

PLUS²⁴

LA SETTIMANA DI FINANZA E RISPARMIO

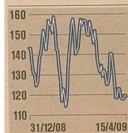
Il Sole **24 ORE**

Sabato 18 Aprile 2009
www.ilssole24ore.com

Supplemento al numero ordinario del Sole 24 Ore - Poste Italiane
Set. n. 47 - DL 35/2003 conv. L. 60/2004 art. 1 - c. 1. 029 Milano

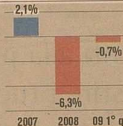
<http://www.ilssole24ore.com/AreaAbbonati/>

**ESSERE
ABBONATO:
DAVERO
COMODO!**



RIDOTTA LA DISTANZA DAL BUND
Gli scenari di stabilità spingono il BTp a pag. 6

Andamento dello spread tra i decennali tedeschi e italiani



IL TEST DEL PRIMO TRIMESTRE

I fondi pensione perdono lo 0,80% a pag. 9

Le ultime performance dei negoziati



ING DIRECT

La «zucca» lancia il trading online a pag. 11

Bernd Gebler, General Manager di Ing Direct Italia

I SEGNALI DALLE BANCHE USA

Tanta voglia di primavera

Dai risultati trimestrali emerge una situazione meno drammatica. Gli economisti sono divisi. Fino a che punto i risparmiatori possono fidarsi?

LA SORPRESA DEI CONTI

Ecco i dati che non convincono gli analisti

MUTUI E IMMOBILI

Per la vera ripresa si deve attendere il 2010

Nel banking tornano gli utili E i rischi

di Marco Ulera

Avevamo passato i mesi scorsi a leggere e a scrivere che a causa della grande crisi le investment bank erano finite, che le banche dovevano cambiare radicalmente modello di business, che i loro manager dovevano rassegnarsi a guadagnare molto meno rispetto agli anni d'oro, che i loro profitti sarebbero stati ridimensionati per sempre. Ed ecco che arrivano le trimestrali di due banche che meno di altre hanno subito il crollo dei mercati, **Goldman Sachs** e **JPMorgan**, che ci dicono che

l'attività di investment banking continua - apparentemente - a essere una miniera d'oro per chi la esercita con posizioni di forza. Goldman ha ottenuto un Roe (return on equity, redditività del capitale proprio) del 14,3%, JPMorgan del 20% nell'attività di investment banking. Risultati che hanno permesso alla prima di pagare stipendi per 4,71 miliardi di dollari e alla seconda per 3,33 miliardi di dollari.

(continua a pag. 5)

© RIPRODUZIONE RISERVATA

www.formazione.ilssole24ore.com/bs

FORMAZIONE24ORE
BUSINESS SCHOOL

MASTER ECONOMIA E MANAGEMENT DEL TURISMO

MILANO, DAL 15 GIUGNO 2009 - 1° ed
MASTER FULL TIME - 4 MESI DI AULA E 4 DI STAGE

GRUPPO **24 ORE**
La cultura del fatto

IN SETTIMANA	RIEVALUAZIONI DEL GIOVEDÌ					
	S&P Mib ↑	Dow Jones ↓	Msci World ↓	Stoxx ↑	S&P 500 ↓	A PAGINA 33
	+4,29%	-0,76%	-0,11%	+2,92%	-0,33%	INDICI & NUMERI
	da inizio anno -6,71%	da inizio anno -7,45%	da inizio anno -3,75%	da inizio anno -1,70%	da inizio anno -4,15%	

AZIMUT LA DIREZIONE PER INVESTIRE

L'AZIONE DELLA SETTIMANA

di **Alberto Nosari**

Gruppo Trevi

Dati consolidati (valori in migliaia di euro)

