Banca Aletti

GRUPPO BANCO POPOLARE
DI VERONA E NOVARA

EQUITY
RESEARCH

CEMBRE

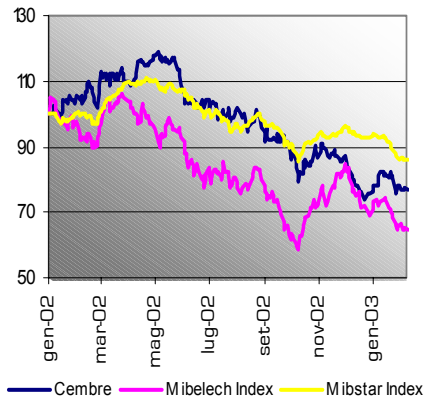
ITALIA: SETTORE COSTRUZIONI ELETTROMECCANICHE

	Fatturato	EBIT	Utile netto	Eps	P/E	EV/SALES	EV/EBIT	Dps	Yield
	Mln euro	Mln euro	Mln euro	Euro				Euro	%
1999	45,002	6,482	3,583	0,214	8,58	0,83	5,78	0,083	4,50
2000	50,415	6,475	3,550	0,212	8,66	0,70	5,43	0,088	4,78
2001	56,002	6,931	3,806	0,224	8,20	0,62	4,98	0,100	5,45
2002E	56,946	6,271	3,215	0,189	9,70	0,72	6,54	0,100	5,45
2003E	61,502	7,390	3,843	0,226	8,12	0,65	5,37	0,100	5,45
2004E	67,344	8,438	4,532	0,267	6,88	0,57	4,55	0,120	6,54
2005E	74,079	9,629	5,272	0,310	5,92	0,50	3,85	0,140	7,63

Fonte: Banca Aletti & C. S.p.A.

Prezzo al 20/02/2003 (€):	**1,835**
Mkt cap (mln €):	**31,195**
N° azioni (mln):	**17,000**
Min – Max (52 sett. €):	**1,765 – 2,88**
Mibelech:	**886**
Mibstar:	**803**
Raccomandazione:	**L.T. BUY**

Maggiori azionisti al 20/02/2003: Lysne S.p.A. 52,7%, Carlo Rosani 6,1%, azioni proprie 1,4%. Flottante 23,7%.



4Q02: LESS (BUT STILL STRONG) PROFITABILITY

- Il Gruppo Cembre progetta, produce e distribuisce connettori elettrici e accessori per cavi, nonchè utensili per la loro installazione, destinati ad impianti industriali e civili. Il Gruppo è leader in Italia nella produzione di connettori elettrici a compressione, tra i primi produttori europei di connettori elettrici e il principale produttore mondiale di utensili per l'installazione dei connettori e il taglio dei conduttori.
- Il Gruppo ha chiuso l'esercizio 2002 con un fatturato pari a € 56,9 mln, in crescita dell'1,7% rispetto all'esercizio precedente, un EBITDA pari a € 10,3 mln (-6,9%, EBITDA margin 18,0%) e un EBIT pari a € 6,3 mln (-9,5%, ROS 11,0%).
- Alla luce dei risultati del 4Q02 e del perdurare delle condizioni di difficoltà del settore di riferimento, abbiamo rivisto in ottica prudenziale le nostre stime per il triennio 2003-2005. Per il triennio 2003/2005 prevediamo un tasso medio di crescita del fatturato pari al 9,2%, dell'EBITDA pari all'11,9% e dell'EBIT del 15,4%.
- Continuiamo a consigliare l'investimento nel titolo mantenendo il giudizio LONG TERM BUY, confidando nelle caratteristiche *value* del titolo (buona redditività, pay-out del 44-45%, con un dividend yield 2003 del 5,4%, basso profilo di rischio, capacità di continuare a crescere in un settore maturo). Applicando il metodo del DCF otteniamo un *fair value* di € 3,00.

