Good Morning

EQUITA SIM SpA

Azionario Italia

research@equitasim.it

lunedì 16 novembre 2009

NOTIZIE PRICE SENSITIVE

Acea — BUY - L - Target €10.8 - Close €7.41

3Q09 ancora debole. Le stime di EBITDA potrebbero essere ridotte del 5-7%. Target e raccomandazione under revision

Il 3Q09 ha registrato un calo dell`EBITDA del 8% (attesa -6%) a 134 mn ancora a causa dell`area energia e vendita scesa da 25 a 13 mn e dell`area corporate negativa per € 10 mn, dovuto a costi one-off (12 mn). Le altre aree hanno invece registrato un andamento positivo: netwroks +10% a 63 mn, Water +6% a 62 mn e WTE +6%. L`EBIT è sceso del 24% a 67 mn (attesa 72 mn) e il risultato netto è stato negativo per 60 mn (-5 mn sui 9 mesi) a causa della moratoria fiscale che ha impattato per 87 mn. Negativo infine il dato del debito peggiorato di 130 mn nel trimestre a € 2,108 mn a causa del peggioramento del circolante e di capex per 125 mn nel periodo.
Ci riserviamo di rivedere le stime sull`intero anno in seguito alla guidance della conference call ore 12. L`EBITDA sull`anno potremmo ridurlo del 5-7% Il dividendo potrebbe essere ridotto rispetto agli attuali 43 cents.
Il titolo rimane decisamente cheap a circa 10x gli ultili 2010, nel breve andrà verificato l`andamento del debito e il futuro della JV con Suez-GDF. Target e raccomandazione under revision.

Acea PE 09=15.2x EV/EBITDA 09=5.8x DY 09=5.8%

Atlantia — BUY - L - Target €22.3 - Close €17.66

EBITDA +6% grazie alle efficienze (19 mn). Bottom line impattata da svalutazioni

I risultati sono stati positivi a livello di EBITDA in crescita del 6% a 681 mn, grazie a maggiori efficienze (19 mn) e altri ricavi non autostradali più elevati. (13 mn). Costo del lavoro in crescita del 3.7% rispetto al 2.7% atteso, mentre gli altri costi scendono del 10%, di cui -5% circa dovuto a minori lavori per terzi della controllata Pavimental.. Una modifica normativa, neutrale per le concessionarie, integra le tariffe con il canone da pagare ad Anas rendendo più difficile il confronto yoy. Il fatturato da pedaggio in calo dello 0.6% a livello omogeneo è leggermente peggio delle stime. Il traffico del gruppo è salito del 2.1% nel trimestre contro il +2.4% della parent company (già annunciato), con un traffico leggero +3.7% e il pesante -4.5% (ASPI -4.5% il leggero e -5.5% il pesante). Ad ottobre il traffico di ASPI è in crescita dello 0.6% (nostra stima flat), ancora bene il leggero +3.7% e pesante -8%. L`utile netto è invece peggiore (196 mn contro 281 mn) per svalutazioni da 67 mn di Stalexport e 54 mn per IGLI.
Sull`intero anno le stime sono confermate a livello di EBITDA (+2% a € 2,157 mn), mentre aggiustiamo la bottom-line per le svalutazioni (91 mn) e maggiori ammortamenti da 766 mn a 680 mn (utile adjusted -2% a 700 mn).La nostra idea forte sul titolo è confermata in quanto: 1 - gli obiettivi di efficienze per 30 mn sull`anno sono confermati; 2 - le aspettative di ripresa sul traffico nel 3Q09 e 1Q10 rimangono invariate.

Atlantia PE 09=13.2x EV/EBITDA 09=9.4x DY 09=4.2%

Bca Pop Emilia Romagna — BUY - M - Target €13 - Close €9.89

Un altro quarter di qualità (utile netto 75mn vs 67mn exp) grazie ai ricavi core. cT1 vicino al target (7.5%), l`aumento di capitale è necessario?

BPE ha riportato un altro quarter di risultati migliori delle attese e di qualità: l`utile netto è superiore alle stime (75mn +10% YoY vs 67mn) grazie a ricavi core 6% più elevati (467mn -6% YoY vs 441mn). Annualizzando il 3Q - che non comprende straordinari - otterremo un risultato 50% sopra le nostre stime 2010, e BPE tratterebbe con un Adj PE di 8x.
Nel 3Q si registrano trend migliori del settore sia sul NII che sulle fees, a conferma del potenziale di miglioramento della performance operativa: il NII è calato del 13% QoQ (ns stima -15%) mentre le fees sono cresciute del 28% (+8% LFL) vs +12% grazie all`attività bancaria tradizionale e all`AM.
Il più alto costo del rischio (90bps vs 72bps) è l`unico elemento di delusione: ci sono state maggiori rettifiche sia sul perimetro core (78bps vs 72bps) che su Meliorbanca (17mn vs 5mn). Non siamo eccessivamente preoccupati perché la qualità dell`attivo è in miglioramento (generazione crediti dubbi da 6% del 2Q a 2.7%).
La CF generation è stata superiore al previsto perché il cT1 è migliorato di 20bps a 7.1%: crediamo che BPE possa raggiungere l`obiettivo di piano di 7.5% a fine anno. L`aumento di capitale da 250mn non ci sembra più necessario: per questo motivo probabilmente la decisione finale tarda ad arrivare.