	31/12/2008*	31/12/2007
STATO PATRIMONIALE		
Attivo		
Immobilizzazioni materiali	291.908	207.475
Immobilizzazioni immateriali	7.989	5.392
Partecipazioni e altre attività non correnti	31.759	22.764
Totale attività non correnti	331.656	235.631
Rimanenze	335.551	170.755
Crediti e altre attività	402.093	264.368
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	89.021	90.819
Totale attività correnti	826.665	525.942
Attività destinate alla vendita	-	-
Totale attivo	1.158.321	761.573
Passivo		
Patrimonio netto di gruppo	226.435	156.475
Patrimonio netto di terzi	8.903	7.001
Fondi diversi non correnti	5.307	5.229

	31/12/2008*	31/12/2007
Fondi per il personale	15.391	14.833
Debiti finanziari e altre passività finanziarie	411.104	233.554
di cui a lungo	218.774	172.319
Altri debiti e passività diverse	491.181	344.481
Passività correlate ad attività destinate alla vendita	-	-
Totale passivo	1.158.321	761.573
CONTO ECONOMICO		
Ricavi totali	1.069.155	841.606
Ebitda (margine operativo lordo)	166.307	134.028
Ebit (utile operativo)	127.601	103.954
Utile (perdita) netto	74.661	55.788
Cash flow	109.753	84.232
Grado di copertura		
Capitale investito netto	557.421	306.207
Patrimonio netto complessivo	235.338	163.476
Posizione finanziaria netta	-322.083	-142.731

	31/12/2008*	31/12/2007
Indici di bilancio (%)		
Ros	11,93	12,35
Roe	32,97	35,65
Roi	22,89	33,95
Debt/equity (volte)	-1,37	-0,87
Altri dati		
Numero medio dipendenti	5.421	4.664
Dati per azione e multipli di mercato (euro)		
Utile	1,167	0,872
Cash flow	1,715	1,316
Dividendo (**)	0,120	0,100
Patrimonio netto	3,538	2,445
Capitalizzazione totale (mln euro)	470	776
Quotazione	7,342	12,128
Yield (%)	1,634	0,825
P / P.N.	2,075	4,960
P / E	6,294	13,913
P / Cash flow	4,281	8,215

(*) Approvato dal CdA, (2) dividendo 2008 proposto dal CdA

Fonte: elaborazione «Il Sole 24 Ore», Analisi Mercati Finanziari



Da sinistra: **Gianluigi Trevisani**, vice presidente e ceo di Trevi, **Simone Trevisani**, ceo di Soilmecc e Drillmecc, **Davide Trevisani**, fondatore e presidente del gruppo Trevi, **Cesare Trevisani**, Ceo di Trevi e Petreven, **Stefano Trevisani**, ceo di Trevi

Trevi, il giro d'affari 2009 si avvicinerà a 1,2 miliardi

L'Ebitda è atteso stabile intorno a 166 milioni, anche se i margini sono previsti in lieve flessione

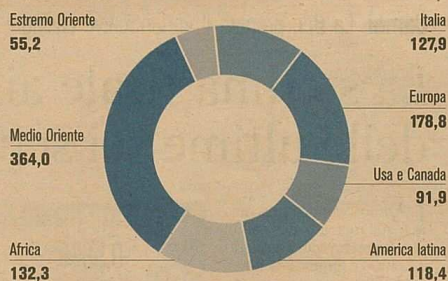
«Il 2009 si conferma complesso, anche se noi possiamo affrontare l'avversa congiuntura con maggiore tranquillità grazie anche a un portafoglio ordini che ha segnato nuovi record e supera il miliardo». Un portafoglio solido e diversificato tanto che, puntualizza Davide Trevisani, fondatore e presidente del gruppo Trevi, «non abbiamo riscontrato cancellazioni significative e neppure variazioni nei piani di realizzazione dei lavori acquisiti, mentre si è registrato un lieve slittamento a Dubai».