21 febbraio 2003

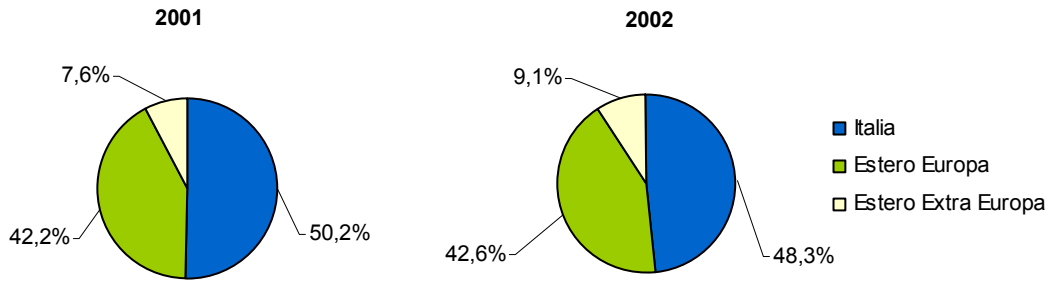
Anna Maria Tuni (02-43358.123)
e-mail: anna.tuni@alettibank.it

I RISULTATI DEL 4Q02

Fatturato +1,7 YoY

Nell'esercizio 2002 il fatturato del Gruppo Cembre è stato pari a € 56,9 mln rispetto a € 56,0 mln dell'esercizio precedente, con una crescita dell'1,7%.
Il Gruppo ha realizzato il 48,3% del fatturato in Italia, il 42,6% in Europa e il 9,1% fuori dal continente europeo.
Nel 2002 le vendite in Italia sono diminuite del 2,1%, mentre nel resto dell'Europa sono aumentate del 2,6%. Le vendite extra Europa sono aumentate del 21,1% grazie all'aumento dell'attività della controllata americana Cembre Inc (ricavi +38,4%).
Nel 2002, per la prima volta, le vendite all'estero hanno superato le vendite in Italia.
Il fatturato è cresciuto in tutte le società del Gruppo, ad eccezione della capogruppo, a causa del rallentamento del mercato italiano, e delle controllate Cembre Sarl e Cembre GmbH, a causa della stagnazione dei rispettivi mercati di riferimento (francese e tedesco).

Grafico 1 – Breakdown dei ricavi per area geografica



Fonte: elaborazione Banca Aletti & C. S.p.A. su dati Cembre.

Margini in flessione

L'EBITDA è pari a € 10,3 mln, in calo del 6,9% rispetto all'esercizio 2001. L'EBITDA margin passa dal 19,7% del 2001 al 18,0%. La riduzione dell'EBITDA margin è attribuibile principalmente all'aumento del costo del personale.
L'incremento del costo del personale è imputabile sia all'aumento del numero medio dei dipendenti, passati da 417 del 2001 a 453, sia all'aumento delle retribuzioni.
L'EBIT è pari a € 6,3 mln, in flessione del 9,5% rispetto all'esercizio 2001, con un ROS dell'11,0%.
L'EBIT si è attestato a € 6,3 mln (ROS 11,0%), in flessione del 9,5% rispetto a € 6,9 mln dell'esercizio 2001, dopo ammortamenti in leggera diminuzione (-2,4%).
Il risultato ante imposte dell'esercizio 2002 è pari a € 5,2 mln, in calo del 20,7% rispetto al 2001, a causa del peggioramento della gestione finanziaria e di quella straordinaria. L'incidenza della gestione finanziaria aumenta passando dallo 0,5% all'1,2% per i maggiori oneri finanziari legati al maggior indebitamento e per i minori utili su cambi. La gestione straordinaria tiene conto di maggiori costi per € 0,2 mln, prudenzialmente contabilizzati a seguito delle potenziali passività che potrebbero emergere per un precontenzioso con l'INAIL.

