a livello mondiale e i buoni risultati che EGP sta mostrando (positivi quelli della terza trimestrale) potrebbero essere, a nostro parere, i driver per la crescita della società.