B.ca Pop. Emilia R. PE 09=15.7x DY 09=1.8%

Il presente documento vi è stato consegnato unicamente per fini informativi e non può essere riprodotto né distribuito, direttamente o indirettamente, a nessun'altra persona ovvero pubblicato, in tutto o in parte, per nessuno scopo, senza specifica autorizzazione di EQUITA SIM. Accettando il presente documento, siete vincolati ad osservare le limitazioni sopra indicate

Banco Popolare — BUY - L - Target €7.3 - Close €6.24

Risultati di bassa qualità (utile adj 139mn vs 144mn), cessioni in ritardo ma l`equity story è intatta.
Utile 2010-11 -6%, target price da 7.5 a 7.3ps.

I risultati di BP sono inferiori alle attese (Utile Adj 139mn vs 144mn) perché le revenues core (745mn -12% YoY) sono 4% sotto più basse a causa delle commissioni mentre le rettifiche su crediti sono superiori (82bps vs 72bps e c65bps nel 1Q e 2Q). Il mercato sconterà negativamente il ritardo sulle cessioni (factoring e Newco Uno). Crediamo si tratti di turbolenze di breve che non mutano l`equity story. Infatti:
- il costo del credito è più alto del previsto e della guidance della società (70bps), ma guardando ai 9M (72bps) il target è rispettato. Inoltre i crediti dubbi sono stabili QoQ (+2% QoQ), l`aumento dei ristrutturati (+312mn) è legato a 3 posizioni che hanno già annunciato/realizzato aumenti di capitale.
- le cessioni non avverranno a ogni costo: ci sembra una posizione da condividere, vendite forzate non sono nell`interesse dell`azionista. Factorit verrà ceduta entro fine anno solo se ci sarà l`accordo sul prezzo con una controparte in short list. La vendita degli asset di Newco Uno è temporaneamente sospesa perché si sta negoziando con le controparti per evitare rischi legali dal repossesion dei beni. Entro fine anno verranno realizzati c1bn di asset; si tratta di un obiettivo ragionevole perché è sufficiente l`accordo con 3 controparti data la dimensione media dei contratti (350mn). No comment su Efibanca, il che implica che le trattative sono in una fase cruciale.
Abbiamo ridotto del 6% le stime 2010-11 e il target da 7.5 a 7.3 ps.

B.co Popolare PE 09=15.2x DY 09=0.6%

Cobra — HOLD - H - Target €1.95 - Close €2.14

3Q inferiore alle attese impone ulteriore limatura di stime e target (-3%) - Chiusura deal con Tracker Network attesa a breve

3Q leggermente inferiore alle attese a tutti i livelli, a causa di un fatturato leggermente inferiore e qualche ritardo nell`implementazione del taglio dei costi:
- Revenues -33% a 27.4 mn (YTD -21% a 76.4 mn) vs attesa +1% a 28.5 mn
- Ebitda -39% a 1.4 mn (YTD perdita 1.9 mn vs 10.3 mn utile netto) vs attesa -21% a 1.8 mn; in netto recupero la redditività della divisione LBS (EBITDA 15% vs 7.5% nel 1H)
- Ebit negative per 1 mn (YTD loss of 9.9 mn from 2.9 mn net profit) vs attesa perdita -0.9 mn
- debito netto circa 56 mn (da 52 mn a giugno) vs attesa 54 mn, penalizzato da magazzino rimasto stabile

Inevitabile una limatura alle guidance FY09:
- revenues 104-108 mn (da precedente 107/114 mn),
- EBITDA positivo (da precedente +3.5/6.5 mn)
- net debt 55 mn (da precedente 50 mn)

Pur essendo già posizionati nella parte bassa/leggermente sotto la FY09 guidance (fatturato 110 mn, EBITDA 3.3 mn e debito netto 49 mn) è inevitabile una riduzione delle nostre stime. Target -3% a 1.95 PS, in attesa della chiusura del deal con Tracker Network (cessione potenzialmente fino al 20% della divisione LBS che potrebbe ristabilire una certa stabilità finanziaria).

Cobra PE 09=nm EV/EBITDA 09=59.4x DY 09=0.0%

Danieli — BUY - H - Target €21.0 - Close €17.64
Danieli Risparmio — BUY - H - Target €13.7 - Close €8.84

Maxi commessa in Arabia Saudita (valore intorno ai $ 600 mn)

Diverse agenzie di stampa (anche Bloomberg) riportano che DAN si è aggiudicata una nuova commessa per la costruzione di un`acciaieria completa In Saudi Arabia. Il nuovo impianto avrà una capacità di produzione di 1 mn di tonnellate/annue di billette. Il cliente è la Sabic (uno dei maggiori produttori di acciaio del medio-oriente) attraverso la sua controllata Hadeed. Non conosciamo il valore assoluto della commessa ma riteniamo che il valore possa aggirarsi intorno ai $ 600 mn.
Si conferma inoltre che i paesi arabi continuano ad investire con un petrolio stabilmente al di sopra dei $ 60-70 al barile. Per la DAN il Middle East rappresenta circa il 30% dei ricavi.
Con quest`ordine la raccolta ordini del gruppo dopo meno di 5 mesi ha già superato € 1 bn. La nostra stima sul FY di 1.3 bn è quindi molto prudente e necessiterà un upgrade nei prossimi giorni.
Titolo cheap (201 P/E < 10x e P/BV di 1.1x), di grande solidità (net cash di 750 mn) e qualità (raccolta ordini tonica anche in momenti difficili).