Tab. 1 – Conto economico consolidato

	4Q01	4Q02	2001	2002
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	**14.009**	**14.848**	**56.002**	**56.946**
% crescita		*6,0%*	*11,1%*	*1,7%*
Valore della produzione	**14.235**	**16.024**	**58.795**	**59.434**
% crescita		*12,6%*	*11,2%*	*1,1%*
% del fatturato	*101,6%*	*107,9%*	*105,0%*	*104,4%*
Costi esterni	(7.887)	(8.772)	(30.405)	(30.995)
Valore aggiunto	**6.348**	**7.251**	**28.390**	**28.438**
% crescita		*14,2%*	*10,5%*	*0,2%*
% del fatturato	*45,3%*	*48,8%*	*50,7%*	*49,9%*
Costi per il personale	(4.632)	(4.410)	(17.255)	(18.034)
Accantonamenti e svalutazioni	(27)	(65)	(125)	(151)
Margine operativo lordo (EBITDA)	**1.689**	**2.776**	**11.009**	**10.252**
% crescita		*64,3%*	*5,7%*	*-6,9%*
% del fatturato	*12,1%*	*18,7%*	*19,7%*	*18,0%*
Ammortamenti	(1.020)	(1.158)	(4.078)	(3.982)
Reddito operativo (EBIT)	**670**	**1.618**	**6.931**	**6.271**
% crescita		*141,6%*	*7,0%*	*-9,5%*
% del fatturato	*4,8%*	*10,9%*	*12,4%*	*11,0%*
Gestione finanziaria	(26)	(325)	(285)	(712)
Risultato della gestione	**644**	**1.294**	**6.646**	**5.559**
% crescita		*101,0%*	*9,5%*	*-16,4%*
% del fatturato	*4,6%*	*8,7%*	*11,9%*	*9,8%*
Gestione straordinaria	(25)	(26)	(81)	(355)
Risultato ante imposte e quota di terzi	**619**	**1.268**	**6.566**	**5.204**
% crescita		*104,9%*	*10,2%*	*-20,7%*
% del fatturato	*4,4%*	*8,5%*	*11,7%*	*9,1%*

Fonte: elaborazione Banca Aletti & C. S.p.A. su relazione trimestrale Cembre. Dati in migliaia di euro.

Il confronto con le ns. stime 2002

I dati consuntivi del 2002 sono risultati inferiori alle nostre previsioni, specialmente per quanto riguarda i margini reddituali, a seguito dell'andamento dei mesi di novembre e dicembre che non hanno confermato il brillante andamento del mese di ottobre, che registrava una crescita del fatturato del 12% rispetto all'ottobre 2001.

Tab. 2 – 2002: confronto con le stime

	2002E	2002	Delta
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	**57.682**	**56.946**	**-1,3%**
% crescita	*3,0%*	*1,7%*	
Margine operativo lordo (EBITDA)	**11.085**	**10.252**	**-7,5%**
% crescita	*0,7%*	*-6,9%*	
% del fatturato	*19,2%*	*18,0%*	
Reddito operativo (EBIT)	**7.185**	**6.271**	**-12,7%**
% crescita	*3,7%*	*-9,5%*	
% del fatturato	*12,5%*	*11,0%*	
Risultato ante imposte e quota di terzi	**6.315**	**5.204**	**-17,6%**
% crescita	*-3,8%*	*-20,7%*	
% del fatturato	*10,9%*	*9,1%*	

Fonte: stime Banca Aletti & C. S.p.A. e dati Cembre. Dati in migliaia di euro.

L'evoluzione della PFN

Dal punto di vista patrimoniale, l'indebitamento finanziario netto è aumentato da circa € 3,3 mln al 31 dicembre 2001 a € 9,8 mln al 31 dicembre 2002, con un rapporto debt/equity dello 0,3.

L'incremento è dovuto principalmente ai maggiori investimenti effettuati in fabbricati, impianti e macchinari (€ 6,7 mln), e all'acquisizione dalla società Sibocar delle attività di produzione di segnafili e prodotti per la marcatura di cavi e componenti elettrici (€ 2,8 mln).

Tab. 3 – Posizione finanziaria netta

	31/12/02	30/06/02	31/12/01
Debiti finanziari a breve termine	(9.458)	(5.918)	(3.917)
Debiti finanziari a medio/lungo termine	(4.132)	(2.589)	(4.820)
Liquidità	3.327	2.413	4.847
Azioni proprie	465	605	567
Posizione finanziaria netta a breve termine	**(5.665)**	**(3.505)**	**1.497**
Posizione finanziaria netta a medio-lungo termine	**(4.132)**	**(2.589)**	**(4.820)**
Posizione finanziaria netta	**(9.797)**	**(5.488)**	**(3.323)**

Fonte: elaborazione Banca Aletti & C. S.p.A. su dati Cembre. Dati in migliaia di euro.

REVISIONE DELLE PREVISIONI 2003-2005

Alla luce dei risultati del quarto trimestre 2002 e del perdurare della condizione di difficoltà del mercato di riferimento, abbiamo prudenzialmente rivisto le nostre stime per il triennio 2003-2005.