Nel contempo però, aggiunge il capo azienda, «l'acquisizione di nuove commesse registra gli effetti di una congiuntura che si conferma difficile, anche se nelle ultime tre settimane si è riscontrata una significativa ripresa nel core business delle infrastrutture, ma anche nel comparto metalmeccanico come ha dimostrato la buona riuscita della fiera di Orlando negli Usa, dove sono state vendute diverse macchine a differenza del passato anche perché solitamente le vendite avvengono successivamente alla fiera».

Questo anche se è doveroso ricordare che le vendite citate hanno beneficiato del clima che si è venuto a creare a seguito della presentazione del piano di Obama di soste-

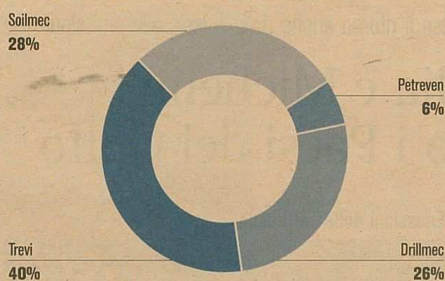
Ricavi per aree geografiche

Dati in milioni di euro

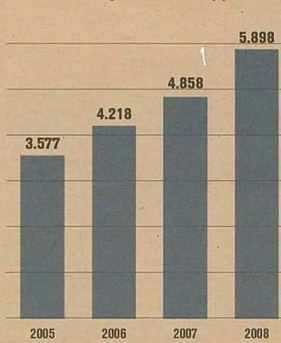


Divisionale ricavi lordi

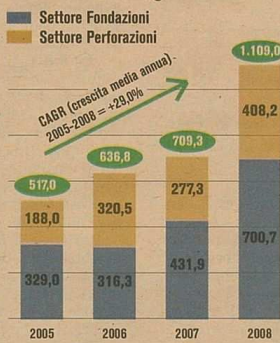
Ricavi totali Gruppo Trevi nel 2008: 1.069,2 milioni di euro



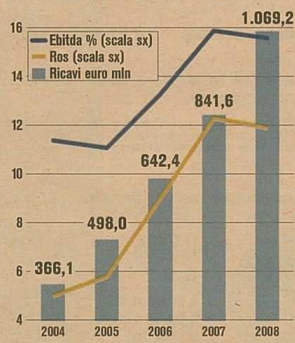
Evoluzione dipendenti Gruppo



Evoluzione Portafoglio Ordini



La crescita del fatturato



gnò all'economia; un piano illustrato qualche settimana prima della fiera, migliorando sensibilmente la fiducia degli operatori del settore infrastrutture negli Usa.

E la sensazione di un clima migliore si riscontra anche in altre aree geografiche, a partire dall'Africa, dove Trevi è attiva da molti lustri e «dove pos-

siamo fare leva sulla forte presenza conquistata in molti paesi quali Nigeria, Angola, Algeria, Libia e Costa d'Avorio». Posizione grazie la quale, proseguono, «abbiamo acquisito di recente nuovi importanti lavori in Nigeria».

Uno scenario che «ci conforta sull'evoluzione del portafoglio ordini, che quindi do-

rebbe mantenersi al di sopra del miliardo proprio grazie al contributo delle nuove acquisizioni a cui stiamo lavorando e che dovrebbero concretizzarsi nella seconda parte dell'esercizio».

Obiettivi facilitati dalle scelte attuate nelle scorse settimane dal gruppo sul fronte della crescita. Questo in quanto nei

primi mesi del 2009 sono state realizzate tre acquisizioni mirate e tale scelta sarà perseguita anche nel prossimo futuro poiché, prosegue il presidente, «siamo nelle condizioni di poter cogliere le opportunità che lo scenario congiunturale ci presenterà grazie alla solidità della nostra struttura patrimoniale e alla redditività del nostro business».

