

[LETTERA ALL'INVESTITORE]

Astaldi, margini in crescita ricavi 2012 a 2,5 miliardi

**Alberto Nosari**

La multinazionale attiva nelle grandi opere e nelle infrastrutture chiuderà il 2012 con ricavi in crescita a 2,5 miliardi e il trend proseguirà anche nel prossimo anno, quando il fatturato dovrebbe giungere a 2,8 miliardi e nel 2017 a quota 4 miliardi. In progresso anche la redditività poiché l'Ebit margin dovrebbe posizionarsi all'8,5% nel 2012 e salire all'8,6% nel prossimo anno e al 9% nel 2017. L'utile netto dovrebbe invece passare dagli 80 milioni ipotizzati per fine 2012 ai 170 preventivati nel 2017 dopo aver raggiunto 90 milioni nel 2013. Attesi progressi anche sul fronte del debito, che dopo essere salito sino ai 650 milioni nel 2012, dovrebbe scendere a 600 milioni il prossimo anno.

alle pagine 16 e 17

Astaldi rinnova il piano al 2017 e vede rosa anche per il 2013

LA MULTINAZIONALE ROMANA ATTIVA NELLE GRANDI OPERE E NELLE INFRASTRUTTURE PREVEDE UNA CRESCITA DI RICAVI E REDDITO CON DEBITI IN FLESSIONE GIÀ DAL PROSSIMO ANNO, QUANDO IL FATTURATO SARÀ SALITO A 2,8 MILIARDI

Milano

«Consolidare il modello di sviluppo che ha caratterizzato gli ultimi due lustri, rafforzare il posizionamento competitivo, portare a regime e valorizzare il business delle concessioni, salvaguardare la sostenibilità finanziaria degli investimenti e una redditività al top del sistema».

Sono queste, puntualizza Stefano Cerri, amministratore delegato del gruppo Astaldi, le linee guida del piano 2012-2017 illustrato giovedì 15 novembre a Milano. Un appuntamento nel quale sono stati delineati i principali target per i prossimi cinque anni e le modalità con i quali verranno raggiunti.

Strategia che nella sostanza, ricorda Cerri, «si inserisce nel solco del successo costruito in questi anni e testimoniato dal raddop-

pio di fatturato e dai risultati negli ultimi cinque anni, mentre il portafoglio ordini è salito nell' intorno dei 21 miliardi», di cui circa 10 già in esecuzione e oltre 11 rappresentati da gare vinte ma i cui contratti sono ancora in fase di perfezionamento perché manca ancora una firma oppure non è completato l'iter del finanziamento.

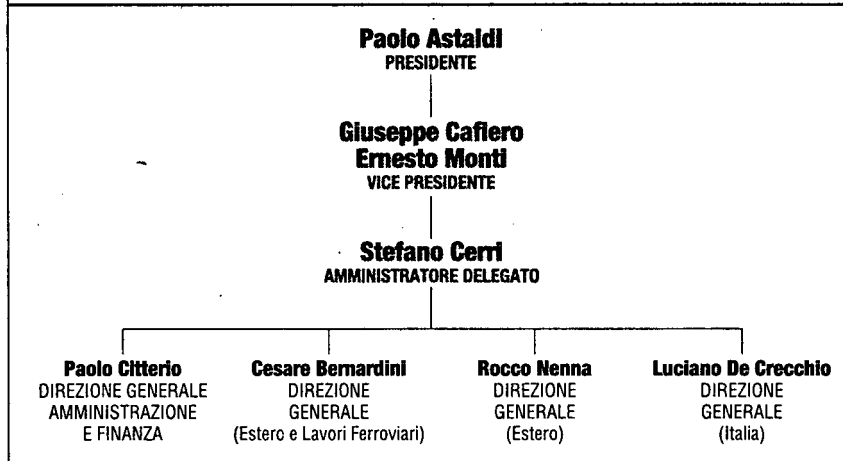
Un portafoglio ordini che, come si legge nel piano, si collocherà a 22 miliardi nel 2017 senza però considerare la componente ancora da formalizzare e, pur scontando il fatturato generato nel frattempo; un fatturato che dovrebbe passare dai 2,5 miliardi ipotizzati in questo 2012 ai 2,8 miliardi attesi nel 2013 sino ai 4 miliardi stimati per fine piano. (vedere approfondimenti sul sito di Repubblica e nel blog albertonosari.it)

