



L'AZIONE DELLA SETTIMANA di Alberto Nosari

Igd lancia il piano al 2013 e investirà 750 milioni

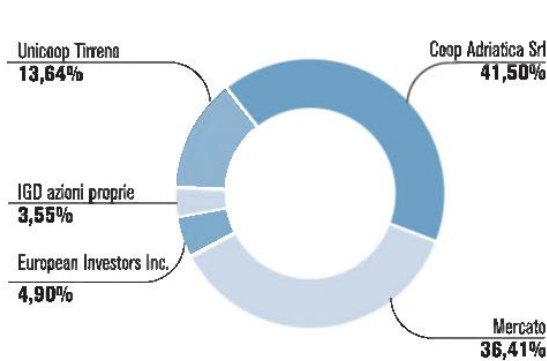
I target indicano il raddoppio del dividendo a 0,10 euro con roe triplicato al 10 per cento

«Confermiamo la validità della strategia perseguita sino a oggi nello sviluppo dei centri commerciali in una logica di lungo termine con focus sul territorio nazionale, anche se stiamo affinando il nostro modello per adeguarlo ai nuovi scenari economici».

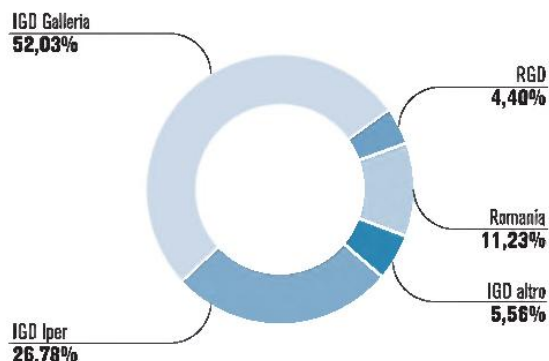
Più in particolare, ricorda Gilberto Coffari, presidente di Igd, «le linee guida del piano al 2013 riportano con più forza l'attenzione sulla scelta del mix tenant-merchandising, valorizzando la nostra capacità di percepire i nuovi trend e rendere sempre più efficienti i servizi». Il tutto, aggiunge il presidente, «per garantirci rendimenti soddisfacenti nel lungo termine nel rispetto dell'equilibrio economico del tenant».

Ma c'è pure altro poiché Igd potrà beneficiare della vicinanza al mondo delle coop e sviluppare il proprio business con maggiore successo. Questo in quanto, prosegue il presidente, la Sitq potrà avvalersi delle attività di sviluppo che le coop svolgono sul territorio e quindi acquisire immobili già a reddito garantendosi rendimenti medi superiori al 6,3% nel rispetto del target del piano 2009-2013. Obiettivi ambiziosi ma compatibili con le potenzialità di un gruppo che, come sottolinea Claudio Albertini, amministratore delegato