«Il tutto con la precisa finalità di «consolidare, migliorando, le posizioni di leadership conquistate in questi anni di forte crescita organica». Una crescita che verrà perseguita anche nel prossimo futuro grazie anche al supporto delle acquisizioni messe in atto proprio per entrare in nuovi mercati oppure per rafforzare le quote detenute in alcuni Paesi considerati core quali gli Usa, dove all'inizio del 2009 è stata rilevata un'azienda storica nella produzione di macchinari per le fondazioni speciali, la Watson. Operazione grazie alla quale precisano, «siamo diventati leader assoluti in un business che dovrebbe dare grande soddisfazione nel prossimo futuro».

Trevi ha inoltre rafforzato il ruolo in Medio Oriente acquisendo Arabian Soil Contractors, «società dell'Arabia Saudita che ci permette di migliorare il posizionamento nell'area nell'ambito delle fondazioni speciali». E una filosofia analoga è stata applicata anche alla colombiana Galante, società attiva nelle fondazioni speciali in alcuni Paesi quali Colombia, Panama e Perù.

Iniziativa i cui effetti si dispiegheranno appieno nei prossimi anni, ma presenti nei conti in esame poiché i ricavi 2009 beneficeranno delle citate acquisizioni e dovrebbero tendere a 1,2 miliardi rispetto agli 1,05 dello scorso anno. Più complessa l'analisi della redditività poiché l'Ebitda dovrebbe confermarsi intorno ai 166 milioni dello scorso anno in valore assoluto, pur riscontrando una lieve flessione nei margini anche perché la concorrenza si accentua nelle fasi recessive come l'attuale.



Analisi tecnica

Andamento di prezzi e volumi del titolo Trevi



Trevi ha interrotto il trend ribassista partito dai massimi dello scorso giugno a 17,60 €, recuperando nell'ultimo mese. Il confronto con le resistenze a 6,60 € potrà fornire nuove indicazioni sul residuo potenziale di crescita. Conferme in chiusura di ottava oltre tale livello creerebbero le premesse per il ritorno sui top annuali a 8 € con la possibilità che il rally estenda poi verso target più ambiziosi a 8,80 e 9,40. Le ambizioni di crescita verrebbero invece ridimensionate con ribassi sotto 5,30, preludio al ritorno sui bottom di febbraio a 4,21 €. A cura di FTA Online

La fotografia

Società	Capitalizzazione al 9/4/09 (mln €)	Eps 2009	P/E 2009	P/E 2010	Consensus di mercato
Trevi	394	1,05	5,9	5,8	Comprare

Fonte: elaborazione di Analisi Mercati Finanziari sui dati di consensus FactSet

Il gruppo Trevi, con 35 sedi in oltre 80 Paesi è tra i leader mondiali nell'ingegneria del sottosuolo (realizzazione di fondazioni speciali, scavo di gallerie, dighe, consolidamento del terreno, costruzione di macchinari ed attrezzature specifiche per realizzarli), forte di un'integrazione verticale, innovazione tecnologica, flessibilità operativa e logistica e risorse umane altamente specializzate. Il gruppo non presenta realtà quotate direttamente comparabili, se non per i singoli comparti. I principali concorrenti nell'"ingegneria del sottosuolo" sono Soletanche-Bachy Sa (Francia), Bauer Spezialtiefbau GmbH (Germania) e Keller Group Plc (Regno Unito), mentre sui singoli mercati sono presenti operatori locali. Nel settore "impianti e attrezzature per ingegneria del sottosuolo" i concorrenti sono Bauer Spezialtiefbau GmbH (Germania) e le italiane Casagrande, CMV e MAIT. Nella "produzione di macchine per la perforazione petrolifera" la leadership mondiale è detenuta dalla National - Oilwell Varco (Usa). Per la fornitura di servizi al settore petrolifero, i principali player sono l'italiana Saipem, la canadese Precision Drilling e l'americana Pride International.

