

## L'AZIONE DELLA SETTIMANA di Alberto Nosari

# Astaldi vara il piano al 2013: +13% i ricavi medi annui

**L'Ebit dovrebbe crescere del 14% e il Ros superare il 9%. Struttura più equilibrata del debito**

«Il piano industriale 2009-2013 presentato venerdì 15 maggio alla comunità finanziaria italiana rappresenta la naturale continuità di quello relativo al 2008-2012 e conferma i target annunciati lo scorso anno in quanto noi siamo stati toccati solo marginalmente dalla crisi che ha investito i mercati anche per la forza del nostro portafoglio ordini di 8,5 miliardi, di cui 6,4 relativi alle costruzioni, mentre il resto rappresenta il valore attuale degli incassi attesi dalle attività in concessione».

Più in particolare, puntualizza Stefano Cerri, amministratore delegato di Astaldi dal 2005, «il nostro portafoglio si è dimostrato robusto e credibile in quanto è tutto in esecuzione secondo la programmazione prevista poiché non abbiamo subito nè cancellazioni e neppure dei rinvii, mentre il trend di crescita dei nuovi ordini è proseguito anche nei primi mesi del corrente esercizio nel rispetto degli obiettivi indicati nel piano citato».

Da rilevare al riguardo che i target del piano indicano un portafoglio ordini in crescita da 8,5 a 13,5 miliardi entro il 2013, di cui oltre 9 relativi alle costruzioni (+43%) e circa 4,5

miliardi alle concessioni, la cui dimensione risulterà più che raddoppiata. Più in particolare il capitale investito nelle concessioni aumenterà da 58 a 415 milioni e sarà indirizzato a cinque parcheggi, sei ospedali e due metropolitane oltreché alcune iniziative nella generazione di energia rinnovabile, essenzialmente idroelettrica. Un business che a regime dovrebbe rappresentare circa il 10% dei ricavi consolidati con Ebit superiore al 30% e utile tendente al 10 per cento.

Significativa anche l'evoluzione attesa nelle costruzioni, che beneficeranno dell'articolazione geografica costruita in questi anni con la creazione di sei aree operative dotate di specifiche strutture: Italia, Usa e Centro America, Sud America, Mediterraneo, Middle East, Europa. Articolazione grazie alla quale conseguire le programmate crescite del portafoglio, molte delle quali rappresentano la naturale evoluzione del portafoglio attuale, valorizzando nel contempo la presenza sul territorio per espandersi pure nelle aree limitrofe. Strategia grazie alla quale conseguire anche lo sviluppo di una redditività che beneficerà pure delle economie di scala e delle sinergie.

L'Ebit dovrebbe così crescere con un tasso medio del 14% e raggiungere i 260 milioni nel 2013, con un Ros ben superiore al 9% rispetto all'8,7% attuale, mentre l'utile dovrebbe migliorare del 20% medio sino a collocarsi a oltre 110 milioni alla fine del piano. Questo anche perché, ricorda Cerri, migliorerà pure la struttura poiché il patrimonio dovrebbe salire da 332 a 585 milioni, mentre

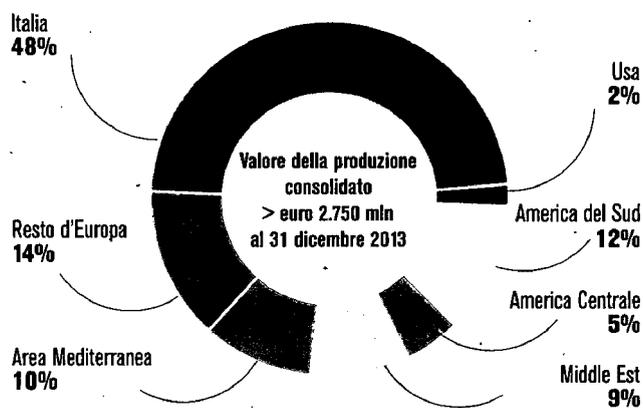
i debiti dovrebbero passare da 393 a 582 cambiando però profondamente la loro collocazione in quanto quello assorbito dalle costruzioni sarà ridimensionato da 335 a 204 milioni nonostante lo sviluppo dell'attività e per merito dei flussi di cassa generati dalla gestione oltreché l'ottimizzazione del circolante, mentre quello attinente alle concessioni, oggetto quindi di specifici project financing, salirà da 58 a 378 seguendo l'evoluzione del capitale investito da 58 a 415 milioni come sopra indicato.

