

LA FINANZA DELLA DOMENICA

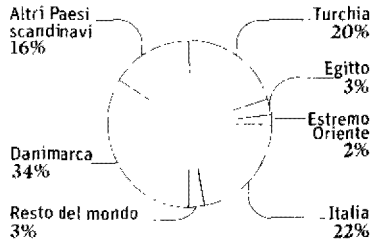
Lettera all'investitore

Cementir accelera nel primo trimestre

di **Alberto Nosari**

«**C**onfermiamo la volontà di migliorare la redditività e rafforzare il posizionamento nelle aree dove operiamo, in particolare nei Paesi emergenti». Il tutto, precisa Francesco Caltagirone junior, presidente di Cementir, «grazie a una politica di investimenti mirata e senza escludere acquisizioni». E il primo semestre 2007 si dovrebbe chiudere con un ulteriore progresso di ricavi e margini, lasciando intravedere per l'intero 2007 un giro d'affari in crescita a doppia cifra e tendente a 1,2 miliardi con ebitda intorno a 280 milioni.

Ricavi 2006 per area geografica



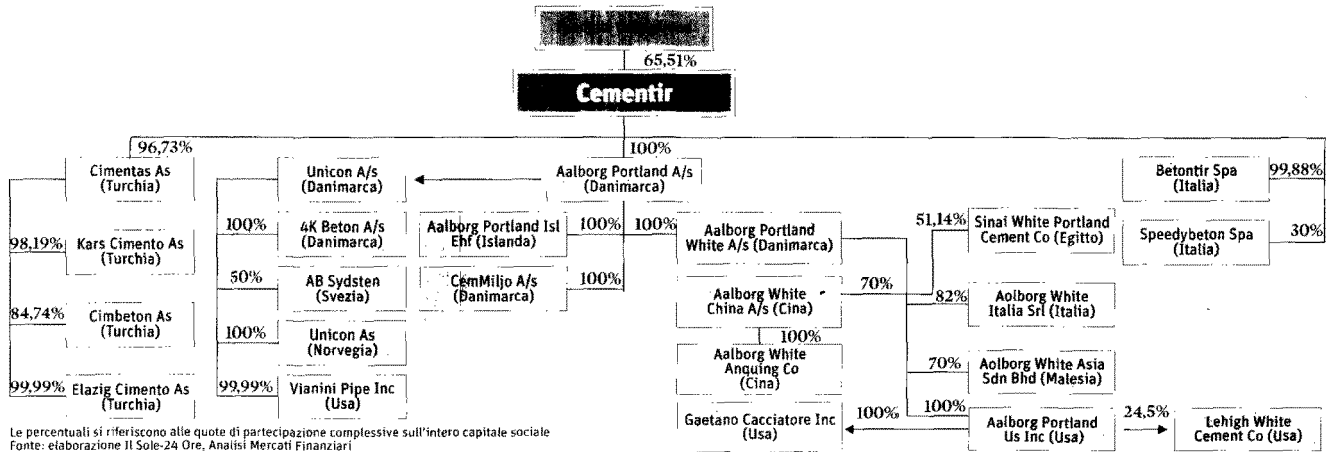
LETTERA ALL'INVESTITORE
di Alberto Nosari

Previsti investimenti tecnici per quasi 350 milioni entro 2009 di cui oltre 150 «straordinari» per potenziare gli impianti

Confermata la volontà di crescere tramite acquisizioni: il gruppo ha la struttura per assorbirne anche di grandi dimensioni

Cementir, i ricavi tendono a 1,2 miliardi

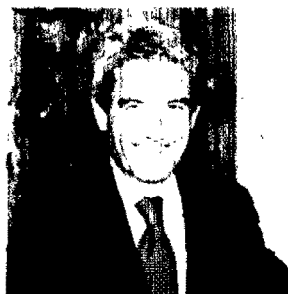
Nel 2007 anche l'Ebitda dovrebbe presentare una crescita a due cifre intorno ai 280 milioni



Francesco Caltagirone junior
è presidente e guida il gruppo dal 1996



Riccardo Nicolini
è in azienda dal 1996 ed è a.d. dal 2004



Mario Ciliberto
è il numero uno della controllata danese Aalborg Portland



Walter Montevecchi
è il numero uno della controllata turca Cimentas



GLI OBIETTIVI AL 2009

Indicano rendite superiori a 1,2 miliardi con il Mol oltre i 300 milioni, anche se già dal 2007 il fatturato e i margini si dovrebbero avvicinare ai target

«**C**onfermiamo la volontà di rafforzare il nostro posizionamento nelle aree dove operiamo, con particolare attenzione ai Paesi emergenti». Un obiettivo da perseguire, puntualizza Francesco Caltagirone Junior, presidente della Cementir, «rafforzando la capacità produttiva mediante importanti investimenti di potenziamento degli impianti esistenti e ricercando ulteriori opportunità di crescita esogena».