Ma procediamo con ordine, ricordando che Astaldi entra in questo piano al 2017 con la precisa volontà di «rafforzare e consolidare quel processo di diversificazione geografica che recentemente ha visto l'ingresso in nuovi mercati decisamente promettenti come Canada e Russia, oltreché salvaguardare la sostenibilità finanziaria degli in-

vestimenti e consolidare una redditività collocata già oggi al top del comparto».

Il Ros espresso dall'Ebit sul fatturato dovrebbe infatti passare da circa l'8,5% previsto per fine 2012 ad oltre il 9% ipotizzato alla fine del piano, mentre l'utile netto dovrebbe passare dai quasi 80 milioni ipotizzati per questo 2012 agli oltre 170 milioni preventivati nel 2017 merito anche la progressiva crescita del contributo del business delle concessioni. Business ove Astaldi copre l'intero ciclo poiché, come ricorda il ceo, «predispriamo il progetto sulla cui base vinciamo la gara e realizziamo l'opera sulla quale avviamo la gestione portandola nelle condizioni di rinegoziare i finanziamenti a condizioni più vantaggiose per rendere ancora più interessante l'investimento in un cespite che per noi ha raggiunto il top della valorizzazione e quindi è pronto ad essere ceduta a terzi».

Attività di grande interesse poiché, come ricorda il capo azienda, oggi è iscritta in bilancio a un valore che corrisponde all'equity di 500 milioni, ma presenta un valore di mercato compreso fra gli 800 milioni e gli 1,4 miliardi a seconda del tasso di attualizzazione dei flussi futuri originati dalla gestione. Un portafoglio de-

**IL VERTICE DELL'AZIENDA****[AI VERTICI DEL GRUPPO]**

Paolo Astaldi (1) è presidente del Gruppo Astaldi a partire dal 2010, dopo esserne stato vice presidente per circa dieci anni; **Stefano Cerri** (2) è amministratore delegato da aprile 2005, dopo essere stato per sette anni direttore generale amministrazione e finanza



stinato a registrare un incremento di 400 milioni, sempre a valori di carico corrispondenti all'equity. A fine piano le concessioni dovrebbero quindi collocarsi teoricamente a 900 milioni ma tale dimensione si riposizionerà da budget a 800 milioni poiché oltre 100 milioni di asset dovrebbero aver raggiunto il massimo della valorizzazione come sopra indicato e quindi essere cedute con una congrua plusvalenza contribuendo al controllo di un debito che avrà pure beneficiato dei flussi ricorrenti.

È opportuno ricordare al riguardo che il debito dovrebbe crescere dai 480 milioni del 2011 ai circa 650 milioni previsti a fine 2012 in presenza di quasi 240 milioni di investimenti, di cui circa 180 per rafforzare il business delle concessioni, ma l'esposizione dovrebbe ridimensionarsi a poco più di 600 a fine piano grazie anche al contributo delle concessioni oltretutto delle costruzioni, che generano cassa per circa 50 milioni all'anno.

Iniziativa i cui effetti emergeranno appieno nei prossimi anni, ma presenti nei conti in esame. I primi nove mesi del 2012 confermano infatti la crescita prevista per l'intero esercizio dopo un primo trimestre con un andamento più lento delle attese, penalizzato dalla particolare rigidità dell'inverno che ha rallentato le attività produttive in paesi quali la Polonia, la Romania e la Russia.

L'esercizio in corso, salvo sorprese, dovrebbe così presentare ricavi in crescita a circa 2,5 miliardi e il trend dovrebbe proseguire anche nel 2013 con un fatturato in progresso a 2,8 miliardi grazie anche al contributo atteso dai contratti in Turchia e Russia, che entreranno in esecuzione dopo essere entrati a pieno diritto in quel portafoglio ordini che a fine 2013 dovrebbe balzare a 15 miliardi rispetto ai 10 circa del 2012.