Iniziativa i cui effetti si dispiegheranno appieno nei prossimi anni, ma già presenti nei conti in esame in quanto i ricavi 2009 sono garantiti al 100% da quel portafoglio in essere che secondo il vertice di Astaldi assicurerà pure il 90% dei ricavi 2010 e il 66% di quelli attesi nel 2011 oltreché il 37% del 2013. Il tutto, aggiungono, pur senza considerare l'apporto degli oltre due miliardi di ordini dove Astaldi si è classificato al primo posto nelle gare ma non sono ancora stati iscritti poiché nel portafoglio vengono collocati solo gli ordini eseguibili che hanno ottenuto pure il finanziamento relativo.

Il 2009 dovrebbe quindi presentare ricavi superiori a 1,7 miliardi, confermando la crescita del 15% che ha caratterizzato il passato biennio, e un progresso analogo dovrebbe essere conseguito a livello di Ebit poiché i margini dovrebbero migliorare leggermente rispetto all'8,7% del 2008 lungo un itinerario che dovrebbe portarlo ben al di sopra del 9% entro il 2013 se verranno rispettati i programmi predisposti dal top management.

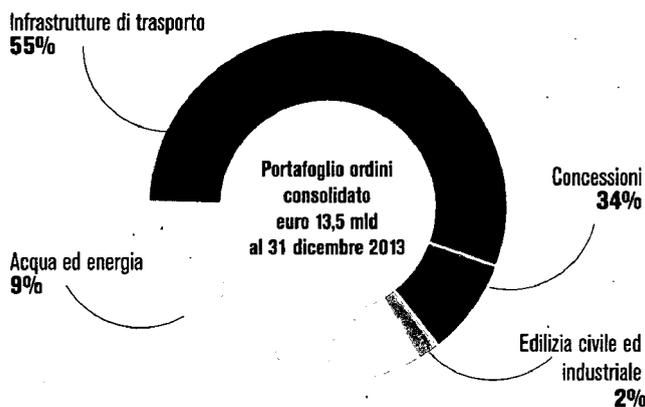
**Proiezione composizione geografica dei ricavi totali**

Dati consolidati a fine piano



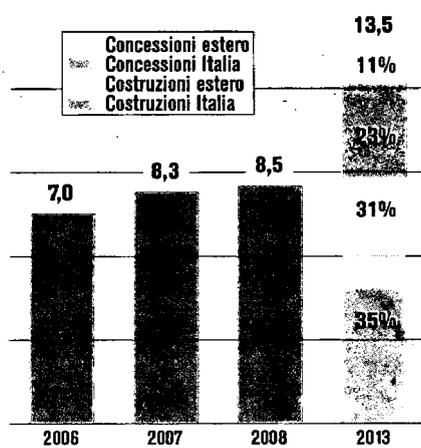
**Proiezione composizione settoriale del portafoglio ordini**

