

L'AZIONE DELLA SETTIMANA di Alberto Nosari

Cementir, ricavi 2009 in calo a quota 900 milioni (-17%)

«Il 2009 si delinea complesso anche perché nelle aree dove realizziamo più del 90% dei ricavi c'è stata una contrazione della domanda fra il 20 e il 35 per cento». E la riduzione della produzione, puntualizza Francesco Caltagirone junior, presidente di Cementir holding, «si è accompagnata alla flessione dei prezzi in quasi tutte le aree, anche se il fenomeno è differenziato da paese a paese».

Dinamiche a seguito delle quali, aggiunge il capo azienda, «l'Ebitda margin si è ridotto di cinque punti nel corso del primo trimestre del 2009 e tale trend è stato confermato nel bimestre successivo». Questo anche se, prosegue, «dovremmo recuperare i due terzi della flessione nel corso del secondo semestre grazie anche agli interventi sui costi. Il 2009 dovrebbe quindi chiudersi con una riduzione dei margini nell'ordine del 3%».

Il tutto nell'ipotesi che non si verificano altri fattori destabilizzanti e pur scontando che il 2009 resterà difficile anche perché le ipotesi di recupero della domanda scatteranno solo nel prossimo anno se si concretizzeranno le opere infrastrutturali e gli altri interventi annunciati.

Le proiezioni al 2009 indicano infatti un giro d'affari superiore ai 900 milioni rispetto ai 1.100 milioni dello scorso anno, mentre l'Ebitda dovrebbe collocarsi intorno ai 150 milioni (-30%) con margini in flessione dal 19 a oltre il 16 per cento. Risultati che beneficeranno dei primi effetti delle profonde iniziative attuate sul

fronte dei costi proprio per «adeguarli ai nuovi livelli di produzione imposti dalla contrazione della domanda» come sopra esposto.

Iniziative che si affiancheranno a quelle attuate per «ottimizzare il capitale investito tramite l'utilizzo degli stock e la conseguente riduzione dei magazzini con benefici effetti sulla generazione di cassa». Un cash flow che dovrebbe beneficiare pure delle iniziative in corso per aumentare i tempi di pagamento ai fornitori e ridurre quelli di riscossione dai clienti. E tutto ciò avrà effetti positivi pure sulla posizione finanziaria in quanto l'indebitamento netto dovrebbe scendere al di sotto dei 400 milioni pur avendo scontato 85 milioni di investimenti (-20%) e dopo aver assegnato ai soci i dividendi.

Solidità grazie alla quale affrontare con più serenità le sfide che si aprono considerando che l'attuale momento di crisi potrebbe far emergere pure ottime opportunità di espansione esogena. E questo anche perché, come ricorda il capo azienda, «l'azionista di riferimento ha ampie disponibilità

a cui attingere per soddisfare i fabbisogni di operazioni anche molto più grandi di quelle che potremmo realizzare con le sole forze di Cementir».

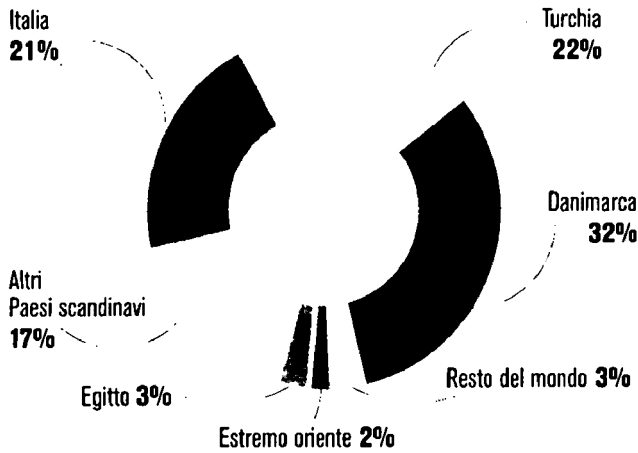
E c'è pure altro poiché la richiamata solidità ci permette di affrontare con maggiore tranquillità pure le difficoltà imposte dall'attuale congiuntura, anche se le proiezioni sul 2010 sono meno nere e lasciano trasparire un recupero significativo anche perché il