Positiva anche l'evoluzione dell'Ebit, che dovrebbe passare dai 210 milioni di fine 2012 agli oltre 240 milioni previsti il prossimo anno, quando i margini espressi dal Ros (Ebit/fatturato) dovrebbe migliorare anche se leggermente e fissarsi al di sopra dell'8,6% lungo il percorso che dovrebbe portarlo al 9% a fine piano. In progresso anche l'utile, che a fine 2012 dovrebbe avvicinarsi agli 80 milioni per poi superare quota 90 il prossimo anno e tendere ai 170 nel 2017 se verrà centrato il piano industriale.

Nel contempo il debito dovrebbe ricollocarsi poco al di sopra dei 600 milioni alla fine del prossimo anno e quindi in progresso rispetto ai 650 milioni di fine 2012 anche perché agli investimenti fletteranno a 120 milioni, di cui 70 circa nelle concessioni. E la dimensione dei 600 milioni di debiti dovrebbe essere confermata anche nei prossimi anni nonostante investimenti per più

di 700 milioni entro 2017, di cui 400 nelle concessioni, e grazie ai flussi di cassa gestionali al cui interno il comparto concessioni rafforzerà progressivamente il proprio ruolo come sopra ricordato e considerando che i ricavi dovrebbero salire progressivamente sino a raggiungere i quattro miliardi del 2017 rispetto ai 2,5 di fine 2012.

Performance a cui contribuiranno i progetti in corso nei settori dei trasporti e dell'edilizia ospedaliera in Italia, l'Europa Centrale con il comparto dei trasporti in Polonia, Romania e Russia, la Turchia con il completamento dell'Aeroporto di Bodrum e della metropolitana di Istanbul, l'Algeria con le ferrovie ed il Perù con l'idroelettrico.

E all'interno di tutto ciò il settore concessioni mostrerà un contributo crescente anche in termini di ricavi con le gestioni dell'Ospedale dell'Angelo di Mestre, dei parcheggi (tutti in Italia) e dell'Aeroporto di Bodrum in Turchia inaugurato a maggio di quest'anno. Attività che nei primi nove mesi del 2012 hanno mostrato un aumento del 41% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno.