Principali azionisti

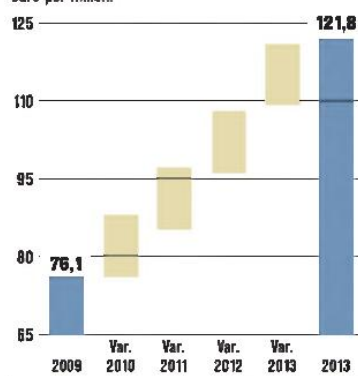


Ripartizione del patrimonio immobiliare al 31/10/2009



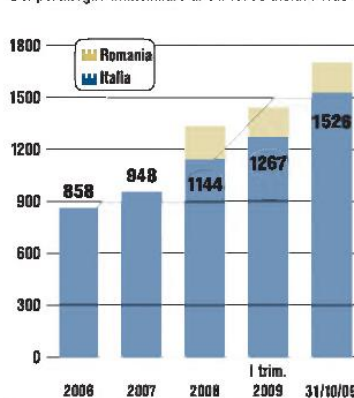
Ebitda Bridge 2009-2013

Rappresenta l'evoluzione dell'ebitda sull'arco piano, euro per milioni



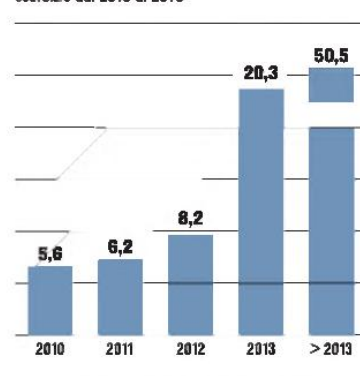
Valore di mercato

Del portafoglio immobiliare al 31/10/09 incluso RGD



Contratti in scadenza

Rappresentano la percentuale sul totale per ogni esercizio dal 2010 al 2013



Igd, «prevede 750 milioni di investimenti, di cui 265 realizzati nel 2009, accanto a una crescita medio annua del ricavi da attività locativa del 9,8% con ebitda in progresso del 12,5% medio annuo con ebitda margin in crescita di nove punti al 77% atteso a fine piano, il 2013, quando il patrimonio immobiliare sarà aumentato

del 67% a 2,24 miliardi sul 30 giugno 2009». E questi progressi, precisa il capo azienda, saranno conseguiti con un contributo inferiore ai 30 milioni del fair value a testimonianza della prudenza con la quale è stato predisposto il piano che prevede un rendimento degli asset fra il 6,3 e il 6,5% con un rapporto debiti patri-

monio inferiore a 1,5. I debiti dovrebbero infatti passare da 1,04 a 1,28 miliardi con un rapporto fra debiti a attivo immobiliare al 57% nel 2013. Nel contempo il dividendo dovrebbe raddoppiare dagli 0,05 euro previsti a valere sul bilancio 2009 agli 0,10 connessi ai risultati attesi a fine piano, nel 2013, quando il roe espresso

sul patrimonio dovrebbe essere triplicato al 10 per cento. Uno sviluppo che, come ricordato, sarà concentrato in Italia e articolato in due fasi, di cui la prima prevede «la sostanziale stabilità negli affitti accanto al completamento entro il 2011 del 600 milioni di investimenti già in corso, mentre il biennio successivo dovrebbe



vedere una moderata crescita dei ricavi da affitto accanto a una graduale ripresa dei nuovi investimenti, stimati nel piano in circa 150 milioni». Una cifra contenuta anche perché non considera le potenzialità implicite nel ruolo aggregante che Igd potrà svolgere anche su quel mondo delle cooperative che dispone di un patrimonio immobiliare coerente con le strategie di investimento di Igd e stimabile in oltre tre miliardi per le sole cooperative collocate nel Nord Italia.

E in attesa di novità il team che affianca Albertini al vertice dell'azienda sarà fortemente impegnato a riposizionare i mix prodotti/affittuari. Il piano prevede infatti «lo sviluppo di medie superfici dedicate a bricolage, sport, elettronica e casa uscendo dalla logica del solo abbigliamento, mentre i nuovi centri potranno essere ricollocati nei centri cittadini con dimensioni minori e bacino di vicinato». Nel contempo verranno «Introdotti nuovi marchi internazionali di tendenza e l'ingresso di nuovi gestori sarà graduale oltreché bilanciato da altri operatori per avere ricavi in grado di garantire equilibrio e redditività» nel medio termine. Ci sarà inoltre attenzione al territorio, «introducendo marchi locali ben radicati accanto ad attività commerciali innovative quali la ristorazione». Una serie di iniziative da coniugare con una «gestione efficiente dei centri commerciali in un'ottica di sostenibilità per i retailer e quindi per garantire rendimenti a lungo termine per Igd nel rispetto dell'equilibrio economico del gestore, a cui potranno essere offerti dilazioni o sconti, ma solo selezionati e in via temporanea per superare l'eccezionalità della crisi».

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Claudio Albertini (a sinistra nella foto) è amministratore delegato dal maggio del 2009, mentre **Gilberto Coffari** (ritratto a destra) è stato l'artefice dell'appodo in Borsa ed è presidente dalla nascita della società



Più 85% dai minimi di marzo

I punti di forza...



Solidità patrimoniale Potenziale di sviluppo

Il portafoglio immobiliare si è dimostrato di buona qualità e la redditività ha tenuto anche nelle fasi più difficile della crisi che ha flagellato i nostri mercati nei passati semestri dimostrando la validità del modello di business messo a punto dall'unica Siiq quotata al mercato italiano. Un modello che potrebbe esprimere appieno la propria potenzialità nei prossimi anni, quando sarà possibile cogliere i frutti del lavoro impostato dal nuovo management con il supporto degli azionisti.

