

Translation of the letter sent to the Chief Executive of Eni S.p.A. by Knight Vinke Asset Management on 4th November, 2009

The English version of our letter, together with the Appendices and our detailed valuation of Eni, are available on our website www.knightvinke.com

Gentile Dottor Scaroni,

La ringraziamo per la Sua cortese lettera del primo settembre, e soprattutto per il Suo riconoscimento della natura costruttiva del dialogo da noi intrapreso. Al tempo stesso desideriamo esprimerle il nostro apprezzamento per la disponibilità dimostrataci – sia da Lei che dai Suoi collaboratori – nell'esaminare e discutere le nostre proposte sulle iniziative da prendere per ottenere la crescita di valore dell'Eni. Ovviamente il raggiungimento d'un equo valore delle azioni dell'Eni deve avere la priorità che merita; ma tale obiettivo non può e non deve essere conseguito trascurando l'interesse pubblico. In tale ottica il nostro studio riserva la massima attenzione ai riflessi (a nostro avviso positivi) che l'adozione delle suddette proposte potrebbe esercitare su occupazione, prezzi dell'energia, sicurezza degli approvvigionamenti, e riduzione del debito pubblico italiano. Abbiamo investito nella Sua società un terzo dei fondi da noi gestiti e, come azionisti "impegnati" dell'Eni, gradiremmo, in conformità con lo spirito costruttivo finora dimostrato, proseguire le discussioni.

In particolare la Sua lettera contiene due punti sui quali vorremmo soffermarci. Il primo è la valutazione dell'Eni. Il secondo riguarda le sinergie collegate al mantenimento dell'attuale struttura del Gruppo.

Come Lei sa, è nostra convinzione che la valutazione dell'Eni da parte del mercato sia fortemente penalizzata dalla struttura conglomerata del Gruppo. E che (effettuando uno spin-off) basterebbe la distribuzione agli azionisti Eni delle azioni di una nuova società che racchiuderebbe l'importante e preziosa attività downstream, per far emergere un incremento di valore stimabile in oltre 50 miliardi di Euro. Ricordiamo che da tale incremento trarrebbe vantaggio, più d'ogni altro azionista, il Tesoro italiano.

Inoltre riteniamo che la natura conglomerata del Gruppo sia anche causa d'un handicap finanziario, in quanto impedisce all'Eni d'attingere pienamente all'elevata capacità d'indebitamento caratteristica delle società pubbliche operanti in un settore regolato (*infrastructure utilities*). Le conseguenze di tale handicap risultano molto gravi. Sono stati i vincoli finanziari ad obbligare il Consiglio d'Amministrazione a deliberare il recente taglio dei dividendi. E, fatto ancor più grave, la summenzionata costrizione rischia di pregiudicare la futura crescita della divisione E&P (Esplorazione e Produzione), la quale com'è noto richiede un ingente e sempre crescente fabbisogno di finanziamenti¹.

Nella Sua lettera Lei ammette che l'attuale struttura conglomerata del Gruppo comporta costi supplementari, ma aggiunge che questi costi vengono compensati da vantaggi insiti nella "struttura singola". Esprimeremo più avanti le nostre serie perplessità sull'esistenza e i limiti delle suddette sinergie, ma vorremmo mettere in evidenza, come da Lei ammesso, che i vantaggi da Lei citati potrebbero in ogni caso nascere soltanto da sinergie tra le operazioni upstream di E&P e da quelle di marketing e fornitura di gas. Certamente non da sinergie con la rete dei gasdotti, la quale fa parte d'un servizio pubblico operante in un settore regolato.

Infine notiamo che nella Sua lettera non viene spiegato come si pensa di far fronte ai vincoli finanziari dell'Eni.

Valutazione

Ci consenta di dimostrarle fino a che punto l'Eni è sottovalutata dal mercato, in termini sia relativi (facendo il confronto con gli altri operatori del settore) che assoluti. La informiamo d'aver motivo di ritenere che molti dei Vostri maggiori azionisti internazionali condividano le nostre stime. Ed apparentemente anche il governo italiano sembra essere del medesimo avviso².