Dati consolidati a fine piano



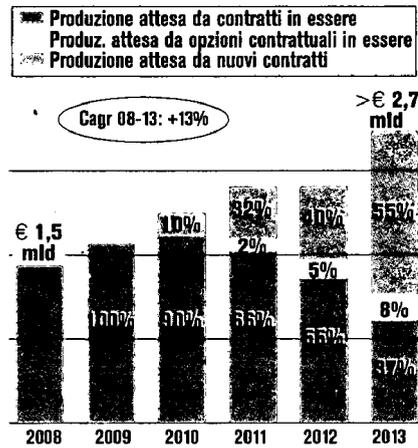
**Portafoglio ordini**

Evoluzione storica e attesa a fine piano. In mld di euro



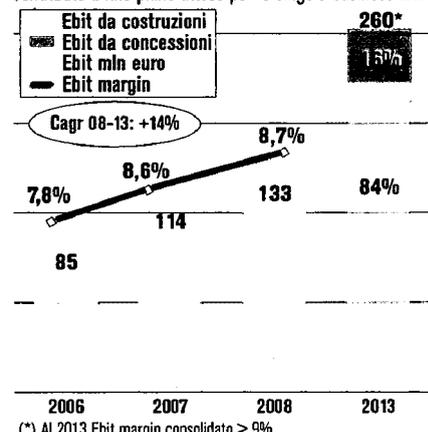
**Copertura attesa dei ricavi**

Valore della produzione



**Ricavi ed Ebit**

Evoluzione storica e prospettica, con evidenza del contributo a fine piano atteso per le singole business unit



**Stefano Cerri.** È amministratore delegato dal 2005 ed è stato uno degli artefici dello sviluppo anche perché prima di assumere la carica di Ceo è stato per otto anni Cfo della multinazionale romana attiva nelle grandi opere infrastrutturali

**Gruppo Astaldi**

Valori in migliaia di euro

	31/12/08	31/12/07
<b>ATTIVO</b>		
Immobilizzazioni materiali	272.199	246.675
Immobilizzazioni immateriali	3.711	3.374
Partecipazioni e altre attività non correnti	82.107	85.766
<b>Totale attività non correnti</b>	<b>358.017</b>	<b>335.815</b>
Rimanenze	669.934	580.144
Crediti e altre attività	930.770	807.648
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	358.429	329.202
<b>Totale attività correnti</b>	<b>1.959.133</b>	<b>1.716.994</b>
Attività destinate alla vendita	-	-
<b>Totale attivo</b>	<b>2.317.150</b>	<b>2.052.809</b>
<b>PASSIVO</b>		
Patrimonio netto di gruppo	325.327	310.251
Patrimonio netto di terzi	6.547	1.834
Fondi diversi non correnti	-	-

	31/12/08	31/12/07
Tfr	10.314	10.932
Debiti finanziari e altre passività finanziarie	753.756	731.511
di cui a lungo	478.308	411.826
Altri debiti e passività diverse	1.221.206	998.281
Passività correlate ad attività destinate alla vendita	-	-
<b>Totale passivo</b>	<b>2.317.150</b>	<b>2.052.809</b>
<b>CONTO ECONOMICO</b>		
Ricavi totali	1.525.640	1.329.131
Ebitda (margine operativo lordo)	175.797	156.019
Ebit (risultato operativo)	132.564	114.108
Utile (perdita) netto	42.101	38.097
Cash flow (1)	87.994	80.328
Grado di copertura	-	-
Capitale investito netto	727.201	714.394
Patrimonio netto complessivo	331.874	312.085
Posizione finanziaria netta contabile	-395.327	-402.309
Indici di bilancio (%)	-	-

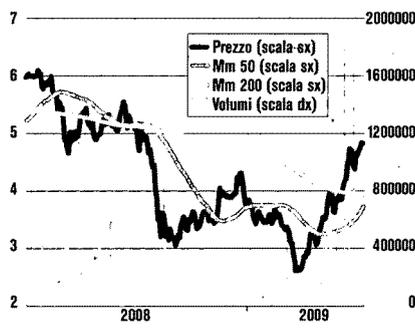
	31/12/08	31/12/07
Ros	8,69	8,59
Roe	12,94	12,28
Roi	18,23	15,97
Debt/equity (numero di volte) (2)	1,17	1,26
<b>Altri dati</b>		
Numero medio dipendenti	10.184	8.849
Payout (%)	23,1	25,6
<b>Dati per azione e multipli di mercato (euro)</b>		
Utile	0,43	0,39
Cash flow (1)	0,89	0,82
Dividendo	0,10	0,10
Patrimonio netto di gruppo	3,31	3,15
Capitalizzazione (mn euro)	387	504
Quotazione	3,93	5,12
Yield (%)	2,55	1,95
P / P.N.	1,19	1,62
P / E	9,19	13,22
P / Cash flow	4,39	6,27

(1) Dato fornito dalla società (utile netto + ammortamenti + accantonamenti + svalutazioni); (2) dato fornito dalla società calcolato includendo nella posizione fin. il valore delle azioni proprie.