Danieli PE 09=10.6x EV/EBITDA 09=3.1x DY 09=1.3%
Danieli sav. PE 09=5.3x EV/EBITDA 09=- DY 09=3.1%

Il presente documento vi è stato consegnato unicamente per fini informativi e non può essere riprodotto né distribuito, direttamente o indirettamente, a nessun'altra persona ovvero pubblicato, in tutto o in parte, per nessuno scopo, senza specifica autorizzazione di EQUITA SIM. Accettando il presente documento, siete vincolati ad osservare le limitazioni sopra indicate

EQUITA

Dea Capital — HOLD - H - Target €1.83 - Close €1.35

Risultati 3Q09: NAV reported a € 2.57 (vs 2.61 1H09, -1.5%) principalmente per variazione negativa fair value Santé e fondi IDeA. Target confermato.

* NAV reported a € 2.57 (vs 2.61 di fine 1H09, -1.5%) per variazione negativa fair value Santé e fondi IDeA
* Il ptf investimenti è cresciuto a 796.3 mn (67% Private Equity, 13% quote in Fondi e 20% Alternative Asset Mgmt) vs 782.5 mn 1H09, per effetto degli investimenti effettuati nei fondi IDeA
* NFP consolidata -23 mn vs -20 mn attesi (-0.1 1H09) per capital call su fondi IDEA
* Perdita netta consolidata 9M09 (poco significativa per una holding) -21.9 mn (-10.8 mn nel 3Q) per effetto dell`attività di Private Equity (-14.9 mn) e effetti allocazione di una parte del prezzo di acquisto di First Atlantic e IDea (-5.5 mn)
* Lo IAS1 (risultato comprensivo degli utili a PN) chiude i 9M con un utile di 4.4 mn (3Q09 -10.8 mn, per effetto di variazione negativa fair value Santé e fondi IDeA)

A livello di partecipate nessuna sorpresa significativa rispetto alle ns attese:
- Migros (35% del NAV): ebitda YTL 106 mn (9M 298 mn) e perdita netta di 16 mn (9M utile 95 mn) in linea con le attese; - GDS (17% del NAV): aveva già riportato dei buoni numeri e in linea - FARE (11% del NAV): utile netto 3Q 3.5 mn vs 1.9 mn attesi (9M 7.3 mn); - IDEA (9% del NAV): utile netto pro-quota DEA 3Q a 0.8 mn vs 1.5 mn attesi (9M 2.3 mn).

* Valutazione invariata a € 1.83, principalmente per aumento valutazione GDS (a 126 mn dai 100 mn prec, per aumento multipli di settore) compensata da riduzione fair value fondi.

Dea Capital PE 09=nm EV/EBITDA 09=- DY 09=0.0%

Enia — BUY - M - Target €7.5 - Close €4.97

Risultati Enia in linea con le attese. Forte crescita YoY grazie ai servizi Idrici.

Come atteso Enia ha riportato risultati in forte crescita (+11%) a livello operativo:
- Ebitda a 134 €mn (+11%) vs 132 €mn atteso
- NI a 25.8€mn (+7%) vs 24 €mn atteso
- Debito a 682 € mn vs 680 € mn atteso (in miglioramento vs il 1H09)

Performance ottenuta grazie al contributo della divisione servizi idrici che cresce del 22% a livello di ebitda grazie agli aumenti tariffari rilasciati con il nuovo piano di investimenti. Bene anche il district heating a +22% YoY.
Nessun chiarimento sul fronte della fusione con Iride (negativo). Il management conferma l`obiettivo di concludere l`operazione entro il 1° di gennaio ma anche che ancora restano da risolvere i problemi relativi: - all`impatto della moratoria fiscale Iride sul concambio a 4.2; - l`effetto della normativa sui servizi pubblici che obbliga I soci pubblici della nuova iride a scendere sotto il 30%.
Su Delmi confermato l`interesse ad acquisire assets, ma Il CEo Viero non ha escluso nemmeno la possibilità di una liquidazione finanziaria. Confermiamo BUY e tgt a 7.5 (che andrebbe a 7 in caso di fallimento della fusione).

Enia PE 09=15.0x EV/EBITDA 09=6.7x DY 09=5.0%

Eurotech — HOLD - H - Target €3.15 - Close €3.1

Risultati 3Q09 leggermente peggio. Riviste al ribasso le stime 2009-11 (ebitda 2009/10/11 a 3/10/14 mn da 11/14/17 mn prec).Tgt -5% a 3.15.

- ricavi = -10% a 18.6 mn vs 19 mn attesi (9M09 -8.4% a 57.5 mn). Ancora debole il Giappone (-28.8% e -41% l-f-l, 25% delle sales), per la crisi del settore semiconduttori, e l`Italia (-37%, 6% delle sales) per la stagnazione di alcuni mkt di sbocco (eg settore trasporto pubblico). Bene invece gli Stati Uniti (+7.7% e +2.5% l-f-l, 49% delle sales) in particolare nella difesa e medicale.
- Gross Margin 50.8% a 9.5 mn vs 10.3 mn (54.2%) attesi
- EBITDA = 0.02 mn vs -0.7 mn attesi (9M09 -1.1 mn). La differenza rispetto alla ns stima è legata a minori costi fissi che vengono mantenuti sotto controlli.
- Perdita netta = -2.5 mn vs -1.7 mn attesi (9M09 -8.7 mn)
- NFP = -3.6 mn vs -3.8 mn attesi da -3.8 mn di fine 1H09.

Abbiamo rivisto al ribasso le nostre stime dopo il 3Q09: ridotte le sales 09E a 85.3 mn (-7% YoY) dai 107 mn prec., e Ebitda a 3.2 mn da 11 mn prec. Sul 2010 stimiamo ora sales a 98.6 mn (+15.6% YoY) dai 115 mn prec., e Ebitda a 9.6 mn dai 14 mn prec. Nel 2011 stimiamo sales a 108 mn e ebitda 14 mn. Target -3% a € 3.2 PS (da 3.3) per riduzione stime, compensato da spostamento valutazione a fine 2010 e riduzione wacc al 7.8% da 8.1%.
Oggi conference call alle 16:00 CET (Italy +39 02.3600.5955, UK +44 (0) 1452.587.427, US 1.866.551.6755 - entry code to the conference is: 39488691).