albertonosari.it

*) RIPRODUZIONE RISERVATA

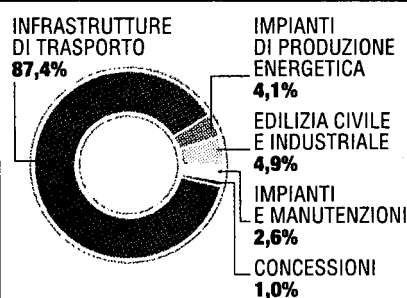
IL GRUPPO RECORDATI

Valori in milioni di euro

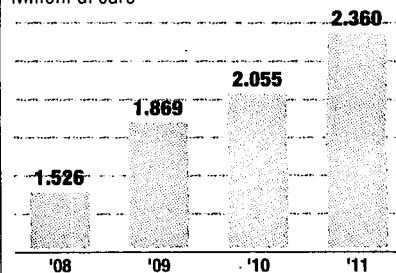
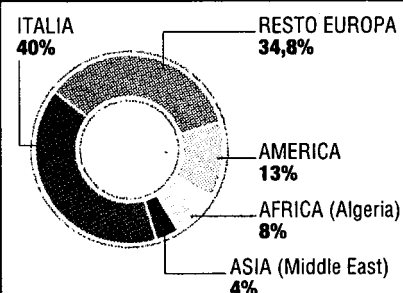
	I sem. 2012	I sem. 2011	2011
STATO PATRIMONIALE			
ATTIVO			
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	217	296	193
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	80	20	44
ALTRE ATTIVITÀ NON CORRENTI	507	315	387
Totale attività non correnti	804	631	625
RIMANENZE	79	87	93
CREDITI COMMERCIALI	779	677	821
DISPONIBILITÀ E MEZZI EQUIVALENTI	396	446	456
ALTRE ATTIVITÀ CORRENTI	1.590	1.502	1.442
Totale attività correnti	2.844	2.712	2.813
Attività destinate alla vendita	0	0	0
Totale attivo	3.648	3.343	3.438
PASSIVO			
PATRIMONIO NETTO DI GRUPPO	529	458	470
DEBITI COMMERCIALI	1.169	1.025	1.119
DEBITI FINANZIARI	1.329	1.139	1.126
ALTRI DEBITI	621	721	723
Totale passivo	3.648	3.343	3.438
GRADO DI COPERTURA			
CAPITALE INVESTITO NETTO	1.193	987	953
PATRIMONIO NETTO TOTALE	529	458	470
DEBITO FINANZIARIO NETTO	664	529	483
CONTO ECONOMICO			
RICAVI NETTI	1.206	1.122	2.360
EBITDA	118	120	259
EBIT	99	95	201
UTILE PERIODO A NETTO MINORITIES	40	35	71
CASH FLOW OPERATIVO	-65	-30	134
DATI PER AZIONE E MULTIPLI DI MERCATO Valori in euro			
UTILE PERIODO A NETTO MINORITIES	0,40	0,36	0,72
CASH FLOW	-0,66	-0,30	1,37
PATRIMONIO NETTO	5,38	4,65	4,78
CAPITALIZZAZIONE TOTALE (mln. euro)	492,62	498,52	487,20
AZIONI IN CIRCOLAZ. (fine periodo, mln.)	98,42	98,42	98,42
QUOTAZIONE AZIONI ORD. (fine periodo)	5,01	5,07	4,95
P/P.N.	0,93	1,09	1,04
P/E	12,38	14,23	6,84
P/CASH FLOW	-7,53	-16,78	3,62
INDICI DI BILANCIO			
ROE	7,5%	7,6%	15,1%
DEBITO FINANZ. NETTO/EBITDA	5,61	4,42	1,86
DEBITO FINANZ. NETTO/PATRIM. NETTO	1,25	1,15	1,03
ALTRI DATI			
NUMERO DIPENDENTI	9.297	7.769	9.192

Nei dati relativi i ricavi si sottolinea che dal 2006 al 2011 è stato registrato un Cagr effettivo del +17%. Nei dati riportanti l'ebit si sottolinea che dal 2006 al 2011 si è registrato un Cagr effettivo del +19%. Il portafoglio ordini a giugno 2012 ammonta a 10 miliardi di euro, suddiviso in un 31% di concessioni e il restante 69% in costruzioni

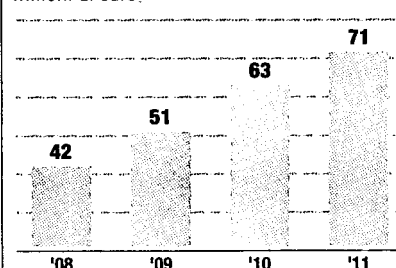
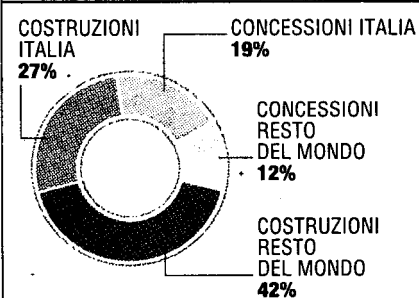
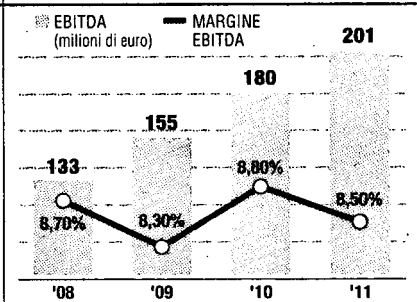
Capitale investito netto: somma immobil. nette, capitale circolante gestionale, fondi rischi e fondi benefici per i dipendenti.
Ebitda: Ebit - (ammort. immobil. imm. e materiali, svalutazioni e accantonamenti)