Per il triennio 2003-2005 stimiamo un tasso di crescita medio del fatturato del 9,2%. Un contributo significativo deriverà dallo sviluppo previsto dell'attività di produzione di segnafili e prodotti per la marcatura di cavi e componenti elettrici. L'acquisizione del ramo d'azienda Sibocar consentirà, infatti, al Gruppo di ampliare ulteriormente l'offerta prodotti e di rafforzare la posizione sul mercato della componentistica elettrica.
La crescita dei ricavi sarà trainata anche dai prodotti specifici per il settore ferroviario, dagli utensili a batteria e dai prodotti Oelma (pressacavi), che rappresentano circa il 6,4% del fatturato totale.
Per il triennio in esame ci attendiamo una ripresa dei margini reddituali grazie alle sinergie derivanti dalla fusione di Oelma in Cembre e ad una maggiore efficienza operativa.
L'EBITDA dovrebbe far registrare un incremento medio annuo dell'11,9%, con una incidenza sul fatturato 2005 del 19,4%.
In miglioramento anche l'EBIT che dovrebbe attestarsi a circa € 9,6 mln nel 2005, con un ROS del 13,0% (CAGR 02-05:15,4%).
Tenendo conto di una gestione finanziaria che dovrebbe risultare in miglioramento per effetto della progressiva riduzione del debito, stimiamo per l'utile netto un incremento medio annuo nel periodo considerato del 17,9%. L'EPS è stimato pari a € 0,226 per il 2003, € 0,267 per il 2004 e € 0,310 per il 2005.
Le stime non tengono conto di possibili partnership o acquisizioni che Cembre potrebbe effettuare nel settore.

Tab. 4 – Revisione delle stime 2003-2005

	2003E old	2003E new	2004E old	2004E new	2005E old	2005E new
Fatturato	64,028	61,502	70,430	67,344	77,332	74,079
Ebitda	12,504	11,572	14,108	12,882	16,025	14,370
Ebit	8,086	7,390	9,107	8,438	10,379	9,629
Risultato netto	4,342	3,843	4,984	4,532	5,742	5,272
Fatturato	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Ebitda	19,5%	18,8%	20,0%	19,1%	20,7%	19,4%
Ebit	12,6%	12,0%	12,9%	12,5%	13,4%	13,0%
Risultato netto	8,8%	6,2%	7,1%	6,7%	7,4%	7,1%

Fonte: Banca Aletti & C. S.p.A. Dati in migliaia di euro.

LA VALUTAZIONE

La determinazione del valore del capitale economico di Cembre è stata ottenuta, come nel nostro precedente studio, utilizzando come metodologia valutativa principale il DCF e come criterio di controllo il metodo dei multipli di mercato per le società comparabili.

Il DCF

Il DCF è stato applicato per un periodo temporale di 5 anni ed è basato sulle seguenti ipotesi:

- tasso free risk = 4,6% (media ultimi 6 mesi del rendimento del BTP 02/01/2013 4,75%);
- tasso risk premium = 4,3%;
- beta adjusted = 1, in considerazione della scarsa liquidità del titolo (il beta effettivo è pari a 0,26);
- WACC = calcolato puntualmente anno per anno, in funzione della struttura finanziaria della Società.

Tab. 5 – WACC

	2003E	2004E	2005E	2006E	2007E
WACC	8,0%	8,1%	8,3%	8,4%	8,5%

Fonte: Banca Aletti & C. S.p.A.

Tab. 6 – Discounted Cash Flow

IPOTESI	
Elaborazione al:	21/02/2003
N. di anni considerati	5
Beta adjusted	1
Tasso Free Risk	4,6%
Market Risk Premium	4,3%
Tasso di crescita atteso	1,5%

FREE CASH FLOW	2003E	2004E	2005E	2006E	2007E
Reddito operativo	7.390	8.438	9.629	10.593	11.653
Imposte	(3.103)	(3.541)	(4.047)	(4.449)	(4.894)
Ammortamenti	4.182	4.445	4.741	4.950	5.200
Variazione CCN	(1.425)	(1.333)	(2.559)	(3.372)	(3.730)
Investimenti	(3.000)	(3.200)	(3.400)	(3.600)	(3.800)
Free Cash Flow	**4.044**	**4.809**	**4.364**	**4.122**	**4.428**
Free Cash Flow attualizzato	**3.786**	**4.158**	**3.478**	**3.023**	**2.981**

VALORE DELL'AZIENDA	
Free Cash Flow attualizzato	17.426
Terminal Value attualizzato	43.362
PFN	(9.797)
Minorities	-
Valore economico	**50.991**
N. azioni (/1000)	17.000
Valore per azione (in euro)	**3,00**

Fonte: Banca Aletti & C. S.p.A. Dati in migliaia di euro.