■ **La qualità del portafoglio immobiliare.** Si conferma decisamente buona come emerge dalle valutazioni di società indipendenti e da una redditività che si mantiene più che soddisfacente pur scontando gli effetti delle difficoltà congiunturali che hanno caratterizzato gli ultimi due anni. Questo anche perché la redditività è "garantita" poiché molti spazi sono affittati alle Coop con contratti a lungo termine.

■ **La validità del modello di business.** È uscita rafforzata dall'avversa congiuntura anche perché gli affitti hanno tenuto pure nella componente "gallerie di negozi" perché la professionalità degli operatori Igd ha permesso di sostenere il flusso dei consumatori anche nelle fasi più complesse della crisi. E tutto ciò ha agevolato il lavoro degli affittuari, che hanno potuto "esercitare con profitto" il proprio business.

■ **Solidità patrimoniale e potenzialità di sviluppo.** Igd può fare leva su una solidità patrimoniale importante come testimonia quel rapporto fra debiti e valore degli asset che resta al top del sistema; solidità grazie la quale affrontare la nuova fase dello sviluppo. Una fase che potrebbe riservare sorprese importanti poiché il modello messo a punto dovrebbe offrire ottime opportunità alle numerose cooperative che detengono asset la cui gestione potrebbe dare maggiori soddisfazioni se realizzata con metodi più efficienti e redditizi per tutti gli interessati al progetto. Un progetto che potrà godere pure dei benefici che il modello Siiq offre.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Igd oscilla intorno a 1,5 euro e consolida una performance dell'85% rispetto al minimo di 0,79 euro del 17 marzo, anche se i prezzi attuali restano al di sotto degli 1,63 euro del 23 ottobre e il gap balza al 67% se il confronto viene effettuato con il massimo di 4,48 euro del 19 aprile del 2007.

Penalizzazione considerata eccessiva da molti analisti che ripropongono l'indicazione di acquisto anche perché «resta sottovalutata sui fondamentali considerando la qualità del portafoglio, la sua redditività e la solidità della struttura patrimoniale accanto alle potenzialità di sviluppo offerte dall'appartenenza al mondo delle cooperative». Considerazioni centrali anche per i cauti e cioè coloro che suggeriscono di mantenere il titolo in portafoglio in attesa di conoscere meglio la possibile evoluzione della congiuntura.

Il *neutral* è così riproposto da JP Morgan ed Equita perché «presenta uno sconto elevato e prossimo al 35 per cento, ma sul mercato ci sono opportunità più convenienti a parità di solidità e validità di modelli di business». La cautela è d'obbligo anche perché, concludono, «permangono incertezze sul profilo di rischio e sulle potenzialità di sviluppo dell'investimento in Romania».

Il *neutral* è confermato anche da Exane e Mediobanca perché «restiamo cau-

ti sul settore immobiliare, anche se la redditività di Igd resta decisamente buona». La cautela è un obbligo anche perché, concludono, «permane il rischio di ulteriori svalutazioni del portafoglio immobiliare in presenza di una congiuntura che si conferma complessa».

Considerazioni rigettate da Société Générale, che rilancia il *buy*, e Banca Akros, dove ripropongono l'*accumulate* con target price a 1,75 euro perché «i flussi degli affitti hanno tenuto anche nella fase congiunturale più negativa grazie anche alla qualità di un portafoglio immobiliare le cui valutazioni hanno subito solo svalutazioni limitate».