E questo, aggiunge il capo azienda e l'artefice dello sviluppo che in sei anni ha trasformato una società regionale in un gruppo multinazionale che realizza all'estero circa l'80% dei propri ricavi, «nel rispetto delle numerose iniziative finalizzate a migliorare l'efficienza e tenere sotto controllo l'evoluzione dei costi con il preciso obiettivo di migliorare ulteriormente la redditività». Target sintetizzabile in un aumento di due punti dell'Ebitda margin entro il 2009.

L'azienda romana prevede infatti di migliorare il citato indicatore di redditività dal 23,5% dello scorso anno al 26% circa atteso entro il 2009. Obiettivo da conseguire grazie anche all'ottimizzazione delle risorse umane, della logistica e del mix prodotti oltreché dei consumi specifici. Iniziative sull'efficienza che comunque non limiteranno l'attenzione allo sviluppo per acquisizioni.

Il gruppo, precisano al quartier generale della multinazionale, «continuerà infatti a monitorare il mercato internazionale per verificare tutte le opportunità di crescita esogena, anche se nel breve/medio termine l'attenzione sarà riservata prioritariamente alla possibilità di acquisire singoli "impianti" con focus sui Paesi emergenti tra i quali Cina, Malesia, Turchia ed Egitto».

Il tutto, aggiungono, «senza trascurare eventuali opportunità anche di dimensioni ragguardevoli, poiché il gruppo si trova nelle condizioni strutturali per poterle realizzare, purché si dimostrino economicamente compatibili e industrialmente interessanti oltreché logiche». Ma la crescita non sarà perseguita a ogni costo in quanto, concludono, «il business del cemento non necessita di essere numero uno di ogni mercato di riferimento per operare con successo, come dimostra la nostra storia e i nostri numeri».

Ma procediamo con ordine, ricordando che la multinazionale romana ha in corso un piano di investimenti da quasi 350 milioni, di cui circa 200 indirizzati all'opera di mantenimento/aumento dell'efficienza e 150 relativi agli interventi "straordinari" finalizzati al potenziamento produttivo del 10% dei 14 impianti

in attività. Impianti dislocati in sette Paesi su quattro continenti dove sono occupati 3.750 dipendenti per produrre già ora oltre 13 milioni di tonnellate di cemento, di cui quasi due miliardi, senza considerare le oltre 100 centrali di calcestruzzo che vendono circa 4,5 milioni di metri cubi.

Più in particolare quasi 60 milioni saranno utilizzati per raddoppiare la capacità dello stabilimento di Edirne in Turchia, la cui produzione passerà da 650mila a 1,3 milioni di tonnellate entro giugno 2008. Altri 90 milioni circa dovrebbero invece essere assorbiti dal progetto egiziano sul cemento bianco, che prevede l'aumento della capacità da 400mila a 1,1 milioni di tonnellate entro la fine del 2008.

Investimenti grazie ai quali, confermando a Roma, sarà possibile aumentare dal 14 al 20% la quota mondiale nel cemento bianco, rafforzando la leadership globale in un business ad alto valore aggiunto e più redditizio. E tutto ciò senza considerare le ipotesi sul raddoppio da 200 a 400mila tonnellate annue della capacità dell'impianto in Malesia; ipotesi attualmente all'esame del vertice del gruppo, che dovrebbe esprimersi al riguardo nei prossimi mesi. E sempre nell'ambito degli interventi di potenziamento è doveroso segnalare che Cementir ha completato l'intervento sull'impianto di Arquata, che verrà avviato nei prossimi giorni, mentre marcia a pieno regime il nuovo insediamento di Elazig in Turchia ampliato a 900mila tonnellate e acquisito nel 2006.

Nel contempo verrà completata pure la ristrutturazione della controllata scandinava avviata alla metà dello scorso anno, lavorando su tre specifici filoni a partire «dall'unificazione della gestione del cemento con quella del calcestruzzo per aumentare l'efficienza e ridurre i costi». C'è poi il tema del calcestruzzo, dove è in corso la ricerca di opportunità di espansione esogena, acquisendo piccole realtà locali; iniziative grazie alle quali rafforzare ulteriormente il ruolo acquisito sui mercati scandinavi, dove complessivamente detiene il 35% con punte del 60% in Danimarca.