gruppo potrà beneficiare di circa 35 milioni di risparmi. Da rilevare al riguardo che il prossimo anno sarà entrato a regime l'impianto egiziano per il cemento bianco completato alla fine del 2008 con un investimento di 110 milioni circa per aumentare la capacità produttiva da 400mila a un milione di tonnellate annue. Impianto che a regime permetterà di raddoppiare la redditività rispetto alla produzione danese anche perché i costi egiziani sono decisamente più contenuti. Un impianto che potrà soddisfare pure i fabbisogni di esportazione del gruppo per l'area del bacino del mediterraneo oltreoceano del Nord America.

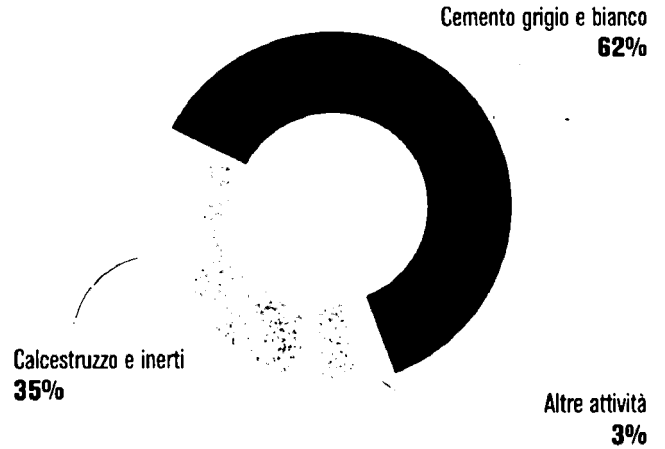
Ma c'è pure altro poiché presto dovrebbe entrare in esercizio il nuovo sito in Cina, dove con 50 milioni di investimenti sarà realizzato un impianto da 600mila tonnellate annue di cemento bianco dedicato al mercato locale. Un impianto che a regime, entro il 2012, genererà 12 milioni di Ebitda all'anno.

La Cementir beneficerà inoltre dei risparmi resi possibili dai 25 milioni di investimenti in corso in Danimarca per aumentare dal 20 al 50% la quota di combustibile alternativo, migliorando quel mix che consentirà alla multinazionale romana di ridurre i costi e aumentare la flessibilità oltreoceano l'indipendenza dal petrolio.

Ripartizione geografica ricavi 2008

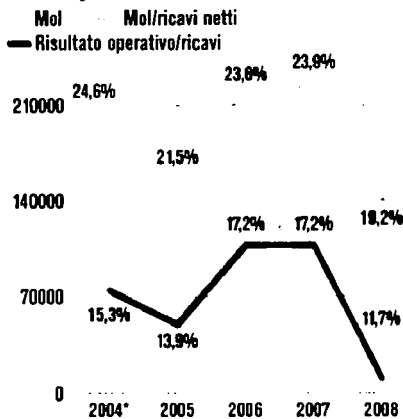


Ripartizione ricavi 2008 per settore di attività



Mol, Mol/ricavi e Ro/ricavi

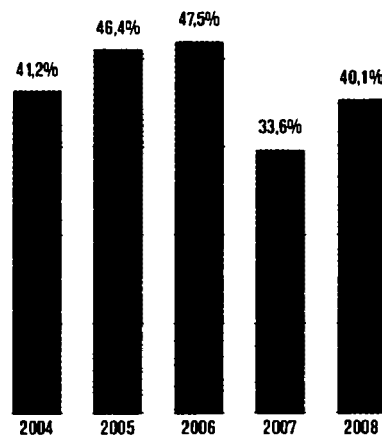
Dati in migliaia di euro



* Nel 2004 e 2005 non sono comparati i dati relativi al merito operativo/ricavi, a causa della riorganizzazione del gruppo nel 2004.