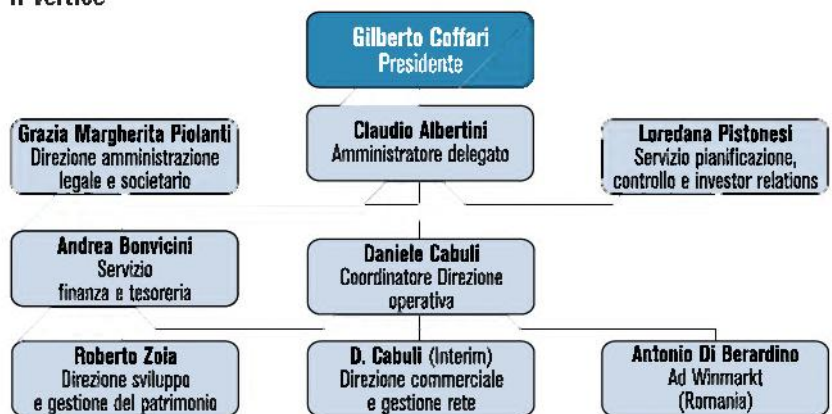
L'*outperform* con target a 1,6 euro giunge pure da Intermonete, i cui analisti pongono l'attenzione sulla «tenuta dei ricavi e sull'alta generazione di cassa oltreché sulla crescita degli asset gestiti». Siamo positivi anche perché, aggiungono, «ci piace un modello di business che continuerà a dare soddisfazione».

Giudizi positivi anche da Banca Imi e Cheuvreux, dove ripropongono l'*outperform* con target price a 1,65 euro perché è sottovalutata sui multipli considerando che presenta una generazione di cassa elevata accanto a una struttura patrimoniale solida con un portafoglio immobiliare di valore che presenta un rendimento medio più che soddisfacente».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

L'indicazione d'acquisto è dominante

Il vertice





...e quelli di debolezza



Dalla congiuntura alla governance

Il crollo dei consumi si è interrotto, ma la ripresa non si è ancora manifestata, anche se il settore dei grandi centri commerciali è una delle poche realtà dinamiche del comparto retail. I piani di sviluppo hanno comunque subito un ridimensionamento anche perché si sono scontrati con le nuove modalità di accesso al credito. Nel contempo la dimensione dell'azienda bolognese resta contenuta, mentre l'ingresso in Romania presenta una visibilità limitata e ha modificato il profilo di rischio. Ci sono poi i temi attinenti alla governance e quelli più prettamente borsistici, quali contendibilità e il basso appeal del settore immobiliare.

■ **La congiuntura e i consumi.** Sono le maggiori preoccupazioni degli analisti in quanto il crollo dei consumi si è interrotto, ma il trend resta incerto e permane il timore sulla campagna natalizia. Una dinamica che non potrà non avere effetti sull'evoluzione delle attività di Igd, anche se il modello di business dell'azienda bolognese ha permesso finora di salvaguardare volumi e redditività.

■ **I piani di sviluppo.** Hanno subito nel recente passato un certo ridimensionamento proprio perché lo scenario congiunturale è cambiato in misura marcata e con esso le condizioni di accesso al credito. Ed è anche per tutto ciò che l'azienda ha rinunciato o posticipato la realizzazione di alcuni progetti, anche se ora la strategia di crescita potrebbero trovare nuova forza.

■ **L'ingresso in Romania.** È stato criticato da molti operatori perché ha modificato il profilo di rischio e inserito nuovi elementi di incertezza poiché la visibilità resta contenuta anche se l'investimento sino ad ora ha dato soddisfazioni per il suo alto rendimento.

■ **Governance e performance.** I piani di sviluppo dovrebbero prevedere un'ulteriore crescita del peso delle cooperative e questo rappresenta un tema di governance poiché il nuovo vertice dovrà dimostrare di saper rispettare le esigenze di un mercato che già ora soffre la mancata contendibilità di una società attiva in un settore da cui nel recente passato sono fuggiti in molti.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Gruppo IGD

Dati consolidati. Valori in migliaia di euro

	30/06/09	30/06/08
STATO PATRIMONIALE		
ATTIVO		
Immobilizzazioni materiali	1.595.880	1.382.911
Immobilizzazioni immateriali	11.882	30.121
Partecipaz. e altre att. non correnti	19.764	27.925
Totale attività non correnti	1.627.526	1.440.957
Rimanenze	52.259	52.381
Crediti e altre attività	65.771	42.012
Disponibilità liquide e mezzi equival.	17.239	17.273
Totale attività correnti	135.269	111.666
Attività destinate alla vendita	-	-
Totale attivo	1.762.795	1.552.623