1) In termini di EV/DACF³, (il rapporto più frequentemente utilizzato dagli analisti finanziari del settore petrolifero per la valutazione delle aziende), constatiamo che l'azione Eni è trattata in borsa con un notevole sconto rispetto alle società consorelle. In base alle stime per il 2009, il valore in borsa dell'Eni è 5,9 volte il cash flow (flusso di cassa) contro una media dei suoi concorrenti pari a 7,5 volte. Si noti che il 5,9 dell'Eni è il valore minimo della gamma (che arriva a 9,5 volte). In base alle stime per il 2010 l'Eni è trattata in borsa a 5,3 volte il cash flow, contro il 6,1 che è la media del comparto (gamma da 4,6 a 8,6 volte)⁴.

2) Se invece utilizziamo il P/E, scopriamo che l'azione Eni subisce ugualmente uno sconto. In base alle stime per il 2009 l'azione Eni tratta a 10,9 volte, contro le 13,8 volte del settore (gamma da 10,9 a 17,6). E per il 2010 l'Eni tratta a 8,3 volte, contro le 9,9 del settore (gamma da 8,3 a 12,9 volte), trovandosi ancora una volta in coda alla classifica. Questo è tanto più sorprendente in quanto l'Eni è l'unica delle maggiori società petrolifere a possedere un'importante *utility*.

E le *utilities* (in particolare quelle specializzate nelle infrastrutture) trattano generalmente a multipli di gran lunga superiori a quelli delle società petrolifere. Per esempio, in termini di EV/ DACF, la Snam Rete Gas tratta a 12,1 volte (dopo i necessari aggiustamenti per l'acquisizione di Stogit e Italgas). Ricordiamo che in base allo stesso criterio l'Eni tratta a 5,9 volte (vedi sopra).

Non crede, gentile Dottor Scaroni, che, se il mercato accettasse la tesi dell'esistenza di notevoli sinergie derivanti dalla "struttura singola" del Gruppo, sarebbe logico attendersi che l'Eni fosse trattata con un premio – rispetto tanto al settore del petrolio quanto a quello delle *utilities* – invece di subire uno sconto rispetto ad entrambi?

Riassumiamo per comodità nella seguente tavola la valutazione dell'Eni da noi pubblicata il 30 settembre u.s., della quale Le inviammo a suo tempo copia in anteprima (V. Appendice A):

	Valuation (€ million)		Valuation per Share (€)	
	Low	High	Low	High
Snam Rete Gas	20,467	21,604	5.65	5.96
International Transport	4,978	5,255	1.37	1.45
Supply and Marketing	8,070	9,684	2.23	2.67
Distrigas	3,822	3,822	1.06	1.06
Gas-related equity stakes (including UFG, GVS, AES Torino, stakes in TAG, TMPC, TENP, Transigas)				
Gas & Power (s/total)	40,474	43,974	11.17	12.14
Exploration & Production	64,610	75,379	17.84	20.81
Refining & Marketing	3,538	4,082	0.98	1.13
Petrochemicals	786	943	0.22	0.26
Oil Services & Engineering (including Saipem)	9,664	11,151	2.67	3.08
Oil-related equity stakes (including Galp, Nigeria LNG)	10,616	10,799	2.93	2.98
Other Activities	(1,300)	(1,517)	(0.36)	(0.42)
Corporate & Financial	(464)	(541)	(0.13)	(0.15)
Less:				
Net financial debt	(18,144)	(18,144)	(5.01)	(5.01)
Snam Rete Gas minorities	(5,126)	(5,665)	(1.41)	(1.56)
Saipem minorities	(3,912)	(4,753)	(1.08)	(1.31)
Equity Value	100,743	115,708	27.81	31.94

Lei suppone che la maggioranza degli analisti utilizzino, per valutare l'Eni, una metodologia basata sulla "somma delle parti". Seguendo tale Suo ragionamento abbiamo attentamente preso in esame un buon numero di tali valutazioni, riscontrando come le due aree ove noi arriviamo a cifre più alte delle loro siano: (a) la divisione *Gas and Power*, e (b) il valore delle partecipazioni non consolidate, sorprendentemente ignorate da molti analisti (V. Appendice B).