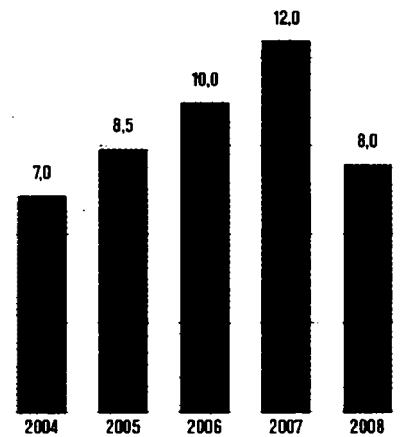
Gearing

PFN/Patrimonio netto



Dividendi per azione

Valori nominali in euro/cent



**Margini ridotti dal 19 al 16%
I debiti scendono a 400 milioni dopo 85 milioni di investimenti**

Francesco Caltagirone junior

Ha assunto il ruolo di capo azienda nel 1996 ed è stato l'artefice dello sviluppo che ha caratterizzato il gruppo, mentre oggi, dopo la riorganizzazione del 2008, è presidente di Cementir Holding



Gruppo Cementir Holding

Valori in migliaia di euro

	31/12/08	31/12/07
ATTIVO		
Immobilizzazioni materiali	937.484	899.741
Immobilizzazioni immateriali	442.589	479.804
Partecipazioni e altre attività non correnti	41.214	37.537
Totale attività non correnti	1.421.287	1.417.082
Rimanenze	147.493	117.114
Crediti e altre attività	188.333	228.651
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	41.639	65.253
Totale attività correnti	377.465	411.018
Attività non correnti destinate alla vendita		
Totale attivo	1.798.752	1.828.100
PASSIVO		
Patrimonio netto di gruppo	979.996	1.033.370
Patrimonio netto di terzi	59.127	52.559

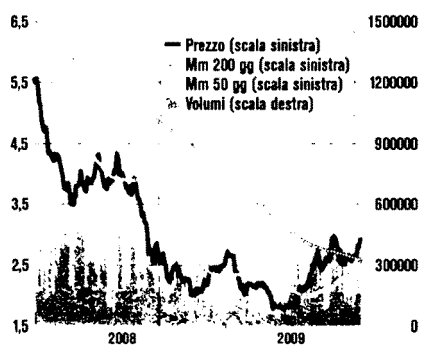
	31/12/08	31/12/07
Fondi relativi al personale	16.090	18.498
Debiti finanziari e altre passività finanziarie	458.071	430.101
di cui a lungo	206.586	197.553
Altri debiti e passività diverse	285.468	293.572
Passività correlate ad attività destinate alla vendita		
Totale passivo	1.798.752	1.828.100
Ricavi	1.092.186	1.147.085
Ebitda	209.227	274.111
Ebit (risultato operativo)	128.142	197.314
Utile (perdita) netto di gruppo	65.273	140.399
Cash flow	151.162	224.321
Grado di copertura		
Capitale investito netto	1.455.555	1.450.777
Patrimonio netto complessivo	1.039.123	1.085.929
Posizione finanziaria netta	-416.432	-364.848

	31/12/08	31/12/07
Indici di bilancio (%)		
Ros	11,73	17,20
Roe	6,66	13,59
Roi	8,80	13,60
Debt/equity (volte)	-0,40	-0,34
Altri dati		
Numero medio dipendenti	3.941	3.853
Dati per azione e multipli di mercato (euro)		
Utile	0,41	0,88
Cash flow	0,95	1,41
Patrimonio netto	6,16	6,49
Dividendo	0,08	0,12
Capitalizzazione totale (mln euro)	397	945
Quotazione az. ord.	2,498	5,942
Yield (%)	3,20	2,02
P/P.M. (prezzo az. ord.)	0,41	0,91
P/E (prezzo az. ord.)	6,09	6,73
P/Cash flow (prezzo az. ord.)	2,63	4,21