Eurotech PE 09=nm EV/EBITDA 09=35.5x DY 09=0.0%

Il presente documento vi è stato consegnato unicamente per fini informativi e non può essere riprodotto né distribuito, direttamente o indirettamente, a nessun'altra persona ovvero pubblicato, in tutto o in parte, per nessuno scopo, senza specifica autorizzazione di EQUITA SIM. Accettando il presente documento, siete vincolati ad osservare le limitazioni sopra indicate

EQUITA

Immobiliare Grande Distribuzione — HOLD - H - Target €1.45 - Close €1.49

Aggiornamento del business plan 2009-13 senza particolari novità - NAV e target +3.5% per riduzione della svalutazione attesa nel 2H09

* Business plan 2009-13 che consideriamo ragionevole, fatto più di conferme che novità rispetto al precedente (2008-12 del maggio 2007):
- investimenti a 750 mn, o/w 600 già noti e 150 negli ultimi 2 anni del BP (vs 800 mn del precedente BP)
- D/E massimo a 1.5x (confermato) che si prevede venga raggiunto nel 2011
- EBITDA margin target dal 68% nel 2009 al 77% (vs 75-78%)
- yield medio del portafoglio immobiliare 6.3%-6.5%
- obiettivo portafoglio immobiliare di 2.2 bn (da 1.5 bn attuale), quasi totalmente per investimenti, data l`attesa di rivalutazioni nei 5 anni per soli 30 mn
- cessioni per 60/70 mn (nel precedente non previste): 5 assets in Romania (2 in più), 20% del progetto di sviluppo a Livorno e azioni proprie (a NAV)
- tutto a pari perimetro in quanto ad oggi non è stato realizzato alcun progresso concreto nel piano di aggregazione con altre cooperative o portafogli terzi (ovviamente non inclusi)
* NAV (2.3+ PS) e target (1.45 PS) +3.5% perché riduciamo svalutazioni attese nel 2H (di circa 20mn): dalla confcall è emerso che la rivalutazione dei nuovi centri avviati con yield >7% compenseranno eventuali altre svalutazioni.
* Q3 sostanzialmente in linea:
- ricavi +4% a 28,6 mn vs attesa 30mn (ma -15% sequenziale per debolezza servizi e Romania)
- EBIT +15% a 18.4 mn vs attesa 18mn
- utile netto +11% a 7.6 mn vs attesa 6 mn per minori oneri finanziari
- debito netto 895 mn vs attesa 910mn

Igd PE 09=nm EV/EBITDA 09=18.5x DY 09=3.5%

Iride — BUY - M - Target €2.05 - Close €1.28

Risultati Iride in forte crescita e superiori alle stime. Nessuna novità sul fronte fusione.

Iride ha riportato risultati in forte crescita e superiori alle stime nei 9M09:
- EBITDA a €290mn (+16% YoY) vs. our €276mn expected;
- Adj. NI a 93 € mn (+33% YoY) vs 87 € mn expected (esclusa l`impatto della moratoria fiscale);
- Rep. Net Loss at -10 € mn vs -16 € mn expected. NI I(inclusa la moratoria fiscale per 103 €mn),
- Debt at €1.42 € bn in linea e con un miglioramento di 86 € mn rispetto al 1H09.

Forte crescita è stata ottenuta grazie alla contribuzione piena del nuovo impianto GT2, alle maggiori produzioni Hydro (+62%) e alla vendita tramite bilaterali che ha contribuito a contenere gli effetti della volatilità prezzi. Buona quindi la performance della divisione Generazione che cresce del 76% YoY più che compensando l`attesa diminuzione nelle altre divisioni. Non alziamo le stime sull`anno poichè molto dipenderà dall`andamento della stagione termica, ad ogni modo riteniamo che il ns tgt Ebtida a 386 € mn sia molto visibile implicando una riduzione del 20% YoY della divisione Generazione nel 4Q.
Nessun chiarimento sul progetto di fusione (negativo). In conference Enia, il management ha confermato la volontà di concludere il processo entro il 1 gennaio. Confermiamo BUY e target a 2.05. Riteniamo che Iride sia una buona opportunità di investimento indipendentemente dal risultato della fusione, attualmente non prezzata negli attuali corsi azionari.

Iride PE 09=39.0x EV/EBITDA 09=6.8x DY 09=3.9%

Italmobiliare — HOLD - H - Target €38 - Close €32.07
Italmobiliare Sav — HOLD - H - Target €29 - Close €21.97

Pochi spunti dalla trimestrale - Aggiornamento NAV e target +20% circa

- Cassa netta sistema holding sostanzialmente in linea con le attese a 235 mn (vs 214 mn a giugno)
- utile netto capogruppo nei 9 mesi +16% 75 mn (favorito da rivalutazione asset finanziari e plusvalenze per cessione asset immobiliari), che lascerebbe spazio ad un ritorno del dividendo
- pochi spunti dagli altri asset: Sirap Gema (3% del Nav) con un 3Q in recupero e gli asset bancari (6% del Nav) ancora in lieve perdita.
- Target +19% a 38 PS per le ord per il solo aggiornamento del NAV (oltre 55 PS); risparmio +24% a 29 PS (continaundo ad applicare sconto del 30% vs ord); a fronte dell`elevato sconto ad oggi permane l`assenza di catalyst.