Riguardo alla divisione *Gas and Power* – apparentemente presa in esame da molti analisti dell'industria petrolifera quasi a seguito di un "ripensamento" – si nota che la qualità dell'analisi è spesso molto scadente. Ciò viene graficamente evidenziato nell'Appendice C, ove si vede il modo in cui i diversi brokers valutano la società Snam Rete Gas (che è quotata in Borsa). Gli analisti del settore *utility* la valutano, in una forchetta, tra 19 e 21 miliardi di Euro (cifre in linea sia con il valore di mercato che con la RAB, ovvero col valore di libro stabilito dall'Authority), mentre gli analisti del settore dell'*oil and gas* la valutano tra 10 e 16 miliardi di Euro, considerandola come se fosse una società petrolifera!

Alcuni analisti sostengono che tutte le società petrolifere trattano con uno sconto quando vengono valutate con il metodo della "somma delle parti", e che pertanto un *conglomerate discount* debba essere applicato anche all'Eni. Abbiamo attentamente esaminato pure questo punto, rilevando come i *conglomerate discounts* attribuiti dagli analisti seguano criteri ampiamente discrezionali, come dimostra il fatto che partano da un minuscolo 2% ed arrivino fin quasi ad un 40% (V. Appendice B). La constatazione che i loro obiettivi di prezzo dell'azione Eni si trovino invece strettamente raggruppati induce a sospettare che essi, invece d'utilizzare il metodo della "somma delle parti", facciano in realtà ricorso ad altri sistemi di valutazione – quali ad esempio lo EV/DACF – e valutino quindi la *utility* dell'Eni applicando ad essa i multipli d'una società petrolifera.

Rivolgiamo a questo punto la nostra attenzione alla divisione E&P. Francamente noi riteniamo assurdo che il mercato attribuisca a questo business dell'Eni un valore di sole 1,6 volte il cash flow 2008, quando invece valuta lo stesso business della società francese Total 5,6 a volte. Usando i dati stimati per il 2009, i valori equivalenti risultano 2.2x per l'upstream dell'Eni e 7.0x per la Total.

Calcolo effettuato deducendo dal valore borsistico dell'Eni e della Total tutto quello che non è E&P.

2008 multiples	Eni		Total	
	Enterprise Value	EV/ DACF	Enterprise Value	EV/ DACF
Group	88,514	4.6x	108,001	6.5x
less:				
Gas & Power	40,474		2,173	
Refining & Marketing	3,538		16,224	
Oil Services	9,664		–	
Petrochemicals	786		2,760	
Equity stakes	10,616		17,166	
Corporate	(464)		(1,876)	
E&P (implied)	23,900	1.6x	71,553	5.6x

Ma l'Eni non è maltrattata dal mercato soltanto rispetto alla Total. Abbiamo applicato il medesimo calcolo a Shell, BP, BG, Exxon e Repsol, ricordando come i multipli attribuiti alle loro attività E&P oscillino in una gamma che va da 5 a 7 volte il *cash flow* 2008. In ciascun caso il mercato attribuisce alle loro attività E&P un valore da 3 a 5 volte superiore a quello attribuito all'Eni. Ovvero possiamo dire, considerando il fenomeno da un altro punto di vista, che il mercato non attribuisce alcun valore all'attività *downstream* dell'Eni.