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

Analisi tecnica

Andamento di prezzi e volumi del titolo Cementir



Cementir si sta impegnando a fondo per evitare che il movimento degli ultimi due mesi possa sfociare in un testa e spalle di inversione i cui effetti sarebbero quelli di cancellare il rialzo messo a segno dai minimi di marzo a 1,6560 euro. Il superamento di quota 3,15 metterebbe probabilmente fine a tale rischio proiettando il titolo verso il target dei 4 euro (successivo a 4,40 circa). Le prospettive si farebbero invece negative in caso di discese al di sotto di 2,30 introduttive come detto al ritorno verso 1,65. A cura di FTA Online

I «competitor»

I principali concorrenti di Cementir

Competitor	EPS	P/E	EPS	P/E	EPS	P/E
Cementir	0,445	0,22	12,76	9,18	0,47	Tenere
Buzzi Unicem	2,060	0,94	11,57	10,45	0,68	Tenere
Cementos Portland	1,023	2,55	14,88	14,07	0,83	Tenere
Cimpor	3,221	0,26	18,36	16,31	1,46	Sovrappesare
De Portugal	2,331	0,54	15,49	13,50	0,43	Sottopesare
Italcementi	1,670	1,78	11,55	10,80	1,11	Tenere
Titan Cement	1,650	4,28	9,62	8,21	0,93	Sovrappesare
Vicat Sa						

Note: (Eps) = utile per azione; (P/E) = rapporto prezzo su utile; (P/Sales) = rapporto prezzo su ricavi. Fonte: elab. di Amf su dati finanziari

Cementir produce e distribuisce in tutto il mondo cemento grigio, bianco, inerti, calcestruzzo e manufatti in cemento. Dal confronto dei multipli con i concorrenti europei emerge che Cementir, ai prezzi attuali e sulla base del P/e stimato per fine 2009 e 2010, quota a sconto rispetto alla media dei peer, corrispondente a 13,58 volte per il 2009 e a 12,22 per il 2010. Analogo il discorso se si considera il multiplo P/Sales 2009, che per Cementir è pari a 0,47 rispetto alle 0,91 volte della media del campione. Il consensus è attendista per la maggior parte delle società.

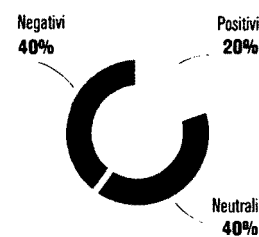
Le prospettive

Le stime di consenso degli analisti

	Fatturato (mln €)		Ebitda (mln €)		Ebit (mln €)		Utile netto (mln €)		Utile per azione (€)		Dividendo	
	2008	2010	2008	2010	2008	2010	2008	2010	2008	2010	2008	2010
Minimo	898	929	129	149	48	66	14	24	0,09	0,15	0,01	0,02
Medio	959	1.003	151	171	71	88	32	44	0,20	0,28	0,06	0,07
Massimo	1.022	1.069	162	186	84	104	43	56	0,27	0,35	0,08	0,10

Fonte: Consensus FactSet

I giudizi



Recupera il 60% dai minimi

Cementir si ripositiona a 2,7 euro e consolida un recupero del 60% rispetto al minimo di 1,66 euro del 9 marzo, anche se le quotazioni restano al di sotto dei 3,05 euro del 6 maggio e il gap balza al 77% se il confronto viene effettuato sul massimo di 11,64 euro del 9 luglio 2007 quando è scattata quel trend discendente che ha portato i prezzi sono al minimo citato.

Penalizzazione considerata eccessiva dalla maggioranza degli analisti che segue il titolo, anche se non mancano voci diverse come quella di Banca Leonardo, dove rilanciano il *sell* dopo aver rivisto il target price da 1,5 a 1,4 euro perché «i risultati del primo trimestre sono stati inferiori alle attese e pressochè tutti i Paesi di operatività hanno avuto una forte contrazione della domanda a eccezione di Egitto e Cina, il cui peso resta però contenuto».