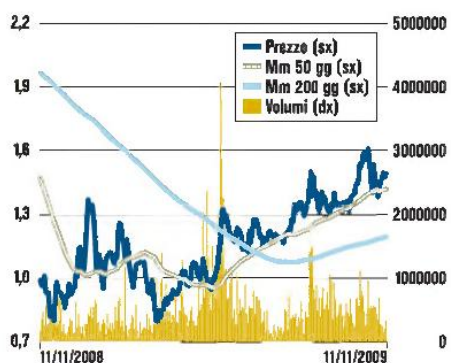
	30/06/09	30/06/08
PASSIVO		
Patrimonio netto di gruppo	737.035	738.639
Patrimonio netto di Terzi	-	8.053
Fondi diversi non correnti	745	573
Tfr	519	368
Debiti finanziari e altre passività	915.256	631.216
di cui a lungo	731.044	515.345
Altri debiti e passività diverse	109.240	173.774
Passività correlate ad attività destinate alla vendita	-	-
Totale Passivo	1.762.795	1.552.623
CONTO ECONOMICO		
Ricavi	59.521	45.543
Ebitda (margine operativo lordo)	36.991	27.878

	30/06/09	30/06/08
Ebit (risultato operativo)	24.840	35.770
Utile (perdita) netto del gruppo	7.127	34.228
Grado di copertura		
Capitale investito	1.635.052	1.360.635
Patrimonio netto complessivo	737.035	746.692
Posizione finanziaria netta	-898.017	-613.943
Debt/equity	1,22	0,82
Dati per azione e multipli di mercato (euro)		
Utile	0,023	0,111
Patrimonio netto	2,383	2,388
Capitalizzazione totale (mln euro)	384	580
Quotazione	1,242	1,877
P / P.N.	0,52	0,79

Fonte: Il Sole 24 Ore, Analisi mercati finanziari

Analisi tecnica

Andamento di prezzi e volumi del titolo Igd



Igd è salito negli ultimi mesi sopra 1,45 €, confermando il doppio minimo in formazione da un anno in area 0,80. I prezzi dovranno conservare il tasso di crescita in atto dai bottom di marzo per raggiungere gli obiettivi di detta configurazione a 1,85 e più in alto a 2,10 euro circa. Conferme in tal senso giungeranno al superamento dei massimi dello scorso mese a quota 1,63. Indicazioni contrarie, invece, solo a seguito di discese sotto 1,30 introdotte al test a 1,10 euro ed al successivo affondo fin sotto quota 1,00.
A cura di FTA Online

I «comparables»

I principali concorrenti di Igd

Società	Capitalizz. al 10/11/09 (mln €)	Eps 2009	P/E 2009	P/E 2010	P/Sales 2009	Consensus 2009 di mercato
Igd Immobiliare Grande Distribuzione	439	0,11	13,39	12,28	3,72	Overweight
Klepierre	5,075	1,02	28,03	25,91	5,71	Hold
Corio Nv	3,645	2,92	16,35	16,46	9,41	Overweight
Eurocommercial Properties*	1,014	1,85	15,30	14,97	7,45	Overweight

(*) chiusura al 30/06; (Eps) = utile per azione; (P/E) = rapporto prezzo su utile; (P/Sales) = rapporto prezzo su ricavi. Fonte: elab. di AMF su dati di InfFinancials

Igd è uno dei principali player nel segmento retail del mercato immobiliare italiano della grande distribuzione. Data la peculiarità del business, Igd in Italia non ha realtà direttamente confrontabili, mentre all'estero il competitor più specializzato è la francese Klepierre e le due olandesi, Eurocommercial Prop. e Corio Nv. Confrontando i multipli di mercato prospettici, emerge che Igd sulla base degli utili attesi a fine 2009 e 2010 quota a sconto rispetto alle società del campione, la cui media è pari a 19,89 e 19,11 volte. Analogo il discorso con l'indicatore P/Sales 2009, la cui media è di 7,52.

Le prospettive

Le stime di consenso degli analisti

	Ricavi (mln €)		Ebit (mln €)		Utile per azione (€)		Dividendo		Target price (€)
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	
Minimo	117,0	126,0	-10,0	-110,0	0,099	0,113	0,020	0,027	1,350
Medio	119,2	130,6	80,7	51,5	0,112	0,123	0,058	0,063	1,607
Massimo	122,5	138,5	207,0	143,7	0,121	0,135	0,130	0,130	1,800

Fonte: consensus FactSet

I giudizi