Naturalmente ci si può domandare se sia ragionevole confrontare le attività *upstream* dell'Eni con quelle delle altre società del settore. La risposta è affermativa. Il portafoglio *upstream* dell'Eni è molto simile, e in taluni casi identico, a quello delle altre società. L'Appendice D mostra che il 90% delle riserve 2P ("Provate e Probabili") dell'Eni sono ubicate negli stessi 14 paesi che ospitano il 70% delle riserve 2P della Total. Le principali aree ove non esiste sovrapposizione sono: le oil sands del Canada e gli Emirati Arabi (dove Total è presente), e l'Egitto (dove l'Eni è presente). Il che conferma la somiglianza dei rischi geopolitici assunti dalle suddette società. Inoltre l'Appendice D mostra pure che il 25-30% delle riserve 2P di ciascuna società è ubicato nei medesimi giacimenti. Va pure detto che, se nel quadro venisse introdotta anche la BG, la sovrapposizione includerebbe alcune altre aree geografiche o giacimenti. Si veda ad esempio la posizione della BG in Egitto e Karachaganak (dove l'Eni è presente).

Quale è il reale valore dell'attività *upstream* dell'Eni? Noi lo valutiamo tra 65 e 75 miliardi di Euro, cioè da 6 a 7 volte il *cash flow* 2009. Come si vede nell'Appendice B queste cifre sono vicine alle valutazioni attribuite dalla maggioranza degli analisti all'attività *upstream* dell'Eni seguendo la metodologia della "somma delle parti".

Vorremmo adesso commentare brevemente l'utilizzo della metodologia del *cash flow scontato* (DCF) nella valutazione delle attività *upstream*, metodologia alla quale Lei fa riferimento nella Sua lettera. Secondo la nostra opinione i mercati finanziari si trovano ad operare su un terreno franso quando devono valutare le attività *upstream* su tale base, principalmente perché la scarsità d'informazioni disponibili non permette di effettuare un'analisi attendibile, "giacimento per giacimento", applicando dei tassi di sconto che riflettano correttamente i rischi. Ciò malgrado, al fine della completezza, abbiamo verificato la nostra valutazione dell'*upstream* dell'Eni, confrontato con una valutazione "giacimento per giacimento" tratta da Wood MacKenzie, usando un prezzo del petrolio di \$ 65-70. Questa verifica ci ha dato un valore simile a quello da noi attribuito alle attività *upstream* dell'Eni, arrivando di conseguenza ad una valutazione dell'azione Eni pari a 31 Euro, molto vicina alla nostra.

In fine, prima di chiudere il confronto tra l'Eni e la Total, desideriamo aggiungere una cosa.

Sappiamo che da parte di qualcuno è stato attribuito lo sconto esistente sul valore dell'Eni al fatto che lo Stato italiano detiene il 30% delle azioni. Questo ragionamento piuttosto ingenuo trascura il fatto che tutte le società considerate "campioni nazionali" sono controllate, direttamente o indirettamente, dai rispettivi governi.

Siamo certi, ad esempio, che il governo francese, pur non essendo azionista della Total, interverrebbe pesantemente se vi fosse un tentativo di offerta pubblica d'acquisto, o un progetto di ristrutturazione di quella società; così come fece nel caso della Suez, per la quale architettò, appena Enel esprime un interesse d'acquisto, la fusione con la controllata Gaz de France.

Sinergie e interesse pubblico

L'attività *downstream* dell'Eni consiste in: (I) trasporto ad alta pressione, distribuzione e stoccaggio del metano (tutte attività d'infrastruttura), (II) il *marketing* e la fornitura del metano in Italia ed in Belgio (Distrigas), e (III) un numero di partecipazioni non consolidate, come Union Fenosa Gas e gli interessi nei gasdotti internazionali. Noi siamo pronti ad accettare il principio che possa esistere qualche sinergia tra queste varie attività e il settore dell'E&P dell'Eni. Al tempo stesso però, il fatto che l'azione Eni subisca uno sconto da parte del mercato rispetto ai concorrenti sia nel settore delle società petrolifere che in quello delle *utilities*, dimostra che il mercato non attribuisce alcun valore a queste sinergie.

