



## LE AZIONI DELLA SETTIMANA

di **Analisi Mercati Finanziari**

# Le rivalutazioni spingono Igd ed Eurocommercial

L'azienda bolognese investe 400 milioni  
L'olandese riduce il peso dell'Italia

Sorte da realtà profondamente diverse, l'olandese **Eurocommercial Properties** e l'italiana **Immobiliare Grande Distribuzione (Igd)** sono però entrambe fra le realtà più dinamiche in Europa nel settore immobiliare specializzate nel segmento della Ggp (Grande Distribuzione Organizzata). Eurocommercial è stata fondata nel 1991 con il nome di **Schroders International Property Fund** e faceva capo all'omonimo grande gruppo finanziario multinazionale britannico, ma dal 2000 è divenuta indipendente assumendo l'attuale denominazione. Inizialmente ha investito in immobili commerciali situati in diversi Paesi europei, ma in seguito si è specializzata nei mercati italiano, francese e svedese e oggi il 41% del suo portafoglio immobiliare (del valore complessivo di circa 2,5 miliardi di euro al 30/6/2011, suddivisi in 31 immobili) è situato in Italia, il 35% in Francia e il 24% in Svezia.

Igd, la prima Sitq (società di investimento immobiliare quotata) fondata in Italia, ha sede

operativa a Bologna ed è nata dal conferimento di gran parte del patrimonio immobiliare di proprietà di **Coop Adriatica** e **Unicoop Tirreno**, che tuttora detengono congiuntamente la maggioranza assoluta del capitale sociale. Al 30/6/2011 il valore di mercato del patrimonio immobiliare di Igd ammontava a 1,89 miliardi di euro, e si tratta di 49 immobili in Italia (18 gallerie commerciali e retail park, 18 ipermercati e supermercati, 1 city center, 3 terreni oggetto di sviluppo diretto, 1 immobile per trading e 6 altre proprietà immobiliari) e 15 gallerie commerciali e un edificio a uso uffici in Romania, paese in cui Igd è presente dal 2008.

Eurocommercial ha chiuso l'ultimo esercizio sociale, terminato il 30/6/2011, con risultati brillanti: i ricavi netti da attività immobiliare sono saliti dell'8,8% a 131,1 milioni, con una crescita del 9% dei ricavi da locazione e del 17,5% di quelli da servizi. Al netto degli oneri finanziari, il risultato da investimenti diretti è stato di 76,8 milioni (+9,8%). Ma grazie a rivalutazioni per ben 86 milioni e un incremento di 49 milioni nel *fair value* dei derivati finanziari il risultato complessivo da investimenti è ammontato a 201,3 milioni a fronte di soli 93,7 milioni nell'esercizio precedente. Non che Igd sia stata da meno. Nel primo semestre 2011 i ricavi della gestione caratteristica sono ammontati a 60 milioni

(+6,8%), l'ebitda sempre della gestione caratteristica è stato di 43,6 milioni (+9,1%) e l'utile netto è più che raddoppiato a 30,2 milioni, anche in questo caso con il contributo di rivalutazioni immobiliari per 12,8 milioni. Il debito netto, pari a 1.073 milioni, è salito rispetto ai 1.017 milioni di fine 2010 per effetto di alcune acquisizioni (un ipermercato, un immobile a uso commerciale e una porzione di palazzina per uffici). Per il futuro Eurocommercial, nonostante la sua più recente acquisizione sia stata in Italia, intende alleggerire il portafoglio immobiliare italiano per una più accentuata percezione del rischio-Paese e ritiene che nel prossimo esercizio la crescita dei ricavi da locazione sarà compresa fra il 2% e il 3%. Quanto a Igd, sta continuando a implementare il piano strategico 2009-2013, aggiornato a novembre 2010, che prevede un incremento medio annuo (cagr) dei ricavi dell'8% nonché 400 milioni di investimenti ancora da realizzare (di cui 240 però "non committed", cioè da effettuarsi solo in caso di valide opportunità), e in particolare 125 milioni di investimenti nei centri storici (City Centers), settore in cui Igd ha iniziato a operare ad aprile 2011 con l'acquisizione per 25 milioni di un immobile a Bologna, già in parte locato a **MelBooks** e in cui ha aperto di recente un **Apple Store**.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



## I due gruppi



**Eurocommercial**

Jeremy Lewis  
ceo



**Igd Siiq**

Claudio Albertini  
amministratore delegato

### EUROCOMMERCIAL

Dati al 30/06/2011 in milioni di euro

Ricavi totali	153,5
Utile netto	76,8
Valore portafoglio immobiliare	2.522,0
Net Debt/Equity (n. volte)	0,67

Fonte: elaborazione Amf su dati società

Ricavi e margini in netta crescita per entrambe le società, situazione finanziaria solida con una leva finanziaria minore per Eurocommercial.