Sulla base delle nostre ipotesi, il *fair value* del titolo risulta pertanto pari a **€ 3,00** per azione.

I multipli di mercato

Nella tabella seguente vengono riportati i multipli di mercato P/E, EV/Sales, EV/Ebitda e EV/Ebit per il 2003 delle società del campione di riferimento. Come già sottolineato nel nostro precedente studio, la valutazione attraverso i multipli di mercato risulta poco significativa data la difficoltà a trovare società quotate perfettamente comparabili. Si tratta infatti di società di grandi dimensioni e molto diversificate che operano nel settore di Cembre solo con una singola divisione.

Tab. 7 – Multipli di mercato

	MKT CAP	P/E 2003	EV/SALES 2003	EV/EBITDA 2003	EV/EBIT 2003
Gewiss	385	20,90x	1,62x	7,45x	12,22x
Saes Getters	101	18,25x	0,70x	3,40x	6,20x
Legrand	2.932	18,82x	1,65x	7,91x	11,48x
Schneider Electric	9.745	15,74x	1,34x	8,47x	11,74x
Carbone Lorraine	203	8,34x	0,70x	4,99x	8,51x
Media		**16,41x**	**1,20x**	**6,44x**	**10,03x**
Cembre	**31**	**8,12x**	**0,61x**	**3,22x**	**5,05x**

Fonte: elaborazione Banca Aletti & C. S.p.A. su dati consensus Ibes. Prezzi al 20/02/2003.

Applicando tali multipli ai dati previsionali della Società si ottiene un prezzo teorico variabile in un intervallo compreso tra € 3,71 ed € 3,89.

Riteniamo che il disallineamento di tali valori rispetto a quanto ottenuto mediante applicazione del metodo principale sia in buona parte attribuibile ad alcune peculiari caratteristiche "borsistiche" di Cembre in termini di (i) dimensioni, (ii) ridotta capitalizzazione di mercato, (iii) limitata liquidità e (iv) non contendibilità.

Tab. 8 – *Fair value* su multipli 2003

	P/E 2003	EV/SALES 2003	EV/EBITDA 2003	EV/EBIT 2003
Fair value	3,71	3,85	3,89	3,86

Fonte: Banca Aletti & C. S.p.A.

Raccomandazione

Continuiamo a consigliare l'investimento nel titolo con un giudizio **LONG TERM BUY**, confidando nelle caratteristiche *value* del titolo (buona redditività, pay-out del 44-45%, con un dividend yield 2003 del 5,4%, basso profilo di rischio, capacità di continuare a crescere in un settore maturo).