Fonte: elaborazione Il Sole 24 Ore, Analisi Mercati Finanziari

**Analisi tecnica**

Andamento di prezzi e volumi del titolo Astaldi



■ Astaldi è stato artefice di un corposo rimbalzo nel corso degli ultimi due mesi che ne ha praticamente raddoppiato il valore in Borsa. I prezzi dovranno ora compiere uno sforzo aggiuntivo per dare credito a detto movimento e puntare così verso i massimi dello scorso anno in area 6,20. Obiettivo intermedio lungo questo percorso a 5,60 circa. Flessioni fino a 4,10/20 euro non muterebbero l'impostazione rialzista di fondo del titolo. Sotto tali livelli invece si farebbe prepotentemente strada l'ipotesi di un ritorno a 3,40, con supporto intermedio a 3,70 euro. A cura di FTA Online

**I «comparables»**

I principali concorrenti di Astaldi

	Capit. al 20/5/09 (€/mln)	Eps 09	P/E 09	P/E 10	P/Sales 09 di mercato	Consensus
Astaldi	472	0,51	9,44	7,01	0,27	Buy
Impregilo	918	0,21	10,87	8,60	0,34	Overweight
Hochtief AG	2.502	2,53	14,87	14,76	0,13	Overweight
Ubrason Huarfe Lain	1.070	1,51	8,51	8,00	0,25	Buy
Grupo Ferrovial Sa	3.439	0,32	77,51	29,84	0,26	Buy
Skanska Aa	34.014*	5,84	14,59	15,99	0,25	Overweight
Biffinger & Berger	1.342	4,10	9,26	9,59	0,14	Overweight
Fomento Const y Contr (Fec)	3.487	2,46	11,56	11,78	0,26	Hold
Sacyr V Vallehermoso	3.483	0,73	15,57	15,23	0,66	Underweight
Acas Acl. De Constru S.	12.108	3,41	11,15	13,46	0,73	Hold
Eiffage SA	4.050	3,32	13,54	14,80	0,30	Hold

(\*) Milioni di corone svedesi (Eps in corone svedesi). (Eps) = utile per azione; (P/E) = rapporto prezzo su utile; (P/Sales) = rapporto prezzo su ricavi. Fonte: elaborazione di AMF su dati infinancials

■ Astaldi è la seconda società di costruzioni italiana per dimensioni e General Contractor leader in Italia. Il titolo è trattato con multipli pari a 9,4 e 7 volte gli utili attesi per il 2009 e il 2010, un livello inferiore rispetto alla media dei competitor (12,2 e 12,5 volte). Utilizzando il multiplo Price/sales a fine 2009 Astaldi viene trattata in linea rispetto agli altri operatori del settore (0,27 volte rispetto al valore medio evidenziato dal campione pari a 0,33 volte). Il consensus è positivo per le società del settore, a eccezione della spagnola Sacyr (underweight).

**Le prospettive**

Le stime di consenso degli-analisti

	Fatturato (mln €)		Ebitda (mln €)		Ebit (mln €)		Utile netto (mln €)		Cash Flow per azi. (€)		EV/Ebitda (volte)		Target price (€)
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009
Minimo	1.673	1.786	188	201	139	143	46	49	0,49	0,49	4,7	4,6	4,00
Medio	1.749	1.952	199	222	151	168	54	63	0,56	0,66	4,5	4,2	5,69
Massimo	1.881	2.223	216	253	163	196	74	90	0,74	0,89	4,1	3,7	6,90

Fonte: Consensus FactSet

**I giudizi**

Positive 85,7%



Neutrali 14,3%

# Recupera il 98% dai minimi

Il mercato accoglie le informazioni sul nuovo piano di Astaldi con uno scatto del 6,4% e le quotazioni si riavvicinano al massimo del 2009 registrato l'8 maggio a 4,95 euro; il 98% al di sopra del minimo di 2,5 euro registrato il 10 marzo scorso, quando la distanza dai massimi del 2007 si è spinta sino al 68 per cento.