Italmobiliare PE 09=18.8x PNAV 09=0.51x DY 09=3.1%

Il presente documento vi è stato consegnato unicamente per fini informativi e non può essere riprodotto né distribuito, direttamente o indirettamente, a nessun'altra persona ovvero pubblicato, in tutto o in parte, per nessuno scopo, senza specifica autorizzazione di EQUITA SIM. Accettando il presente documento, siete vincolati ad osservare le limitazioni sopra indicate

EQUITA

Panaria — HOLD - H - Target €2.4 - Close €2.05

Risultati 3Q leggermente meglio. Alziamo stima di ebitda 2010 a € 29.5 mn (da 25 mn) per incorporare riduzione costi. Target a € 2.4 (+30%). Hold confermato

Numeri PAN leggermente meglio delle attese
- sales -14.8% a € 65 mn (noi € 66 mn). Nei 9M ricavi -15.4% a € 214 mn
- ebitda -23% a 5.9 mn (noi € 5.5 mn), con un margine del 9.1% (8% nel 2Q e 5.1% nel 1Q).

Nei 9M ebitda a € 15.8 mn (vs € 31.3 dei 9M08). Tra gli effetti del calo YoY: volumi (-13.5 mn), minore assorbimento costi fissi (-3 mn), risparmi energetici (+2 mn) .Prezzi medi sono rimasti invariati.
- Debito netto intorno ai 94 mn (avevamo € 95 mn).

Pochi spunti sul futuro, dove rimane un clima di forte incertezza mentre continua l`attività di razionalizzazione costi e di abbassamento del break.-even point.
Noi abbiamo rivisto al rialzo la nostra stima di ebitda 2009 a € 21.7 mn (da 19 mn), e quella 2010 a € 29.5 mn (da 25 mn) per riflettere i risparmi di costo realizzati (sul 2010 incorporiamo un fatturato +3%).Il nostro target sale a € 2.4 ps (+30%). Confermiamo HOLD perché sebbene il titolo abbia già sottoperformato (-10% Ytd) e i multipli 2011 siano ragionevoli (ev/ebitda 4.5x e P/E di 10x), la visibilità su un recupero resta ridotta.

Panaria PE 09=nm EV/EBITDA 09=8.3x DY 09=0.0%

Saipem — HOLD - M - Target €23.6 - Close €22.1

Nuovi contratti nell`onshore construction per € 500 mn

Saipem si è aggiudicata nuovi contratti nell`onshore construction per complessivi € 500 mn. Uno dei contratti rigurda la realizzazione di un molo e delle strutture marittime relative al progetto LNG di Gorgon (Australia) e sarà ultimato nel 2013. Gli altri contratti sono stati vinti in Kuwait (sostituzione di sistemi di compressione), e in Italia-Canada-Kazhakstan (nell`area di business Rinnovabili e Ambiente) Ricordiamo che la redditività di questa divisione è inferiore alla media di gruppo (circa 6% ebit margin vs 11%). Year to date la raccolta ordini dovrebbe essere leggermente sopra i € 8.5 bn (noi abbiamo 9.1 bn sul FY).

Saipem PE 09=13.9x EV/EBITDA 09=8.2x DY 09=2.4%

Seat Pagine Gialle — HOLD - H - Target €0.22 - Close €0.2

Confermate le FY09 guidance. Limiamo le stime ma upgradiamo a Hold dopo profonda underperformance e per risparmi su debito. TGT 0.22 (+22%)

Sales -13.1% a 346 mn (consensus era 359 mn)
EBITDA 185 mn cala del 12.3% peggiorando il -9% 1H ma 5 mn meglio del consensus
La perdita di -25 mn sconta 92 mn di write down per Thomson UK
Dalla conference è emerso che l`EBITDA 2009 sarà nella parte bassa della FY09 guidance 520-540 mn. Confermato l`obiettivo di debito di 2.75 bn.
Indicato che la raccolta 1H10 sarà allineata a quella degli ultimi trimestri (print in calo a doppia cifra). Riduciamo le stime di Domestic Sales 2010 del -3% a ma ipotizziamo che in parte siano recuperate da azione sui costi. Stimiamo ora un 2010 Group EBITDA di 508 mn (-3% su 2009).
Sospendiamo il rating negativo dopo la profonda under performance del titolo (-78% relative da inizio anno e da ns. reduce del 10/2) ed in considerazione del temporaneo beneficio in termini di risparmio di costo del debito (es. nei 9M09 il calo del costo interessi per 40 mn ha quasi compensato il calo di EBITDA). L`incremento di valutazione sconta anche un`ipotesi di long term cost debt inferiore al precedente (spread 700bp vs precedente 750bp).

Seat Pagine Gialle PE 09=5.1x EV/EBITDA 09=5.9x DY 09=0.0%

Il presente documento vi è stato consegnato unicamente per fini informativi e non può essere riprodotto né distribuito, direttamente o indirettamente, a nessun'altra persona ovvero pubblicato, in tutto o in parte, per nessuno scopo, senza specifica autorizzazione di EQUITA SIM. Accettando il presente documento, siete vincolati ad osservare le limitazioni sopra indicate

EQUITA

Snai **BUY - H - Target €4.5 - Close €3.28**

Buoni risultati in un trimestre stagionalmente poco significativo e con un pay-out elevato. Stime 2009 ora decisamente più visibili.