### IGD SIIQ

Dati al 31/12/2010 in milioni di euro

Ricavi totali	122,4
Utile netto	29,3
Valore portafoglio immobiliare	1.804,0
Net Debt/Equity (n. volte)	1,31

Fonte: elaborazione Amf su dati società

## I «comparables»

I principali concorrenti di Eurocommercial e IGD

Società	P/e 2011	P/e 2012	Ev/Ebitda 2011	Tsr (%) 2 anni
Eurocommercial (*)	14,0	13,0	17,5	14,12
IGD Siiq	7,7	7,4	15,7	-10,80
Corio	11,6	11,1	16,4	-16,55
Klepierre	10,7	10,4	14,1	-12,78
Unibail - Rodamco	14,7	14,1	17,6	31,28

(\*) Chiusura esercizi al 30/6/12 e 30/6/13 (P/E) = rapporto prezzo su utile; (EV/Ebitda) = rapporto Enterprise Value su Ebitda; TSR = Total Share Return e calcolato nella valuta locale  
Fonte: elaborazione di AMF su dati Factset e Datastream

■ Per quanto riguarda i multipli P/e stimati per il 2011 e il 2012, Igd presenta livelli molto più contenuti non solo rispetto a Eurocommercial, ma anche a tutte le aziende immobiliari europee incluse nel campione. Per contro Eurocommercial ha i valori più elevati dopo Unibail - Rodamco. Situazione simile per il multiplo Ev/Ebitda stimato per il 2011, con Eurocommercial sempre fra i valori più elevati mentre in questo caso il livello più basso è evidenziato da Klepierre. In termini di Tsr i valori sono negativi per tutte le società a eccezione di Eurocommercial e Unibail - Rodamco; tale andamento è dovuto a performance negative di Borsa. Tutte le società considerate hanno finora distribuito dividendi.

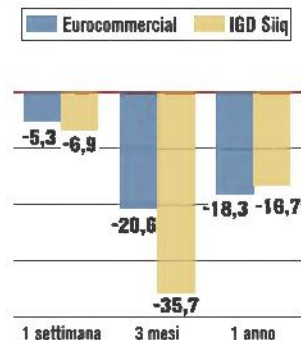
## Dati di mercato

	Eurocommercial	IGD Siiq
Prezzo al 04/10/2011 (€)	27,9	1,1
Target price (€)	35,5	1,6
Consensus di mercato	Overweight	Overweight
N. azioni	408.566.398	309.249.261
Flottante	100,00%	27,86%
Azionista principale	Public Company. Gli azionisti sono in prevalenza investitori istituzionali	Coop Adriatica Scarl (41,5%) e Unicoop Tirreno (13,64%), legate fra loro da un patto di sindacato per il 51%

Fonte: elaborazione di AMF su dati Factset e società

## Performance

In percentuale



Fonte: elaborazione di AMF su dati Factset



## I punti di forza...



### Rendimento elevato e portafoglio solido

#### **Eurocommercial**

- Nei 20 anni dalla costituzione fino a giugno 2011 il titolo Eurocommercial ha garantito agli investitori un rendimento complessivo (Tsr) medio annuo pari a quasi il 15%.
- Nonostante il difficile contesto dell'economia italiana, i ricavi da affitti di immobili nel nostro Paese sono saliti del 5,2% nell'ultimo esercizio (valore più alto dal 2000).
- Il mercato svedese (24% del portafoglio del gruppo) presenta un andamento molto positivo e nell'ultimo esercizio gli immobili detenuti in Svezia si sono rivalutati del 3,5%.

#### **Igd Stiq**

- Solido portafoglio di immobili commerciali affittati con rendimenti interessanti, che vengono regolarmente "trasferiti" agli azionisti mediante distribuzione di dividendi.
- Piano di investimenti di lungo termine particolarmente dinamico, che include anche una significativa quota di investimenti da effettuarsi solo in caso di opportunità interessanti.
- Primo bilancio di sostenibilità presentato a maggio 2011, contenente alcuni indicatori di performance che misurano gli impatti significativi dell'attività svolta da Igd.