Penalizzazione considerata eccessiva dagli analisti, tanto che la quasi totalità di chi segue il titolo mantiene ancora oggi l'indicazione d'acquisto, nonostante il sostanziale raddoppio della capitalizzazione conseguito nel corso dell'ultimo bimestre grazie anche le buone notizie sugli interventi di sostegno predisposti dai vari governi del globo terrestre.

Il buy è infatti rilanciato da Intermonte, che il 7 maggio ha alzato il target price da 5,5 a 6,5 euro perché «c'è un'alta visibilità sulla crescita attesa degli ordini per i prossimi anni, che oltretutto saranno caratterizzati da notizie positive anche perché beneficerà dei piani di stimolo predisposti dai governi dei principali paesi al mondo». Considerazioni centrali pure per Equita, che conferma il buy con target a 5,55 euro perché «presenta un portafoglio ordini importante, ben diversificato e frutto di una presenza geografica in grado di garantire anche un afflusso costante di nuovi ordini». Il buy con target a 6,5 euro è riproposto pure da Ubs perché «è ottimamente posiziona-

ta per beneficiare del ciclo di investimenti attesi nelle infrastrutture e perché dispone di un portafoglio ordini che offre un'ottima visibilità per i prossimi cinque anni». Siamo positivi anche perché Astaldi presenta «una strategia chiara, coerente e stabile merito un management d'eccellenza che guida la società da molto tempo». L'outperform con target a 6,9 euro giunge pure da Cheuvreux perché «offre un'eccellente visibilità complice un portafoglio ordini di circa nove miliardi con margini reddituali in ulteriore crescita grazie anche all'effetto scala». Siamo

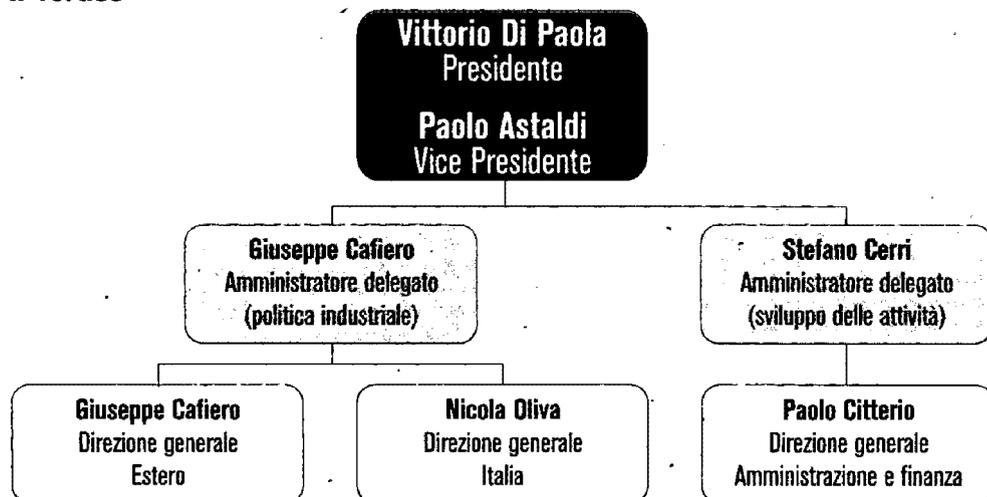
positivi anche perché, concludono, «beneficerà degli investimenti in infrastrutture annunciati dai principali paesi del globo». Giudizi positivi giungono pure da Banca Imi, dove rilanciano il buy perché «i risultati sono buoni e il portafoglio ordini ha registrato

ulteriori crescite consolidando l'alta visibilità sullo sviluppo dei ricavi e della redditività almeno sino al 2010». Sul fronte dei cauti si colloca invece Exane Bnp Paribas, che ha iniziato la copertura a fine marzo con *neutral* e target a 3,7 euro perché «presenta un ottimo track record e vanta una visibilità elevata grazie a un portafoglio ordini nell'ordine dei nove miliardi, ma la cautela è d'obbligo perché presenta un profilo di rischio elevato e un alto indebitamento».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

*Ma il distacco dai massimi resta al 38%*

## Il vertice



## I punti di forza...



## Scenario favorevole per un leader diversificato

La visibilità sull'evoluzione dei principali aggregati del conto economico resta decisamente elevata grazie a un portafoglio ordini elevato oltretutto crescente proprio perché Astaldi è ben posizionata per cogliere i frutti dei massicci interventi che i principali Paesi mondiali si apprestano a realizzare per ridare vigore all'economia e rilanciare gli investimenti infrastrutturali. Il gruppo, ricordano in coro gli analisti, vanta inoltre di una buona diversificazione geografica e può far leva su un management che guida l'azienda da molto tempo con capacità e sagacia.

