

De Nora, l'innovazione è il motore del business Sfida sull'idrogeno

Strategia. Il gruppo, puntando soprattutto sulla transizione energetica, vuole raddoppiare gli investimenti in ricerca e sviluppo. Il nodo della crisi geopolitica

di **Vittorio Carlini**

Proseguiare, e aumentare, gli investimenti in ricerca e sviluppo. È tra le priorità strategiche di De Nora, di cui la Lettera al risparmiatore ha sentito i vertici, a sostegno del business. Già, il business. Il gruppo divide l'attività in tre segmenti. Il primo, quello storico, è rappresentato dalle cosiddette Electrode Technologies. Appannaggio di questo segmento è la produzione e vendita di elettrodi, rivestimenti catalitici, elettrolizzatori con diverse applicazioni: dal mercato del cloro-soda all'elettronica fino al settore minerario. La seconda area, invece, è denominata Water technologies. Qui vengono realizzati sistemi e soluzioni per il trattamento e sanificazione delle acque potabili ed industriali. I settori di riferimento sono: le piscine residenziali, le municipalità, le tecnologie marine e l'ambito energetico. Infine: l'Energy transition. Ad esso sono ricondotti i prodotti che, attraverso l'elettrolisi, consentono la produzione di idrogeno (verde) e il suo utilizzo nelle celle a combustibile.

Il mondo della ricerca

Ciò detto una priorità, per l'appunto, è sul fronte della ricerca e sviluppo. Il gruppo, mediamente, investe circa il 2% dei ricavi nell'innovazione. L'esborso, in parte, è capitalizzato e, in parte, viene speso a conto economico. Nel 2022 dovrebbe assestarsi intorno a 13 milioni. Si tratta di una cifra che, in valore assoluto e nonostante il contesto di crisi, nei prossimi anni è prevista raddoppiare. In generale ampie risorse della ricerca (circa il 40% del totale) sono indirizzate verso il nuovo segmento della transizione energetica. In questo comparto l'innovazione, tra le altre cose, punta

a realizzare elettrodi, che sempre di più consentano l'operatività, da una parte, con correnti elevate (ad oggi 12.000 Ampere per Mt2); e, dall'altra, con minori consumi energetici. Non solo. Il gruppo, il prossimo esercizio, lancerà sul mercato elettrolizzatori, non in competizione con quelli di Tk Nucera, di piccole dimensioni e modulari. Ancora: si punta in modo crescente alla produzione di elettrodi, per le celle a combustibile, con maggiori efficienze. Quello dell'in-

cremento dell'efficienza, a ben vedere, è un minimo comune denominatore che attraversa un po' tutte le aree di business. Unitamente al contenimento dei costi. In tal senso, uno sforzo sul fronte della ricerca - a fronte anche del recente balzo delle quotazioni delle materie prime - è la limitazione (e in futuro eliminazione) della presenza dei materiali nobili (ad esempio iridio) nelle soluzioni per l'idrogeno verde oppure per l'estrazione di metalli non ferrosi.

Costi e materie prime

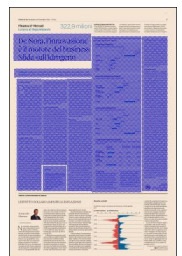
Senonché, proprio rispetto all'aumento dei prezzi delle materie prime - in scia alle tensioni geopolitiche -, il risparmiatore esprime una preoccupazione: la dinamica in oggetto fa aumentare il costo del venduto. Il che, a sua volta, rischia di impattare negativamente la redditività di De Nora. La società non condivide il timore. Alla fine del primo semestre del 2022 - viene spiegato - nonostante il rialzo delle quotazioni, il rapporto tra il costo del venduto e il giro d'affari è calato, rispetto ad un anno prima, dal 64,4% al 61,9%. Un andamento, è l'indicazione, che mostra come il gruppo sia stato, da un lato, in grado di trasferire sul listino finale i maggiori costi; e dall'altro, anche grazie alla qualità ed efficienza dei prodotti, di mante-

nere comunque la clientela. Ciò detto, però, può ulteriormente obiettarsi in *primis* che il mercato finale non può assorbire all'infinito l'incremento dei prezzi; e poi che c'è, al di là delle materie prime, una dinamica inflattiva che dà fastidio. L'azienda, in entrambi i casi, invitando ad un'analisi più articolata, professa fiducia. Riguardo al primo tema il gruppo rimarca come sul mercato sussistano i segnali del