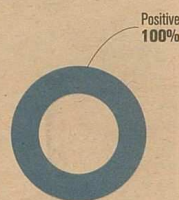
Le prospettive

Le stime di consenso degli analisti

	Fatturato (mln euro)		Ebitda (mln euro)		Ebit (mln euro)		Utile netto (mln €)		Utile per az. (euro)		Cash Flow per az. (€)		Target price (€)
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	
Minimo	927	896	108	103	75	71	28	26	0,450	0,410	1,46	1,34	5,12
Medio	1.124	1.122	161	163	121	119	62	62	0,974	0,971	1,82	1,67	7,59
Massimo	1.189	1.260	184	200	142	153	74	81	1,153	1,259	2,60	1,87	11,20

Fonte: Consensus FactSet

I giudizi



Indicazione d'acquisto corale

I punti di forza...

Leader globale, con alta tecnologia e diversificato

La leadership globale è stata rafforzata con l'avvio di una politica di acquisizioni mirate e con la salvaguardia dei vantaggi competitivi conquistati sul fronte tecnologico anche nel comparto perforazioni, mentre lo scenario congiunturale nelle infrastrutture ha registrato un significativo miglioramento dopo le iniziative predisposte dai principali governi mondiali per contrastare la recessione.

■ **Leader globale molto diversificato.** Trevi è leader globale nelle fondazioni speciali, nel consolidamento del terreno e nel ripristino-manutenzione delle grandi dighe, ove si è aggiudicata tre commesse importanti negli Usa, ma ha raggiunto una posizione di forza anche nelle perforazioni per petrolio, gas ed acqua, un business avviato alla fine degli anni 80. E ora, dopo cinquant'anni di crescita esclusivamente organica, ha avviato anche una politica di acquisizioni mirate proprio per completare la diversificazione geografica e consolidare la leadership.

■ **Tecnologia d'avanguardia e portafoglio ordini.** La multinazionale romagnola realizza l'88% dei propri ricavi all'estero, ove è attiva con 40 società operative in 31 Paesi, ed ha conquistato ruoli da leader grazie anche alla capacità di sviluppare soluzioni sempre più efficienti e tecnologicamente all'avanguardia per risolvere tematiche sempre più complesse. Caratteristiche merito le quali ha potuto conseguire progressi costanti sino a raggiungere il record di un portafoglio ordini superiore al miliardo e molto diversificato sia geograficamente che per aree d'attività.

■ **Scenario congiunturale e management.** Il management del gruppo vanta una lunga storia di successo ed è fortemente coeso come dimostra anche l'evoluzione degli ordini e della redditività pure in momenti complessi come l'attuale, che è contrassegnato da una stasi in alcuni comparti quale le perforazioni, mentre i grandi lavori infrastrutturali dovrebbero registrare una ulteriore accelerazione proprio grazie alle politiche che pressoché tutti i governi stanno adottando per contrastare la recessione, a partire dagli Usa.

Trevi recupera il 44% sul minimo di 4,21 euro del 24 febbraio, ma le quotazioni restano al di sotto del 25% sui valori di inizio anno e il gap sale al 66% se il confronto viene attuato con il massimo degli ultimi 28 mesi registrato il 9 giugno 2008 a 17,65 euro. Penalizzazione considerata eccessiva dagli analisti tanto che l'indicazione di acquisto è unanime. Il buy giunge così da Banca Aktos e Intermonte, dove sottolineano «il forte potenziale implicito nelle opere infrastrutturali, mentre il rallentamento di alcune aree sarà più che compensato dallo sviluppo in Usa e Nord Africa».

Giudizi positivi accompagnati dal buy giungono pure da Merrill Lynch e Kepler perché «ha subito una penalizzazione eccessiva per l'identificazione con il comparto oil e per il timore di cancellazioni di ordini». Noi restiamo però positivi perché «le preoccupazioni sono ingiustificate e la visibilità sul 2009 resta decisamente elevata, mentre nel prossimo futuro il gruppo beneficerà degli interventi governativi sul fronte infrastrutturale, a partire dagli Usa».