In un trimestre stagionalmente leggero e impattato a livello europeo da un alto pay-out, i risultati 3Q09 sono stati positivi e tali da portare buona visibilità alle stime FY:
- sales +3% a 115.1 mn vs. 107.6 mn atteso
- ebitda +13.4% a 13.2 mn vs. 11.5 mn atteso
- netto -6.7 mn vs. -12.1 mn atteso per contabilizzazione di imposte differite attive (2.2 mn), oltre che per il maggiore ebitda e minori ammortamenti.
- NFP -275 mn, vicina ai -273 mn attesi. La cassa a fine settembre era di 40 mn, in grado di coprire il fabbisogno per la rata sulle VLTs (circa 38 mn).

Le stime FY09 ci sembrano ora molto visibili (4Q09 ebitda implicito di 30 mn) visti i volumi stagionalmente più elevati del 4Q e il dato di pay-out di Ottobre molto favorevole (70% vs. 76.7% scontato sul 4Q09). Ci aspettiamo un chiarimento a breve sul rifinanziamento del debito.

Snai PE 09=nm EV/EBITDA 09=6.8x DY 09=0.0%

ALTRE NOTIZIE

Ciccolella **HOLD - H - Target €1.1 - Close €1.**

Numeri 9M in linea con le attese. Oggi la conference, dopo la quale lavoreremo sulle nostre stime 2009.

Numeri Ciccolella 9M in linea con le attese.
1) ricavi a € 310.5 mn vs nostra stima di € 312 (era € 361 mn nei 9M08)
2) ebitda positivo per € 3.7 mn rispetto un`attesa di € 3.6 mn (era € 6.6 mn nei 9M08)
3) nfp negativa per circa € 261 mn (era € 252 a giugno), vs nostra stima di € 260 mn
Oggi alle 17.30 prevista una conference con gli analisti.

Dopo la conference lavoreremo sulle nostre stime che sul 2009 attualmente prevedono ricavi di € 439 mn ed un ebitda di € 33 mn.

Ciccolella PE 09=nm EV/EBITDA 09=13.9x DY 09=0.0%

Dea Capital **HOLD - H - Target €1.83 - Close €1.35**

In trattativa esclusiva per la maggioranza di Arca SGR

In un`intervista sul `La Stampa`, il CEO Ceretti ha reso noto che DEA è in trattativa esclusiva per l'acquisizione di una quota di maggioranza di Arca SGR. Il progetto attualmente in discussione prevede la cessione del controllo da parte delle banche popolari, che resterebbero azioniste di minoranza e distributrici dei prodotti.
Secondo vari articoli di stampa, la valorizzazione del 100% di Arca sarebbe attorno ai € 200 mn (P/E 08 19x, P/AUM = 1.2%), di cui 100 mn a titolo di goodwill (che corrisponde ad un multiplo P/AUM = 0.55% vs 1.7% pagato per la cessione del 67% di BMPS SGR AM a Clessidra nel settembre 2008 e contro P/AUM = 1.8% pagati da BPM nell`opa di Anima).
Riteniamo che l`acquisizione di Arca possa rappresentare un`opportunità per Dea sia in un`ottica di private equity (attraverso una miglior valorizzazione della partecipazione), sia industriale, ponendo le condizioni per un processo di consolidamento nel settore. Essenziale, tuttavia, sarà il mantenimento di una forte relazione con le banche azioniste (BP/Popolare Emilia/Sondrio) per il mantenimento e la crescita delle masse gestite.

Dea Capital PE 09=nm EV/EBITDA 09=- DY 09=0.0%

Il presente documento vi è stato consegnato unicamente per fini informativi e non può essere riprodotto né distribuito, direttamente o indirettamente, a nessun'altra persona ovvero pubblicato, in tutto o in parte, per nessuno scopo, senza specifica autorizzazione di EQUITA SIM. Accettando il presente documento, siete vincolati ad osservare le limitazioni sopra indicate

EQUITA

Erg — BUY - M - Target €12.6 - Close €10.2

Feedback dalla conference call

I principali spunti:
- il dividendo 2009 sarà deciso a inizio 2010 quando la visibilità sul recupero dei margini sarà migliore. Noi siamo confidenti che i 40 cents di dividendo ordinario siano confermati, anche alla luce della forte disponibilità di cassa (quasi 1.5 bn).
- solita risposta sull`esercizio della put-option, che sarà esercitata in caso di problemi di governance ma anche guardando alla valutazione raffrontata allo scenario di raffinazione
- da sottolineare la forte performance del marketing: 70 mn di ebitda nei 9M09 (flat YoY) e 38 mn nel 3Q09 (vs. 40 mn nel 3Q08) nonostante i costi di lancio di Erg Mobile, con un miglioramento della market share di 30 bp al 7%.

Il ripristino di Isab Energy (confermato entro giugno), il completamento del revamping di Nuce (da febbraio a pieno regime) e la solidità del marketing non sono prezzati a meno di 4x EBITDA, al netto di refining (al floor della put option) e del wind (a valori di mercato).

Erg PE 09=nm EV/EBITDA 09=51.8x DY 09=3.9%

Gemina — BUY - H - Target €0.80 - Close €0.58
Save — BUY - H - Target €6.6 - Close €5.59

Incoraggianti dati di traffico passeggeri ad ottobre per Gemina (-1.3% e -5.5% ytd), ma soprattutto per SAVE (+5.1% e -2.9% ytd).