FATTURATO PER BUSINESS**RICAVI**

Milioni di euro

**FATTURATO PER AREA GEOGRAFICA****UTILE NETTO**

Milioni di euro

**PORTAFOGLIO ORDINI****EBITDA**

La volatilità regna sovrana il titolo ridiscende a 4,4 euro

LE QUOTAZIONI SCIVOLANO E SUBISCONO UNA FLESSIONE DI CIRCA IL 17% RISPETTO A METÀ OTTOBRE. LE OSCILLAZIONI RESTANO ELEVATE E QUESTA DINAMICA SI INSERISCE IN UN MERCATO DOMINATO DALLA SPECULAZIONE, LEGATA ALLA CRISI DEI PAESI DEBOLI DELL'EURO

Milano

Astaldi ridiscende a 4,4 euro e subisce una contrazione di circa il 17% rispetto alle quotazioni del 18 ottobre confermando anche in questa fase quell'alta volatilità che ha caratterizzato il titolo romano negli ultimi sei anni. Volatilità correlata ad una pluralità di fattori, ma non ultimo quel flottante ritenuto eccessivamente esiguo per rendere accettabile l'investimento in un titolo troppo sottile e con liquidità praticamen-

te nulla. Caratteristiche che annichiliscono il forte potenziale di *upside* riconosciuto da pressoché tutti gli analisti in quanto allontana gli operatori istituzionali, ma non solo, da un investimento considerato da pressoché tutti gli operatori «potenzialmente molto interessante».

Ma la richiamata volatilità è ascrivibile pure a quell'erratico andamento dei mercati finanziari in questi ultimi cinque anni; una lunga fase in cui la speculazione ha avuto la possibilità di effettuare incursioni violente e sanguinose. Incursioni facilitate dalla sostanziale assenza di istituzioni credibili e politici attenti all'interesse della nazione e dei suoi cittadini. Caratteristiche emerse con violenza nell'agosto dello scorso anno, quando i mercati hanno subito una drastica decurtazione del loro

valore in coincidenza degli attacchi all'euro tramite lo "strumento" del merito di credito di molti Paesi dell'area euro, Italia in primis.

Nonostante ciò, comunque, il titolo ha sovraperformato, e gli analisti consigliano di acquistarlo in quanto apprezzano «il modello di business messo a punto da un management che ha sempre centrato le attese del mercato». E questo mentre, concludono, «alcuni concorrenti si trovano in condizioni di svantaggio competitivo poiché, come Impregilo, sono alle prese con problematiche estranee al business che, oltretutto, è stato spogliato dalle attività in concessione apprezzate dagli analisti».

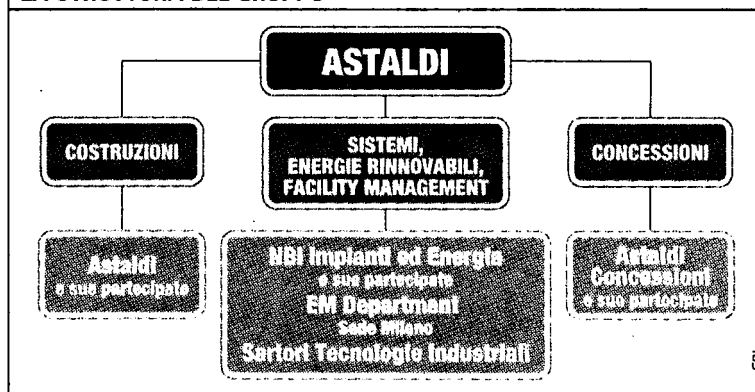
© RIPRODUZIONE RISERVATA

LE STIME DEGLI ANALISTI

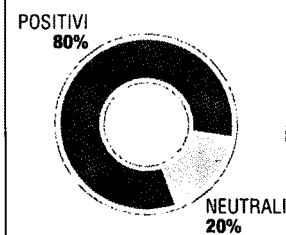
	DEBITO NETTO (milioni di euro)		EBITDA (milioni di euro)		EBIT (milioni di euro)		UTILE NETTO (milioni di euro)		UTILE PER AZIONI (euro)		EV/EBITDA (volte)		TARGET PRICE (euro)
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012
MINIMO	503	474	271	286	212	224	77	83	0,79	0,85	3,20	3,40	5,70
MEDIO	588	641	282	307	221	241	85	94	0,86	0,95	3,90	3,80	7,06
MASSIMO	636	743	295	324	228	251	90	107	0,92	1,08	4,10	4,30	8,40