Considerazioni centrali pure per Centrosim, dove sono passati da *neutral* a *sell* il 23 aprile perché «abbiamo previsto un forte calo di ricavi e margini a causa della riduzione della domanda di cemento nei principali mercati di riferimento». Oggi restiamo negativi anche perché, concludono, «lo scenario congiunturale resta difficile e non ravvisiamo ancora i segnali dell'attesa inversione del trend congiunturale».

Analisi rigettata da Equita, che ripropone il *buy* perché «i multipli sono molto interessanti pur incorporando uno scenario 2010 non particolarmente aggressivo, mentre a

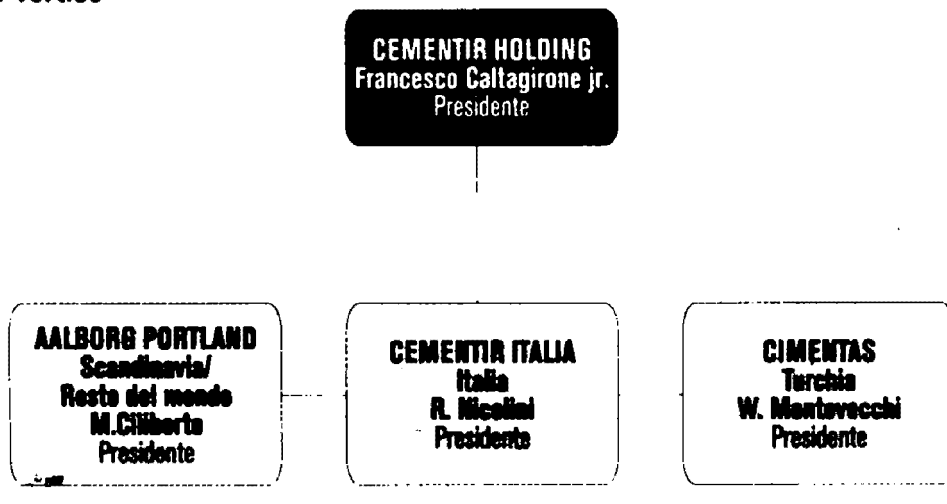
partire dal secondo semestre del 2009 emergeranno gli effetti della riduzione dei costi, in particolare quelli energetici, e quelli attinenti alla ristrutturazione in corso per tagliare i costi e migliorare l'efficienza».

L'indicazione di acquisto con rating *outperform* è riproposto pure da Mediobanca perché «è sottovalutata rispetto ai competitor e rappresenta uno dei titoli che più beneficerà dell'eventuale avvio del piano casa e presenta una diversificazione geografica più favorevole poiché è esposta solo marginalmente nelle aree che più hanno sofferto per il crollo dei volumi come Usa ed Est Europa, Russia inclusa».

Sul fronte dei cauti si colloca invece Intermonte, dove ripropongono il *neutral* perché «il 2009 sarà ancora un esercizio di transizione in quanto è esposta a due mercati difficili quali Italia e Turchia, ma tratta con uno sconto eccessivo rispetto al valore patrimoniale anche senza considerare le potenzialità di un gruppo guidato da un management eccellente». L'*hold* è riproposto pure da Cassa Lombarda perché «presenta fondamentali deboli ed è esposta in alcune aree difficili quali l'Italia e la Turchia, anche se crediamo che il management stia lavorando bene sul fronte dell'efficienza e del controllo dei costi, oltretutto nello sviluppo dei Paesi emergenti». Consigliamo di mantenere il titolo in portafoglio anche perché «a partire dal 2010 potrà beneficiare dei grandi lavori infrastrutturali».

La distanza dal massimo resta al 75%

Il vertice



I punti di forza...