Il terzo filone di intervento è invece finalizzato a «suddividere l'organizzazione e le funzioni relative al business del cemento bianco da quelle del grigio, con la precisa finalità di massimizzare l'efficienza gestionale, commerciale e di sviluppo di due attività che si rivolgono a segmenti di mercato vicini, ma differenziati». E tali interventi non sono di poco conto anche perché i potenziamenti degli impianti sopra indicati aumenteranno ulteriormente l'incidenza del cemento bianco, che già oggi rappresenta circa il 10% dei ricavi ma oltre il 15% dell'Ebitda consolidato.

Ed è anche per sostenere le politiche di espansione sopra esposte che il gruppo, concludono con orgoglio, proseguirà nell'itinerario finalizzato al rafforzamento della prima linea manageriale, immettendo altre risorse professionali dopo che

Gruppo Cementir

Dati consolidati. Valori in milioni di euro

	31/12/06	31/12/05
Stato patrimoniale		
ATTIVO		
Immobilizzazioni materiali	828	719
Immobilizzazioni immateriali	458	475
Partecipazioni e altre attività non correnti	53	69
Totale attività non correnti	1.338	1.263
Rimanenze	104	95
Crediti e altre attività	212	183
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	32	44
Totale attività correnti	348	322
Attività destinate alla vendita	—	—
Totale attivo	1.686	1.585
PASSIVO		
Patrimonio netto di gruppo	880	834
Patrimonio netto di terzi	42	36
Fondi diversi non correnti	80	80
Tfr	17	16
Debiti finanziari	470	448
* di cui a lungo	174	167
Altri debiti e passività diverse	198	171
Passività correlate ad attività destinate alla vendita	—	—
Totale passivo	1.686	1.585
Conto Economico		
Ricavi	1.050	858
Ebitda (margine operativo lordo)	247	184
Ebit (risultato operativo)	181	119
Utile (perdita) netto	114	109
Cash flow	187	177
Grado di copertura		
Capitale investito	1.376	1.290
Patrimonio netto complessivo	921	870
Posizione finanziaria netta	-438	-404
Indici di bilancio (%)		
Ros	17,2%	13,9%
Roe	13,0%	13,1%
Roi	13,1%	9,2%
Debt/equity (numero di volte)	0,475	0,464
Altri dati		
Numero medio dipendenti	3.480	3.136
Payout (%)	13,9%	12,4%
Dati per azione e multipli di mercato (€)		
Utile	0,719	0,688
Cash flow	1,172	1,114
Dividendo	0,100	0,085
Patrimonio netto	8,649	8,107
Capitaliz. totale (mln €)	1,079	775
Quotazione az. ord.	6,779	4,872
Yield (%)	1,475	1,745
P / P.N. (prezzo az. ord.)	0,784	0,601
P / E (prezzo az. ord.)	9,432	4,374
P / Cash flow (prezzo az. ord.)	5,783	4,374

Fonte: elab. Il Sole-24 Ore, Analisi Mercati Finanziari

nel recente passato è stato rinnovato più di un quarto del top management.

Iniziativa i cui effetti emergeranno appieno nei prossimi anni, ma già presenti nei conti in esame. I primi mesi dell'esercizio in corso mettono infatti in luce un ulteriore miglioramento del trend in atto da tempo, grazie anche a un clima particolarmente favorevole in pressoché tutte le aree di operatività di un gruppo che negli ultimi sei anni ha portato da zero a quasi l'80% i ricavi realizzati al di fuori del nostro Paese. Cementir realizza infatti il 25% del fatturato nei mercati emergenti (Turchia, Egitto, Malesia e Cina) e il 53% in Scandinavia e Nord America, mentre la quota italiana è scesa al 22% ed è destinata a flettere ulteriormente.

Diversificazione grazie alla quale il gruppo romano potrà presentarsi ai soci con un trimestre ancora in decisa espansione sia in termini di ricavi, sia di margini. Il buon andamento della Turchia e della Scandinavia, dove Cementir è leader incontrastato, si è infatti combinato con una certa stabilità dei costi energetici e tutto ciò ha permesso di assorbire senza contraccolpi le tensioni emerse in Italia sul fronte dei prezzi. Risultati conseguiti merito pure alle richiamate iniziative sull'efficienza e sul controllo dei costi.