Ebit: inteso come risultato ante imposte e ante proventi/oneri finanziari, senza alcuna rettifica. Sono esclusi i proventi/oneri della gestione di partecipazioni consolidate e titoli, i risultati di eventuali cessioni di partecipazioni consolidate

LA STRUTTURA DEL GRUPPO



I CONSIGLI



[I REPORT]

L'indicazione buy resta dominante sostenuta anche dalle concessioni

Intermonte ripropone il buy su Astaldi perché «è chiaramente sottovalutata considerando le prospettive di crescita e che ha sempre riportato risultati al di sopra delle aspettative, mentre oggi è penalizzata per i dubbi sulla sostenibilità del debito».

Equita conferma l'hold in quanto «restiamo in attesa di conoscere come potrà sviluppare le concessioni senza appesantire ulteriormente la posizione debitoria, anche se apprezziamo la maggiore diversificazione con lo sviluppo delle concessioni». **Banca Akros** rilancia il buy poiché «è sottovalutata e la visibilità si conferma elevata considerando dimensione e qualità di un portafoglio ordini ove i risultati degli investimenti in concessioni dovrebbero emergere nei prossimi anni». **Banca Imi** resta in buy perché «è sottovalutata ed i risultati testimoniano come sia ben gestita e possa contare su un modello vincente, mentre il portafoglio ordini incorpora buone potenzialità merito al business delle concessioni». **Cheuvreux** mantiene l'outperform perché «la valutazione è attraente e ci sono spazi di performance importanti

considerando il buon andamento del business». **Centrobanca** conferma il buy in quanto «apprezziamo la diversificazione nelle concessioni e presenta un'ottima visibilità con redditività elevata e stabile». **Kepler** si mantiene in buy poiché «è sottovalutata e il mercato non prezza correttamente le concessioni». **Fidentis** ripropone il buy perché «è sottovalutata e presenta i multipli migliori del comparto».

[LE CRITICITÀ]

Il rischio esecuzione resta aperto e la Borsa penalizza un flottante minimo

Astaldi ha messo a segno una crescita importante negli ultimi anni, con focus sui mercati internazionale a maggior potenziale di sviluppo quali le Americhe, la Russia e la Turchia, ma resta una **realtà decisamente sottile** se comparata con i colossi che popolano un settore globale per definizione. E questo in quanto è doveroso aumentare la diversificazione per ridurre i rischi impliciti in un'eccessiva concentrazione su singoli mercati che come tali possono o potrebbero subire l'impatto dei cicli economici. Nel contempo la **visibilità è considerata limitata** anche per le incertezze sull'evoluzione

dell'indebitamento attinente allo sviluppo di quelle concessioni che pressoché tutti gli analisti apprezzano; una critica che quindi si rivolge prevalentemente alle scelte del vertice di mantenere una **riservatezza** considerata eccessiva dai critici. Il tutto all'interno di un business, quello delle grandi opere, che incorpora per definizione **elevati rischi di esecuzione** anche se il management di Astaldi ha sempre dimostrato di saper centrare e spesso superare le attese del mercato e di aver saputo accrescere un portafoglio ordini considerato buono e diversificato. È doveroso infine ricordare alcune tematiche borsistiche come l'importante upside potenziale, ma annichilito da **quel basso flottante che rende illiquido un titolo** a cui gli operatori internazionali non possono avvicinarsi proprio perché risulta molto complesso ridurre le quote quando si vuole uscire dall'investimento.