Secondo Assaeroporti, il traffico passeggeri su Roma (GEMINA) registra un -1.3% YoY ad Ottobre, in miglioramento rispetto al -4.3% di Settembre e -5.3% di Agosto. Il trend cumulato da inizio anno è ora -5.5% (vs ns -4.8% sul FY09).
Decisamente positivi i dati di traffico passeggeri per SAVE, che mostrano un +5.1% YoY ad ottobre (settembre +1%, agosto -0.5%). Il trend cumulato da inizio anno è ora -2.9% (vs ns -2.8% sul FY09).
I principali aeroporti europei che hanno già riportato i dati di traffico di ottobre sono:
- Fraport (Frankfurt airport): -1.9% YoY e -5.7% ytd
- Copenhagen airport: -2.7% YoY e -10.9% ytd
- BAA Airports -1.4% e -5.2% ytd (tra cui Heathrow +1%, Gatwick +1.8%)
- Vienna: -2.9% e -9.6% ytd

Gemina PE 09=nm EV/EBITDA 09=10.0x DY 09=0.0%
Save PE 09=23.6x EV/EBITDA 09=7.5x DY 09=3.6%

Parmalat — HOLD - M - Target €2.03 - Close €1.98

Nessuna novità dalla `lettera all`investitore` di domenica sul Sole

L`articolo del Sole 24 Ore di domenica dedicato a Parmalat, non offre spunti quantitativi, limitandosi a ribadire le guidance 2009 fornite dalla società con la release del 3Q, ovvero:
- fatturato in crescita di 1-2% a circa 4 bn (ns. stima 3.93)
- Ebitda a oltre 350m (ns. stima 360)

Come spunti qualitativi segnaliamo:
- atteso ulteriore aumento degli investimenti pubblicitari nel 2010 (visti complessivamente in crescita del 50% vs. 2008)
- atteso ulteriore miglioramento dei margini nel 2010 (obiettivo già indicato in conf. call)
- confermato l`obiettivo di acquisizioni per rafforzarsi nei mercati emergenti o consolidarsi in quelli maturi, migliorando il mix di prodotto. Il limite è non superare un Debt/Ebitda di 2x.

Parmalat PE 09=7.8x EV/EBITDA 09=6.5x DY 09=5.7%

Pirelli & C — BUY - M - Target €0.48 - Close €0.42

Anche Goodyear alza i prezzi

Bloomberg riporta dichiiarazioni secondo le quali Goodyear ha pianificato un rialzo dei prezzi, il prima da oltre un anno +6% in nord America a partire da dicembre (come ha fatto recentemente PC al fine di compensare il rialzo di materie prime ed energia). Si tratta dell`ennesima conferma della forte disciplina a livello settoriale al fine di preservare i margini operativi.

Pirelli & C. SpA PE 09=128.6x PNAV 09=0.80x DY 09=2.4%

Il presente documento vi è stato consegnato unicamente per fini informativi e non può essere riprodotto né distribuito, direttamente o indirettamente, a nessun'altra persona ovvero pubblicato, in tutto o in parte, per nessuno scopo, senza specifica autorizzazione di EQUITA SIM. Accettando il presente documento, siete vincolati ad osservare le limitazioni sopra indicate

EQUITA

Poltrona Frau — REDUCE - H - Target €0.85 - Close €0.88

Ebitda 3Q09 incoraggiante. Stime e valutazione confermate, in attesa del 4Q09 per una maggiore visibilità sul costs cutting.

- fatturato 57.5 mn (-13%), in linea con ns. 58mn. Consensus 56 (-15.5%). Un contributo sopra le attese di PF Emirates ha compensato lo slittamento di alcuni progetti contract.
- Ebitda meglio a 3.2mn (-27%) vs. 2.7 exp. (-39%), consensus 1.1 mn (-75%), grazie a un maggiore contributo di PF Emirates (margine sopra la media del gruppo), da un buon controllo sui costi fissi e da un buon product mix nel residenziale, che hanno compensato un minor margine nel contract.
- pre-tasse a -0.4m vs. -1.2 mn exp. anche grazie a minori ammortamenti (confermati però sul FY)
- debito netto leggermente meglio a 124.6 mn 128 mn exp.

Il management è apparso prudente sulla top line (nessun miglioramento atteso nel 4Q per il residenziale, e possibile ulteriore slittamento di alcuni progetti contract dal 2009 al 1H 2010) ma fiducioso sul costs cutting (leggermente avanti rispetto alle attese).
Confermiamo le stime e la valutazione, in attesa del 4Q09 in cui dovranno concentrarsi i benefici del costs cutting. Con un P/E 2010 di 20x (22x unlevered) confermiamo il Reduce.

Poltrona Frau PE 09=63.3x EV/EBITDA 09=12.6x DY 09=0.0%

Tenaris — HOLD - M - Target €13.5 - Close €13.58

Il rig count in USA cresce di 23 rigs

Il numero di pozzi attivi (per petrolio e gas) negli USA si è attestato 1101 durante questa settimana in crescita rispetto ai dati delle settimana scorsa (+23 rigs). YoY il calo si aggira intorno al 43%.
Tenaris nei 9M09 ha generato circa il 42% dei ricavi della divisione Pipes in Nord America.

Tenaris PE 09=19.2x EV/EBITDA 09=6.5x DY 09=1.5%

Tiscali — NOT RATED - H - Close €0.17

Indicazioni positive dalla conference call sul turnaround in corso

Indicazioni positive dalla conference call:
- Il management ha sottolineato come i risultati dei 9M09 (EBITDA di 70 mn e 21 mn nel solo 3Q) e il trend del 4Q siano ben superiori ai target di piano (target di 80 mn nel FY09 tenendo conto dei costi di ristrutturazione classificati sotto l`EBITDA). Questo trend era già incluso nelle nostre stime (87 mn) ma probabilmente non nel consensus, rimasto aderente ai target di piano.
- Buoni i dati di crescita clienti (+17K a Settembre, +19K a Ottobre), indicati come sostenibili. Questi dati sono tali da riportare a una crescita significativa della base clienti. I nostri numeri attuali scontano al momento una crescita modesta (+6K nel 4Q e +45K annui nel 2010-2011).
- Sono confidenti di poter recuperare l`escrow da 40 mn con Carphone. Il controllo sui numeri al closing non ha fatto emergere differenze significative.