Allegati

Conto economico

	1999	2000	2001	2002E	2003E	2004E	2005E
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	**45.002**	**50.415**	**56.002**	**56.946**	**61.502**	**67.344**	**74.079**
% crescita	*19,0%*	*12,0%*	*11,1%*	*1,7%*	*8,0%*	*9,5%*	*10,0%*
Valore della produzione	**47.602**	**52.860**	**58.795**	**59.434**	**64.402**	**70.394**	**77.189**
% crescita	*18,0%*	*11,0%*	*11,2%*	*1,1%*	*8,4%*	*9,3%*	*9,7%*
% del fatturato	*105,8%*	*104,8%*	*105,0%*	*104,4%*	*104,7%*	*104,5%*	*104,2%*
Costi esterni	(24.286)	(27.170)	(30.405)	(30.995)	(33.272)	(36.433)	(40.077)
Valore aggiunto	**23.316**	**25.689**	**28.390**	**28.438**	**31.129**	**33.961**	**37.112**
% crescita	*16,4%*	*10,2%*	*10,5%*	*0,2%*	*9,5%*	*9,1%*	*9,3%*
% del fatturato	*51,8%*	*51,0%*	*50,7%*	*49,9%*	*50,6%*	*50,4%*	*50,1%*
Costi per il personale	(13.293)	(15.170)	(17.255)	(18.034)	(19.373)	(20.877)	(22.594)
Accantonamenti e svalutazioni	(100)	(99)	(125)	(151)	(185)	(202)	(148)
Margine operativo lordo (EBITDA)	**9.923**	**10.420**	**11.009**	**10.252**	**11.572**	**12.882**	**14.370**
% crescita	*20,2%*	*5,0%*	*5,7%*	*-6,9%*	*12,9%*	*11,3%*	*11,5%*
% del fatturato	*22,0%*	*20,7%*	*19,7%*	*18,0%*	*18,8%*	*19,1%*	*19,4%*
Ammortamenti	(3.440)	(3.945)	(4.078)	(3.982)	(4.182)	(4.445)	(4.741)
Reddito operativo (EBIT)	**6.482**	**6.475**	**6.931**	**6.271**	**7.390**	**8.438**	**9.629**
% crescita	*10,8%*	*-0,1%*	*7,0%*	*-9,5%*	*17,8%*	*14,2%*	*14,1%*
% del fatturato	*14,4%*	*12,8%*	*12,4%*	*11,0%*	*12,0%*	*12,5%*	*13,0%*
Gestione finanziaria	(100)	(406)	(285)	(712)	(615)	(539)	(444)
Risultato della gestione	**6.382**	**6.069**	**6.646**	**5.559**	**6.775**	**7.899**	**9.184**
% crescita	*10,5%*	*-4,9%*	*9,5%*	*-16,4%*	*21,9%*	*16,6%*	*16,3%*
% del fatturato	*14,2%*	*12,0%*	*11,9%*	*9,8%*	*11,0%*	*11,7%*	*12,4%*
Gestione straordinaria	(28)	(110)	(81)	(355)	(150)	(90)	(90)
Risultato ante imposte e quota di terzi	**6.353**	**5.959**	**6.566**	**5.204**	**6.625**	**7.809**	**9.094**
% crescita	*11,8%*	*-6,2%*	*10,2%*	*-20,7%*	*27,3%*	*17,9%*	*16,5%*
% del fatturato	*14,1%*	*11,8%*	*11,7%*	*9,1%*	*10,8%*	*11,6%*	*12,3%*
Imposte	(2.771)	(2.409)	(2.760)	(1.989)	(2.782)	(3.277)	(3.822)
Risultato netto di terzi	-	-	-	-	-	-	-
Risultato netto	**3.583**	**3.550**	**3.806**	**3.215**	**3.843**	**4.532**	**5.272**
% crescita	*17,1%*	*-0,9%*	*7,2%*	*-15,5%*	*19,5%*	*17,9%*	*16,3%*
% del fatturato	*8,0%*	*7,0%*	*6,8%*	*5,6%*	*6,2%*	*6,7%*	*7,1%*
Cash flow	**7.023**	**7.495**	**7.884**	**7.197**	**8.025**	**8.977**	**10.013**
% crescita	*28,5%*	*6,7%*	*5,2%*	*-8,7%*	*11,5%*	*11,9%*	*11,5%*
% del fatturato	*14,8%*	*14,2%*	*13,4%*	*12,1%*	*12,5%*	*12,8%*	*13,0%*

Fonte: Banca Aletti & C. S.p.A. Dati in migliaia di euro.

Stato patrimoniale

	1999	2000	2001	2002E	2003E	2004E	2005E
Totale immobilizzazioni	22.186	1.838	20.692	26.763	27.180	28.380	29.580
Totale circolante netto	22.417	23.363	26.706	28.795	30.220	31.552	34.112
F.di a medio lungo	4.048	4.746	5.577	6.004	7.000	8.000	9.400
Capitale investito netto	**40.554**	**40.455**	**41.821**	**49.554**	**50.400**	**51.932**	**54.292**
Patrimonio netto di gruppo	33.846	36.027	38.498	39.757	41.900	44.732	48.392
Patrimonio netto di terzi	-	-	-	-	-	-	-
Indebitamento fin. netto	6.708	4.428	3.323	9.797	8.500	7.200	5.900
Totale fonti	**40.554**	**40.456**	**41.821**	**49.554**	**50.400**	**51.932**	**54.292**

Fonte: Banca Aletti & C. S.p.A. Dati in migliaia di euro.