È l'andamento delle aree dove il gruppo opera lascia intravedere una crescita a due cifre per i ricavi relativi al 2007, che dovrebbero avvicinarsi a 1,2 miliardi nell'ipotesi che non subentreranno eventi "straordinari" oggi difficilmente ipotizzabili. Ed è proprio considerando tali aspettative oltreché quelle inerenti il recupero della redditività che è ipotizzabile attendersi un Ebitda intorno ai 280 milioni.

Risultati di sicuro interesse anche perché si avvicinano ai target indicati nel piano industriale al 2009 e sintetizzabili in oltre 1,2 miliardi di ricavi e in oltre 300 milioni di Ebitda.

Cosa non va

Quando la crescita diventa un obbligo

Cementir ha messo a segno una performance industriale di vera eccellenza nel recente passato e ha superato le più rosee aspettative tanto che ha "dovuto" rimettere mano al piano perché aveva raggiunto con un 24 mesi di anticipo i pur ambiziosi target al 2008 sia in termini di ricavi, sia di Ebitda.

Una performance di indiscutibile successo, come testimonia la crescita del ricavi del 400% negli ultimi sei anni ottenuta grazie anche ad acquisizioni totalmente autofinanziate per 1,1 miliardi. Successi a cui ha fatto seguito una performance borsistica di altrettanta eccellenza. I titoli della multinazionale romana sono infatti più che quadruplicati negli ultimi tre anni (vedere servizi in pagina).

Ma tale sviluppo dei business, aggiunge i critici, non sarà facilmente riproducibile e quindi appare decisamente arduo mantenere i trend borsistici richiamati. Questo anche perché il titolo, puntualizzano i critici, «tratta a premio sui competitor se si considerano i maggiori rischi e la minore diversificazione geografica».

La Turchia, aggiungono i soliti critici, rappresenta infatti oggi circa il 20% dei ricavi del gruppo e continua a presentare una buona dinamica nella domanda, ma si sono ripresentate le incertezze politiche e quindi pure il rischio cambi. C'è poi l'Italia, ove potrebbe confermarsi la tensione sui prezzi emerse nei primi mesi dell'anno, mentre permangono i dubbi sulle opere infrastrutturali poiché le divisioni emerse all'interno delle stesse forze governative non agevolano il superamento delle problematiche innestatesi lo scorso anno.

Cementir risente inoltre di una dimensione che resta contenuta nonostante lo sviluppo degli scorsi anni, mentre a una componente degli investitori istituzionali appare di non facile comprensione la logica che sottostà ad alcune delle scelte attuate dal gruppo romano inteso in senso allargato. Scelte comunque di indiscutibile successo, come dimostrano le consistenti plusvalenze realizzate.

Raccomandazioni



Le stime di consenso degli analisti

		Min.	Medio	Max
Fatturato (min euro)	2007	976,0	1.063,0	1.139,0
	2008	990,0	1.105,0	1.212,0
Ebitda (min euro)	2007	224,0	252,0	284,0
	2008	236,0	270,0	304,0
Utile netto (min euro)	2007	89,0	107,0	145,0
	2008	96,0	125,0	171,0
Utile per azione (€)	2007	0,550	0,680	0,910
	2008	0,610	0,790	1,080
Cash flow per az. (€)	2007	1,149	1,168	1,190
	2008	1,250	1,286	1,317
EV/Ebitda (volte)	2007	9,68	8,60	7,63
	2008	8,90	7,78	6,91
Target price (€)	2007	9,50	9,90	10,30

Fonte: Consensus fornito dalla società

I CONSIGLI DI...

Intermonte

« Confermiamo il buy perché le prospettive dei mercati su cui opera sono ancora buone e il titolo resta sottovalutato rispetto ai competitor europei anche se ha corso molto e ciò riduce la forza nel breve termine

Mediobanca

« Il nostro outperform è sotto revisione in quanto le quotazioni hanno superato i nostri target e quindi attendiamo i risultati del primo trimestre per aggiornare stime e rating

Cheuvreux

« Manteniamo l'outperform perché la dinamica su tutti i mercati su cui opera si conferma decisamente positiva e superiore alle attese

Ubs

« Rilanciamo il buy perché continua a presentare performance superiori alle aspettative in pressoché tutti i mercati di riferimento

Euro mobiliare

« Ribadiamo l'hold in quanto ha sovraperformato e tratta a multipli eccessivi rispetto ai competitor anche perché è necessario considerare che è meno diversificata e presenta un profilo di rischio più alto