Tiscali PE 09=nm EV/EBITDA 09=6.9x DY 09=0.0%

Il presente documento vi è stato consegnato unicamente per fini informativi e non può essere riprodotto né distribuito, direttamente o indirettamente, a nessun'altra persona ovvero pubblicato, in tutto o in parte, per nessuno scopo, senza specifica autorizzazione di EQUITA SIM. Accettando il presente documento, siete vincolati ad osservare le limitazioni sopra indicate

EQUITA

DISCLAIMER

Questa pubblicazione è stata redatta dall'ufficio studi di EQUITA SIM che comprende i seguenti analisti: Matteo Ghilotti, Stefano Lustig, Dino Catena, Paola Carboni; Martino De Ambroggi; Luigi De Bellis; Stefano Gamberini; Domenico Ghilotti; Giacomo Giocoladelli; Roberto Letizia; Giuseppe Mapelli; Giovanni Razzoli, CFA.
EQUITA SIM distribuisce oggi, Monday 16 November 2009, questa pubblicazione a circa 700 operatori qualificati via e-mail.
I prezzi degli strumenti finanziari riportati nella pubblicazione sono i prezzi di riferimento del giorno precedente la pubblicazione della nota.
EQUITA SIM è autorizzata alla prestazione di servizi di investimento ai sensi del D.LGS.N. 58/98, Delibera N 11761 del 22/12/1998, Iscrizione all'Albo N. 67.
Le informazioni contenute nel presente documento sono basate su fonti ritenute attendibili. Anche se EQUITA SIM intraprende ogni ragionevole sforzo per ottenere informazioni da fonti che ritiene essere affidabili, essa non ne garantisce la completezza, accuratezza o esattezza.
EQUITA SIM ha adottato procedure interne idonee a garantire l'indipendenza dei propri analisti finanziari e che prescrivano loro adeguate regole comportamentali. Tuttavia, si sottolinea che EQUITA SIM S.p.A. è un intermediario autorizzato alla prestazione di tutti i servizi di investimento di cui al D. Lgs. n.58/98. Pertanto, EQUITA SIM potrebbe avere posizioni ed effettuare operazioni sugli strumenti finanziari oggetto del presente documento; ovvero potrebbe prestare, o voler prestare, servizi di investimento o accessori a favore degli emittenti degli strumenti finanziari oggetto del presente documento e, conseguentemente, potrebbe avere un potenziale conflitto di interessi in relazione agli emittenti, agli strumenti finanziari e alle operazioni oggetto del presente documento.
Inoltre, si precisa che, nel rispetto delle vigenti procedure interne, gli amministratori, i dipendenti e/o collaboratori di EQUITA SIM potrebbero avere posizioni lunghe o corte relativamente agli strumenti finanziari oggetto del presente documento, effettuare operazioni di compravendita sugli stessi in qualsiasi momento, sia per conto proprio sia per conto terzi.
Con riferimento ai titoli per i quali viene svolto un ruolo di sponsor e/o specialist la politica di copertura è in ogni caso coerente con gli obblighi del ruolo stesso.
Lo scopo del presente documento è soltanto quello di fornire un'informazione aggiornata ed il più possibile accurata. Il presente documento non è, e non può essere inteso, come un'offerta, od una sollecitazione ad acquistare, sottoscrivere o vendere prodotti o strumenti finanziari, ovvero ad effettuare una qualsiasi operazione avente ad oggetto tali prodotti o strumenti.
EQUITA SIM non garantisce alcun specifico risultato in merito alle informazioni contenute nel presente documento, e non assume alcuna responsabilità in ordine all'esito delle operazioni consigliate o ai risultati dalle stesse prodotte. Ogni decisione di investimento/disinvestimento è di esclusiva competenza del soggetto che riceve i consigli e le raccomandazioni, il quale può decidere, o meno, di darvi esecuzione. Pertanto, nessuna responsabilità potrà insorgere a carico di EQUITA SIM, e/o dell'autore del presente documento, per eventuali perdite, danni o minori guadagni che il soggetto utilizzatore dovesse subire a seguito dell'esecuzione delle operazioni effettuate sulla base delle informazioni e/o delle raccomandazioni contenute nel presente documento.
Le stime ed opinioni espresse possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso.
La lista di tutti i conflitti di interesse, la distribuzione delle raccomandazioni, il sistema di rating adottato, i metodi di valutazione e altri disclaimer legali sono disponibili sul sito web http://www.equitasim.it/ nella sezione "avvertenze legali".
Il presente documento vi è stato consegnato unicamente per fini informativi e non può essere riprodotto né distribuito, direttamente o indirettamente, a nessun'altra persona ovvero pubblicato, in tutto o in parte, per nessuno scopo, senza specifica autorizzazione di EQUITA SIM. Accettando il presente documento, siete vincolati ad osservare le limitazioni sopra indicate.

Il presente documento vi è stato consegnato unicamente per fini informativi e non può essere riprodotto né distribuito, direttamente o indirettamente, a nessun'altra persona ovvero pubblicato, in tutto o in parte, per nessuno scopo, senza specifica autorizzazione di EQUITA SIM. Accettando il presente documento, siete vincolati ad osservare le limitazioni sopra indicate