Ratio Analysis

	1999	2000	2001	2002E	2003E	2004E	2005E
Indici reddituali							
ROE %	10,59	9,85	9,89	8,09	9,17	10,13	10,89
ROCE %	15,98	16,01	16,57	12,65	14,66	16,25	17,74
Utile/Fatturato %	7,96	7,04	6,80	5,65	6,25	6,73	7,12
ROS %	14,40	12,84	12,38	11,01	12,02	12,53	13,00
MOL/Fatturato %	22,05	20,67	19,66	18,00	18,82	19,13	19,40
Cash flow/Fatturato %	15,61	14,87	14,08	12,64	13,05	13,33	13,52
Fatturato per dipendente (euro)	127.484	131.290	134.298	125.708	130.025	136.601	144.403
Costo medio dipendenti (euro)	37.658)	(39.505)	(41.380)	(39.811)	(40.958)	(42.346)	(44.043)
Struttura patrimoniale/finanziaria							
Debiti finanziari netti	6.708	4.428	3.323	9.797	8.500	7.200	5.900
Debt/Equity	0,29	0,22	0,23	0,34	0,29	0,23	0,19
Att. correnti/Pass. correnti	2,07	2,40	2,77	2,04	2,33	2,39	2,54
Acid test	1,11	1,30	1,48	1,05	1,23	1,28	1,38
Capitale circolante							
CCN	22.417	23.363	26.706	28.795	30.220	31.552	34.112
CCN/Fatturato %	49,81	46,34	47,69	50,57	49,14	46,85	46,05
Indicatori di borsa							
Num. azioni/1000	16.757	16.757	17.000	17.000	17.000	17.000	17.000
EPS	0,214	0,212	0,224	0,189	0,226	0,267	0,310
CFPS	0,419	0,447	0,464	0,423	0,472	0,528	0,589
BVPS	2,020	2,150	2,265	2,339	2,465	2,631	2,847
Prezzo	1,835						
P/E	8,58	8,66	8,20	9,70	8,12	6,88	5,92
P/CF	4,38	4,10	3,96	4,33	3,89	3,48	3,12
P/BV	0,91	0,85	0,81	0,78	0,74	0,70	0,64
EV/Sales	0,83	0,70	0,62	0,72	0,65	0,57	0,50
EV/EBITDA	3,77	3,38	3,14	4,00	3,43	2,98	2,58
EV/EBIT	5,78	5,43	4,98	6,54	5,37	4,55	3,85
DIV	0,083	0,088	0,100	0,100	0,100	0,120	0,140
Yield %	4,50	4,78	5,45	5,45	5,45	6,54	7,63
Dividendi (euro/1000)	1.385	1.471	1.700	1.700	1.700	2.040	2.380
Pay-out %	38,65	41,44	44,67	52,87	44,24	45,01	45,14
Tax rate %	43,61	40,42	42,03	38,22	42,00	42,00	42,00

Fonte: Banca Aletti & C. S.p.A.

Note

Note

QUESTO DOCUMENTO E' STATO PREDISPOSTO DA BANCA ALETTI & C. S.P.A. ("BANCA ALETTI").

BANCA ALETTI & C. HA UN PROPRIO SPECIFICO INTERESSE RIGUARDO ALL' EMITTENTE, AGLI STRUMENTI FINANZIARI E ALLE OPERAZIONI OGGETTO DI ANALISI IN QUANTO INCARICATA DALL'EMITTENTE CEMBRE S.P.A. A SVOLGERE L'ATTIVITA' DI OPERATORE SPECIALISTA, AI SENSI DI QUANTO PREVISTO DAL REGOLAMENTO DEI MERCATI ORGANIZZATI E GESTITI DA BORSA ITALIANA S.P.A. E DALLE RELATIVE ISTRUZIONI PER I TITOLI AMMESSI AL SEGMENTO "S.T.A.R.". L'INCARICO DI SPECIALISTA COMPORTA, OLTRE ALLA REDAZIONE E ALLA DIFFUSIONE DELLA PRESENTE ANALISI, LO SVOLGIMENTO DA PARTE DI BANCA ALETTI & C. DI ATTIVITA' DI NEGOZIAZIONE IN CONTO PROPRIO SULLE AZIONI ORDINARIE DELL'EMITTENTE CEMBRE S.P.A. DA TALE ATTIVITA' DI NEGOZIAZIONE IN CONTO PROPRIO PUO' DERIVARE L'ACCUMULO, IN CAPO A BANCA ALETTI & C., DI POSIZIONI LUNGHE O CORTE NEI MEDESIMI STRUMENTI FINANZIARI.