■ **Alta visibilità e management eccellente.** Astaldi dispone di un'eccellente visibilità merito a un portafoglio ordini di 8,5 miliardi, di cui 6,3 nelle costruzioni e il resto nelle costruzioni. Dimensione destinata a crescere sino ai 13,5 miliardi nel 2013, quando l'area costruzioni sarà salita a 9 miliardi e quella delle concessioni sarà raddoppiata a 4,5 miliardi quale valore attuale dei ricavi futuri. Obiettivi ambiziosi, ma considerati credibili, grazie all'affidabilità che il vertice si è costruito in questi anni.

■ **Congiuntura favorevole.** La multinazionale romana vive un periodo decisamente positivo anche perché è considerata fra le società meglio posizionate per fare leva su un contesto congiunturale che si delinea favorevole. Questo anche perché potrà beneficiare dei massicci interventi predisposti dai principali paesi del globo terrestre per sostenere l'economia anche tramite massicci investimenti nelle infrastrutture, dove Astaldi è considerata una dei leader con alte specializzazioni.

■ **Leadership globale e alta diversificazione.** L'azienda guidata da Stefano Cerri si è conquistata un'ampia diversificazione geografica e posizioni di leadership in alcuni ambiti delle grandi opere pubbliche quali le infrastrutture di trasporto come le metropolitane, che oltretutto possono entrare anche nel business delle concessioni, dove Astaldi vuole crescere sino a portare al 10% il contributo sia in termini di ricavi, sia di utile.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## ...e quelli di debolezza



## Dimensioni contenute con alto indebitamento

Il gruppo ha registrato negli ultimi anni una crescita importante, ma le sue dimensioni restano contenute se confrontate con i colossi che popolano il mondo delle grandi opere infrastrutturali, mentre l'indebitamento è cresciuto in misura sensibile evidenziando un utilizzo della leva importante. Un dato che però non suscita preoccupazioni neppure fra i critici, forse anche perché il vertice ha predisposto una strategia mirante a riposizionare la struttura pur in presenza di una crescita importante delle attività in concessione. Ci sono poi i temi connessi alla sovraesposizione a paesi ad alto rischio come il Venezuela e alcune aree dell'Est Europa oltretutto il rischio esecuzione di un portafoglio ordini cresciuto molto e destinato a rafforzarsi ulteriormente.

■ **Dimensione contenuta.** Astaldi opera in un settore popolato da colossi, ma resta una società di medie dimensioni anche perché non ha partecipato al processo di consolidamento che alcuni paesi hanno vissuto ed anche se è cresciuta molto negli ultimi anni. Un handicap importante poiché gli sforzi destinati alla crescita hanno eroso molte delle potenzialità su cui il gruppo può fare affidamento.

■ **L'esposizione finanziaria.** È cresciuta molto anche perché lo sviluppo impresso al gruppo negli ultimi anni ha richiesto un utilizzo importante della leva. Dimensione considerata comunque compatibile, anche se il vertice ha predisposto le condizioni per un rallentamento pur in presenza del deciso rafforzamento delle attività in concessione.

■ **Il rischio esecuzione.** Resta sullo sfondo di un portafoglio ordini che in questi anni è cresciuto molto ed è destinato a salire nel prossimo futuro. Questo anche se la presenza in alcune aree geografiche quali il Venezuela e l'Europa dell'Est rafforza le incognite e potrebbe indurre a pensare anche ad alcune cancellazioni o rinvii.

■ **Borsa e performance.** Il titolo ha sovraperformato in misura sensibile nell'ultimo bimestre, ma la volatilità resta elevata anche perché la capitalizzazione resta contenuta.

© RIPRODUZIONE RISERVATA