calo della volatilità e dell'avvio di una tendenza ribassista delle quotazioni delle materie prime. Certo: nell'ipotesi, meramente teorica, di un altro forte incremento, ad esempio raddoppio dei prezzi, potrebbe insorgere nell'immediato qualche difficoltà nel pass-through. Quest'eventualità però, dice sempre la società, pare ad oggi remota. Rispetto, invece, alla dinamica inflattiva De Nora ricorda che il continuo focus sulle efficienze operative, anche sfruttando la sua articolazione internazionale, le ha permesso di avere una dinamica dei costi inferiore alla media ponderata dell'inflazione nominale dei Paesi in cui è presente. Quindi, conclude il gruppo, non sono visti particolari problemi sui temi in questione.

Il business

Ma non è solo una questione di ricerca o dinamiche inflattive. Il risparmiatore è interessato anche all'andamento del business. Il primo semestre del 2022 della società è stato contraddi-



stinto da ricavi e redditività in aumento. Il giro d'affari si è assestato a 410,5 milioni, in rialzo del 61,8% rispetto allo stesso periodo del 2021. Il margine operativo lordo normalizzato è risultato di 102,3 milioni (+127%). L'utile netto, infine, è salito a 39,7 milioni. Al di là dei dati consolidati, quali però le dinamiche delle singole aree d'attività? Il mondo dell'Electrode technologies ha aumentato le vendite del 57,4%. Un trend conseguente sia al rialzo dei prezzi per il pass-through che all'incremento dei volumi. L'Ebitda margin normalizzato della divisione, dal canto suo, è passato dal 20,9% del 30/6/2021 al 28,7% di un anno dopo. Ciò detto De Nora, sempre rispetto all'Electrode technologies, prevede sull'intero esercizio un andamento robusto del business, ma con il secondo semestre contraddistinto da un'espansione più ordinata.

Dagli elettrodi al trattamento delle acque. Nelle Water technologies le vendite, sempre nella prima metà dell'anno, sono salite del 65,9%. Il rialzo è l'effetto soprattutto della crescita del business delle piscine, dei prodotti per l'elettroclorazione e delle tecnologie marine. In calo (-13,2%), al contrario, l'attività di filtrazione e disinfezione. A livello di redditività è confermato, invece, l'incremento del

rapporto normalizzato tra Ebitda e ricavi della divisione. L'indicatore era al 13,4% al 30/6/2021 e si è assestato al 23% a fine del giugno scorso. Fin qui il consuntivo, quale però il futuro? Per la seconda metà del 2022 il gruppo, da una parte, prevede una riduzione dei tassi di crescita delle piscine (comunque supportate dall'after market); ma, dall'altra, ricorda il positivo andamento del backlog su tutti gli altri sub-segmenti (ad esempio le soluzioni per il comparto Oil & Gas). In generale, dice De Nora, l'Ebitda margin adjusted della divisione è previsto intorno al 20%.

L'idrogeno verde

Infine la transizione energetica. L'Energy transition, senza dubbio, è la sfida maggiore per De Nora. In tal senso basta pensare che il fatturato (6,8 milioni, + 128,3% verso l'anno precedente), rappresentante l'1% del totale consolidato al 30/6/2022, dovrebbe arrivare a pesare oltre il 40% dei ricavi stimati al 2025. Non solo. L'Ebitda margin adjusted della linea di business, atteso al break even sull'intero esercizio a fine 2022, dovrebbe arrivare, sempre al 2025, ad una doppia bassa cifra percentuale. Insomma, a fronte degli stessi forti investimenti previsti, i tassi di crescita sono trasformativi. Tutto facile come