LE INFORMAZIONI UTILIZZATE NEL PRESENTE STUDIO PROVENGONO DAI DOCUMENTI CONTABILI UFFICIALI DISPONIBILI DELLA SOCIETÀ OGGETTO DI ANALISI. DELLE ALTRE INFORMAZIONI EVENTUALMENTE UTILIZZATE SONO CITATE DI VOLTA IN VOLTA, ALL'INTERNO DEL DOCUMENTO, LA NATURA E LA PROVENIENZA.

LE INFORMAZIONI CONTENUTE IN QUESTO DOCUMENTO E LE OPINIONI IVI INDICATE SI BASANO SU FONTI RITENUTE ATTENDIBILI, NON E' STATA TUTTAVIA EFFETTUATA UNA VERIFICA INDIPENDENTE DEL CONTENUTO DI QUESTO DOCUMENTO. CONSEGUENTEMENTE NESSUNA DICHIARAZIONE O GARANZIA, ESPRESSA O IMPLICITA, E' FORNITA, NE' ALCUN AFFIDAMENTO PUO' ESSERE FATTO RIGUARDO ALLA PRECISIONE, COMPLETEZZA O CORRETTEZZA DELLE INFORMAZIONI E DELLE OPINIONI CONTENUTE IN QUESTO DOCUMENTO E, NE' LA SOCIETA', NE' BANCA ALETTI, NE' ALCUN LORO AMMINISTRATORE, DIRIGENTE, QUADRO O DIPENDENTE POTRA' ESSERE RITENUTO RESPONSABILE (PER COLPA O DIVERSAMENTE) PER DANNI DERIVANTI DALL'UTILIZZO O DAL CONTENUTO DEL PRESENTE DOCUMENTO OVVERO PER DANNI COMUNQUE CONNESSI CON IL PRESENTE DOCUMENTO.

QUESTO DOCUMENTO NON COSTITUISCE NE' FORMA PARTE DI NESSUNA OFFERTA DI VENDITA O DI SOTTOSCRIZIONE, NE' IL MEDESIMO O CIASCUNA DELLE SUE PARTI COSTITUIRA' LA BASE PER QUALSIVOGLIA CONTRATTO O IMPEGNO DI QUALSIASI TIPO.

IL PRESENTE DOCUMENTO, O COPIA O PARTI DI ESSO, NON POSSONO ESSERE PORTATI, TRASMESSI OVVERO DISTRIBUITI NEGLI STATI UNITI, CANADA, AUSTRALIA E GIAPPONE O AD ALCUNA PERSONA IVI RESIDENTE. LA DISTRIBUZIONE DI QUESTO DOCUMENTO IN ALTRE GIURISDIZIONI PUO' ESSERE SOGGETTA A RESTRIZIONI E PERTANTO LE PERSONE ALLE QUALI DOVESSE PERVENIRE TALE DOCUMENTO SI DOVRANNO INFORMARE SULL'ESISTENZA DI TALI RESTRIZIONI ED OSSERVARLE.

BANCA ALETTI INTENDE DARE CONTINUITA' ALLA COPERTURA DEI TITOLI OGGETTO DI STUDIO ED INTENDE PRODURRE NUOVE ANALISI DEGLI STESSI IN OCCASIONE DELLA DIFFUSIONE DELL'INFORMATIVA CONTABILE PERIODICA E DEI PRINCIPALI EVENTI SOCIETARI RITENUTI RILEVANTI.

LA PRESENTE ANALISI VIENE DIFFUSA A PARTIRE DAL 21 FEBBRAIO 2003.
LA PRESENTE ANALISI VIENE DIFFUSA A CIRCA N. 150 INVESTITORI PROFESSIONALI ITALIANI ED ESTERI (COME DEFINITI AGLI ARTICOLI 25 E 31 DEL REGOLAMENTO APPROVATO CON DELIBERAZIONE CONSOB N. 11522/1998 E SUCCESSIVE MODIFICAZIONI) AD ESCLUSIONE DI STATI UNITI, CANADA, AUSTRALIA E GIAPPONE, MEDIANTE TRASMISSIONE DI SUPPORTI CARTACEI OVVERO DI FORMATI ELETTRONICI NON MODIFICABILI.

Banca Aletti
GRUPPO BANCO POPOLARE
DI VERONA E NOVARA

Via S. Spirito, 14 - 20121 Milano
Telefono (02) 76060.1 - Fax (02) 784664