

Osservatorio Holding. Il confronto tra prezzi di Borsa e valore delle partecipazioni

# Quello scarso appeal di Immsi e Mittel

**Caltagirone torna a quotare a sconto  
Tra le investment company bene  
BBBiotech e Tip**

Le "galassie finanziarie" non hanno mai goduto di grande appeal in Borsa. Né in passato e tanto meno nel presente. Le continue turbolenze dei mercati hanno infatti ulteriormente la forbice dello sconto con cui le holding sono scambiate a Piazza Affari rispetto al valore delle partecipazioni che detengono in portafoglio. Dall'ultimo aggiornamento di luglio 2010, lo sconto medio dell'osservatorio holding Finlabo Sim-Plus24 è aumentato dal 40 all'attuale 50%. Valore medio che a maggio 2008 viaggiava intorno al 30%. Un handicap strutturale con cui le società finanziarie devono convivere, soprattutto in presenza di un groviglio poco trasparente di partecipazioni e di un elevato ricorso all'indebitamento.

Negli ultimi due anni hanno sofferto molto in Borsa le holding particolarmente esposte al settore finanziario e a quello dei media. Mittel (-61%) è stata appesantita dalle partecipazioni in Intesa-Sanpaolo, Ubi ed Rcs. La finanziaria presieduta fino a poche settimane fa da Giovanni Bazzoli, ha visto lievitare lo sconto al 69%, grazie alla "tenuta" del Nav (-7%). Un valore degli asset in portafoglio verso

il quale, però, il mercato si dimostra sempre più diffidente, soprattutto in virtù del crescente peso all'interno della finanziaria bresciana di partecipazioni in società non quotate, in primis immobiliari, caratterizzate dall'elevato grado di soggettività richiesto per la loro valorizzazione.

Oltre ai tonfi borsistici dei titoli finanziari, la ramificata ragnatela di partecipazioni del gruppo Caltagirone ha sofferto anche la debole domanda di infrastrutture e la crisi del settore editoriale. E nonostante il dimezzamento (-47%) del valore di Borsa, lo sconto è balzato da 0 al 31%, complici le cessioni in perdita e le svalutazioni di importanti partecipazioni in portafoglio.

Continua a non destare interesse in Borsa anche Italmobiliare, con uno sconto ancora tra il 50 e il 65%, tra azioni ordinarie e di risparmio, nonostante il crollo delle quotazioni accusate negli ultimi due anni hanno guadagnato in Borsa rispettivamente il 48 e il 17%, sulla scia di un'attenta diversificazione del portafoglio e di una gestione attiva delle partecipazioni che hanno creato valore per gli azionisti. Anche Management & Capitali (M&C) ha recuperato da luglio 2010 il 27% in Borsa e detiene oltre la metà dell'attivo in liquidità, che in questa fase di mercato è un fattore positivo perché potrebbe consentire l'acquisto di aziende a saldo. Storicamente, però, M&C si è contraddistinto per il suo immobilismo. E per gli azionisti di minoranza tenere ferma la liquidità in cassaforte per anni, vuol dire sostenere comunque costi di struttura non indifferenti, che nel tempo erodono il capitale.

Ancora una volta viene confermato che quando i listini scendono gli investitori non sono disposti a far sovraperformare le holding rispetto ai singoli asset da esse possedute. Emblematico anche il caso di Immsi, che ha visto il suo sconto ampliarsi al livello record del 73%. «Probabilmente - afferma Dario Vagnoni, risk manager di Finlabo Sim - il mercato sconta l'incertezza della quota detenuta da Immsi in Alitalia e il ritardo nello sviluppo dei progetti immobiliari in Sardegna. Ma, soprattutto, l'incertezza economica che frena le vendite di Piaggio sia in Europa,

sia nei Paesi emergenti come l'India».