## ...e quelli di debolezza



### Poche acquisizioni e svariati rischi

#### **Eurocommercial**

- I brillanti risultati dell'esercizio 2010/2011 sono dovuti a rivalutazioni immobiliari che non sono prevedibili per gli esercizi futuri.
- Nell'ultimo esercizio i ricavi derivanti da catene di distribuzione di materiale elettrico/elettronico hanno evidenziato una notevole debolezza (-2,4%, ed in particolare -3,4% nel primo semestre 2011).
- Il gruppo non ha in essere piani industriali di lungo periodo e da inizio 2011 ha effettuato una sola acquisizione (il centro commerciale Cremona Po per 82,5 milioni).

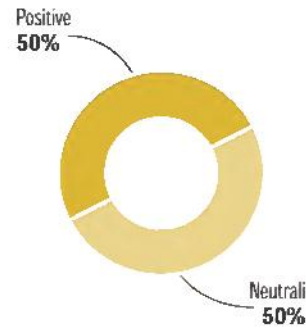
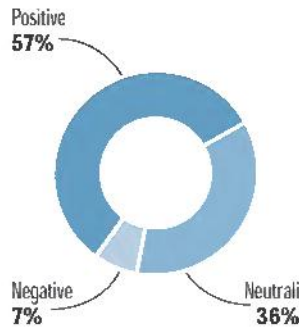
#### **Igd Stiq**

- Sebbene il rapporto Debt/Equity (1,37 volte) non sia su livelli di rischio, l'indicatore risulta più elevato rispetto a quelli presentati da molte società comparabili quotate.
- Il progetto di sviluppo "Porta a Mare" per la riqualificazione del fronte-mare di Livorno, sebbene interessante, ha un livello di rischio superiore a quello del "core business".
- Nel mercato rumeno lo sviluppo dei centri commerciali va a rilento e soltanto il 22% risulta in costruzione, mentre il restante 78% è solo pianificato o con i lavori bloccati.



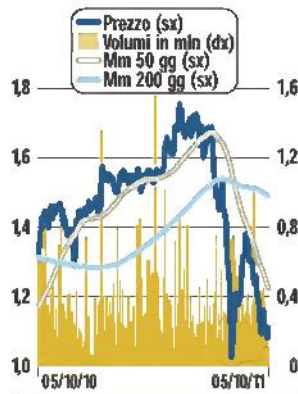
### Le raccomandazioni

■ Il consensus, elaborato da Factset, su Eurocommercial e Igd è positivo e per entrambi i gruppi il giudizio è overweight. Per il gruppo olandese vi sono 8 indicazioni positive, 5 neutrali e una negativa, mentre per quello italiano le indicazioni sono 8 e si suddividono pariteticamente fra positive e neutrali. Il potenziale di rivalutazione rispetto agli attuali prezzi è in entrambi i casi elevato e pari a oltre il 27% per Eurocommercial (con un target price medio di 35,5 euro) e superiore al 45% per Igd (target price medio di 1,6 euro).

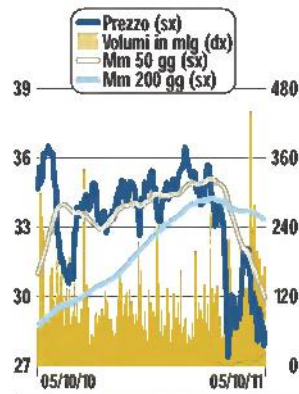


### Analisi tecnica

Prezzi e volumi di Igd a Milano



Prezzi e volumi di Eurocommercial a Amsterdam



■ Igd ha perso terreno nell'ultimo mese dopo che i prezzi erano rimbalzati, ad agosto, dal sostegno in area 1. La permanenza sopra tale livello è strategica per tenere viva la possibilità di una reazione nel breve che spinga il titolo verso le resistenze a 1,40 euro. Target successivo sui record annuali a 1,76. Sotto quota 1 invece via libera verso i bottom assoluti a 0,7910 euro. Scenario grafico analogo per l'olandese Eurocommercial tornata di recente sotto i 30 euro dopo l'accenno di rimbalzo della seconda metà di agosto. Discese sotto 25 spianerebbero la strada al test a 20 e 18 euro. Segnali di ripresa credibili solo oltre 32 per 37 euro.  
A cura di FTA Online