Solidità patrimoniale Buona diversificazione

Cementir è una delle più solide società del comparto e può fare leva sulla leadership nel cemento bianco, più redditizio e meno esposto all'evoluzione della congiuntura, mentre le iniziative messe in atto da un management considerato di eccellenza dalla grande maggioranza degli analisti che segue il titolo hanno permesso al gruppo di conseguire una buona diversificazione tramite una serie di acquisizioni poi integrate con successo.

■ **Solidità patrimoniale.** Cementir ha chiuso il 2008 con 420 milioni di debiti e 210 milioni di Ebitda. Dati dai quali emerge un rapporto debiti/ebitda pari a due mentre i principali operatori si collocano ben al di sopra con alcuni picchi nell'ordine di sei. Ma c'è pure altro poiché il gruppo a cui appartiene Cementir è considerato fra i più liquidi del nostro paese e ciò offre importanti vantaggi competitivi alla multinazionale romana.

■ **Leader nel cemento bianco.** Settore dove le capacità produttive sono destinate a rafforzarsi in misura significativa poiché il gruppo, pur escludendo le iniziative in Cina e le 600mila tonnellate di nuova capacità destinate al mercato locale, ha visto aumentare la propria produzione in Egitto da 400mila a un milione di tonnellate all'anno. Iniziative con importanti impatti sulla redditività di un'area d'affari che è meno esposta ai trend e più redditizia del business tradizionale.

■ **Vertice d'eccellenza.** La società romana è guidata da un management considerato d'eccellenza dalla quasi totalità degli analisti anche perché ha saputo integrare con successo quelle acquisizioni realizzate a costi compatibili anche per diversificare il posizionamento geografico. Diversificazione considerata buona pur scontando una dimensione contenuta rispetto ai colossi del settore.

■ **Controllo dei costi e azionisti stabili.** La solidità patrimoniale è un dato certo così come la potenza di fuoco dell'azionista di controllo, che può garantire alla Cementir un vantaggio competitivo importante anche sul fronte della crescita esogena, mentre la gestione organica beneficerà della capacità di controllo costi e aumento efficienza.

...e quelli di debolezza



Congiuntura difficile e visibilità contenuta

La congiuntura si conferma difficile e la domanda di cemento ne risente in misura marcata poiché negli ultimi sei mesi è crollata fra il 20 e il 30% nelle principali aree di operatività di un gruppo che oltretutto risente di una dimensione contenuta rispetto ai colossi che popolano il settore. Il mix paese resta quindi inferiore all'ottimale, mentre molte aree di operatività non sono interessate dagli interventi infrastrutturali come la Scandinavia. Ci sono poi i temi più prettamente borsistici e con essi quello della visibilità e della comunicazione.

■ **La congiuntura resta difficile.** Il trend congiunturale si conferma difficile anche se il crollo dei consumi sembra essersi interrotto lasciando intravedere alcune timide riprese negli ordini, ma l'uscita dal tunnel resta lontana poiché il positivo trend emerso del recente passato deve ancora consolidarsi.

■ **La domanda di cemento.** Resta sotto pressione in quasi tutte le aree di operatività del gruppo a eccezione dell'Egitto e della Cina poiché la domanda è funzione di quella congiuntura che resta difficile, mentre gli interventi messi in cantiere dai governi sul versante infrastrutturale interesseranno solo marginalmente Cementir poiché non coinvolgono né la Scandinavia né la Turchia, mentre in Italia gli effetti restano incerti ed emergeranno solo nel medio termine con un 2009 che quindi si conferma difficile.

■ **Borsa e performance.** Il titolo della multinazionale romana ha sofferto in misura marcata anche se ha recuperato più del 60% dai minimi del 9 marzo. Questo in quanto le dimensioni sono contenute rispetto ai colossi che popolano il settore, mentre la diversificazione geografica è inferiore a quella di molti competitor e la società non è presente negli Usa, l'area che negli ultimi anni ha sofferto più di altre ma dove la ripresa dovrebbe essere più rapida. Nel contempo la visibilità resta contenuta anche perché, come sottolineano i critici, la comunicazione è inferiore alle potenzialità della società e alle richieste degli operatori finanziari.