bere un bicchiere d'acqua, quindi? La realtà è più complicata. Il risparmiatore fa la seguente considerazione. L'attuale difficile situazione energetica crea molti rischi rispetto allo sviluppo, e continuo impegno, su nuove fonti energetiche, tra cui l'idrogeno verde. Un contesto che può limitare le prospettive d'espansione proprio nell'Energy transition. De Nora rigetta la valutazione. Dapprima perché, spiega l'azienda, il portafoglio ordini di Tyssenkrupp Nucera (JV minoritaria con la stessa Tyssen e principale partner di De Nora nell'Energy transition) mostra che sono stati acquisiti contratti e che, quindi, il business è già concreto. Poi perché, dice sempre l'azienda, da una parte Bruxeless ha confermato l'obiettivo di 20 milioni di tonnellate l'anno di idrogeno verde al 2030; e, dall'altra, l'Inflation act del Governo Biden ribadisce il focus su idrogeno e fonti alternative. Infine perché, l'eventuale ritorno al carbone in scia alla guerra in Ucraina, è presumibilmente e sperabilmente un tema di breve periodo. A fronte di un simile contesto, quali allora le prospettive sul 2022? De Nora conferma i nuovi target di ricavi compresi tra 880 e 910 milioni. L'Ebitda Adjusted, dal canto suo, dovrebbe posizionarsi all'interno dell'intervallo di 185-195 milioni. Riguardo, invece, al periodo compreso tra il 2022 e il 2025 la società stima, riguardo alle Electrode technologies la crescita media annua ad una singola media cifra percentuale; il Cagr delle Water technologies è previsto ad un "low to mid teens". Nell'Energy transition, infine, i tassi di espansione sono trasformativi.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



IL DOSSIER

Tutte le "Lettere al Risparmiatore" sul sito del Sole nella sezione Finanza & Mercati ilsolo24ore.com

FOCUS

Business e conflitto ucraino

Al 30/6/2022 i clienti ubicati nell'area legata conflitto erano il 3,4% dei ricavi. De Nora indica che, ad oggi, la situazione è sotto controllo e non ci sono problematiche rispetto al tema dei pagamenti.

Il gruppo De Nora in numeri

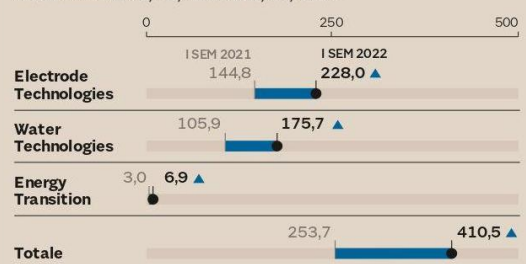
SEMESTRI A CONFRONTO

Dati in milioni al 30/06/2022 e 30/06/2021



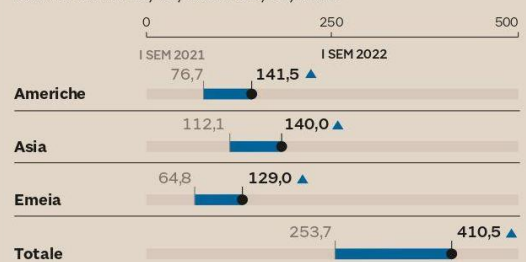
RICAVI PER SEGMENTO DI BUSINESS

Dati in milioni al 30/06/2022 e 30/06/2021



RICAVI E AREE GEOGRAFICHE

Dati in milioni al 30/06/2022 e 30/06/2021



I MARGINI DEI SEGMENTI DI BUSINESS

Dati in % del rapporto normalizzato tra Ebitda e Ricavi al 30/06/2022, e 30/06/2021

Segmento	EBITDA ADJ I SEM 2022 DATI IN MILIONI	EBITDA MARGIN ADJ I SEM 2021	EBITDA MARGIN ADJ I SEM 2022
Electrode Technologies	65,4	20,9%	28,7%
Water Technologies	40,3	13,4%	23,0%
Energy Transition	-3,4	n.d.	n.d.
Totale	102,3	17,8%	24,9%

Acquisizioni

Nell'M&A l'approccio è opportunistico: vengono colte le occasioni che si presentano. L'eventuale acquisizione ha valenza industriale. De Nora indica che, in linea di massima, il potenziale target deve offrire o complementarietà tecnologica o permettere di crescere in aree geografiche dove

non è così presente. In tal senso può pensarsi all'Europa dell'Est nella transizione energetica. Rispetto al tesoretto per l'M&A, il "Net debt to Ebitda" ottimale è considerato 1-1,5 volte. Dal che, oggi, la disponibilità immediata è intorno a 200 milioni. Ma potrebbe facilmente aumentare.