Il buy è riproposto pure da Cassa Lombarda perché «ha un'affermata leadership nelle fondazioni speciali e dispone di una leadership tecnologica nelle perforazioni per l'industria del petrolio, del gas e dell'acqua, mentre il management ha dimostrato di saper far fronte alla crescita

repentina del recente passato salvaguardando una redditività eccellente».

Il buy è ripresentato pure da UniCredit perché «presenta un'alta visibilità sul 2009 e può fare leva su un'ampia diversificazione geografica, mentre nel prossimo futuro dovrebbe beneficiare dell'alta esposizione al comparto delle opere infrastrutturali, che sono destinate a registrare un forte sviluppo nei prossimi anni». Siamo positivi anche perché, concludono, «è un titolo aciclico e beneficerà delle iniziative predisposte da pressoché tutti i Paesi per contrastare gli effetti della difficile congiuntura e ridare forza alla crescita».

Giudizi positivi accompagnati da Berenberg, i cui analisti sottolineano «la forza di un portafoglio ordini superiore al miliardo» e ricordano che «sovraperformerà il mercato di riferimento grazie al buon andamento di aree quali il Middle East e gli Usa, dove Trevi è leader e potrà cogliere gli effetti degli interventi a sostegno delle opere infrastrutturali».

L'indicazione di acquisto con il rating *outperform* è riproposta anche da Banca Imi e Mediobanca perché «resta sottovalutata rispetto al potenziale di una società che dovrebbe beneficiare del piano di intervento nelle infrastrutture promosso pressoché da tutti i Paesi a partire dagli Usa, dove Trevi è leader di mercato».

E sostenuta dalle attese sugli ordini

Il vertice



...e quelli di debolezza

Tenuta delle commesse e aumento del debito

Il gruppo Trevi ha accumulato un quinquennio di crescita nell'ordine del 25% medio annuo e il trend dovrebbe essere confermato pure nell'esercizio in corso, seppur con tassi meno sostenuti e grazie all'apporto delle neoacquisite (vedere servizi in pagina). Lo scenario si presenta dunque positivo, se confrontato con quello che vivono realtà diverse e questo spiega perché tutti gli analisti mantengano l'indicazione d'acquisto. Risulta inoltre difficile individuare punti di criticità, se si esclude la crescita dei debiti e i timori sulla cancellazione degli ordini o di un loro slittamento temporale, quantomeno nelle perforazioni.

■ **Congiuntura, consumi e investimenti.** La congiuntura si conferma difficile e la contrazione dei consumi si è estesa progressivamente, anche se i dati più recenti sembrerebbero evidenziare un certo rallentamento del trend. Scenario a seguito del quale gli investimenti hanno subito un drastico rallentamento e ciò si è verificato in particolare nell'industria petrolifera, ma non solo.

■ **Portafoglio ordini e loro esecuzione.** Il portafoglio ha raggiunto il massimo storico superando il miliardo e tale livello dovrebbe essere confermato anche nel 2009, grazie all'evoluzione delle commesse attese nella seconda parte dell'anno, ma ora il timore degli operatori si è collocato sul rischio cancellazione o su possibili ritardi nell'esecuzione per esplicita richiesta dei committenti. Criticità escluse dai vertici della Trevi (vedere servizi in pagina), ma non dal mercato, che infatti ha penalizzato duramente un titolo che ha perso fino al 76% dai massimi prima di invertire il trend.

■ **La crescita dei debiti.** Non è considerata preoccupante neppure da chi ha posto la società sotto osservazione, ma suscita l'interesse dei critici che non trovano altri spunti in quanto si coniuga con il timore di un peggioramento dello scenario complessivo in una fase in cui il gruppo ha intrapreso il percorso della crescita anche con acquisizioni mirate, introducendo quindi un rischio esecuzione poiché il vertice ora dovrà imparare anche a integrare le neoacquisite.