E se Pirelli ha ormai perso la connotazione di holding, Camfin (che comunque ingloba Pirelli, con l'ormai pressoché unica partecipazione in Pirelli Tyre) ha continuato a soffrire perché il mercato sta scontando la difficoltà a rifinanziare il debito in scadenza. Un rifinanziamento che, se e quando sarà chiuso, di sicuro avrà delle condizioni più onerose. «C'è da dire - ricorda Vagnoni - che Camfin detiene il 26,2% di Pirelli, ma solo il 20% fa parte del patto di sindacato. Per cui il restante 6% di Pirelli, che agli attuali prezzi di mercato vale circa 260 milioni, può essere ceduto per fare cassa e decurtare così la posizione finanziaria netta di Camfin, oggi negativa per 364 milioni».

Più rosea, invece, la situazione di alcune società che raccolgono liquidità per investire in partecipazioni azionarie (investment company): BBBiotech e Tip negli ultimi due anni hanno guadagnato in Borsa rispettivamente il 48 e il 17%, sulla scia di un'attenta diversificazione del portafoglio e di una gestione attiva delle partecipazioni che hanno creato valore per gli azionisti. Anche Management & Capitali (M&C) ha recuperato da luglio 2010 il 27% in Borsa e detiene oltre la metà dell'attivo in liquidità, che in questa fase di mercato è un fattore positivo perché potrebbe consentire l'acquisto di aziende a saldo. Storicamente, però, M&C si è contraddistinto per il suo immobilismo. E per gli azionisti di minoranza tenere ferma la liquidità in cassaforte per anni, vuol dire sostenere comunque costi di struttura non indifferenti, che nel tempo erodono il capitale.

Gianfranco Ursino

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Le piramidi di Piazza Affari

La classifica delle holding quotate a premio/sconto al 12 giugno 2012 e confronto con i dati storici delle precedenti analisi

	Valore (1)	P/n (2)	Nav (3)	Navps (4)	Var. % Navps (5)	Var. % Prezzo (6)	Sconto/ (Premio) (7)		
							giu-12 (%)	lug-10 (%)	mag-08 (%)
Immsi	677	-155	523	1,52	-3%	-41%	73%	55%	46,6%
Mittel	350	-75	275	3,90	-7%	-61%	69%	26%	34,2%
Camfin (8)	1.021	-364	657	0,84	36%	12%	66%	59%	49,2%
Cir	1.728	11	1.778	2,24	16%	-42%	65%	30%	29,2%
Cofide	816	-29	787	1,09	7%	-38%	65%	40%	42,7%
Italmobiliare Risparmio	780	105	885	23,24	-44%	-45%	64%	63%	44,5%
Mid Industry Capital	41	47	88	23,20	2%	-10%	60%	55%	23,5%
Exor Risparmio	7.139	-326	6.897	29,09	28%	28%	53%	53%	33,4%
Italmobiliare Ordinaria	780	105	885	23,24	-44%	-46%	50%	48%	22,4%
Exor Privilegiata	7.139	-326	6.897	29,09	28%	56%	49%	59%	41,2%
Dea Capital	830	-103	769	2,51	1%	9%	48%	52%	39,7%
Monrif	132	-53	79	0,52	-14%	-36%	47%	29%	5,3%
Tip	7.139	-326	6.897	29,09	28%	23%	43%	40%	47,6%
Tip (8)	237	-3	237	2,14	47%	17%	32%	14%	-10,4%
Caltagirone	202	-89	197	1,64	-24%	-47%	31%	0%	25,2%
BBBiotech (8)	1.110	17	1.266	89,45	21%	48%	8%	24%	13,4%
Management & Capitali	44	41	98	0,21	4%	27%	7%	24%	29,9%

(1) Valore delle partecipazioni (mln €) secondo le stime illustrate nella tabella a lato; (2) posizione finanziaria netta (mln €) della holding o del sistema holding; non include la più delle società operative; un valore positivo indica una disponibilità di cassa; (3) net asset value (mln €) della holding, calcolato come somma del valore delle partecipazioni e della posizione finanziaria netta; (4) net asset value per azione, calcolato come rapporto tra net asset value e numero di azioni costituenti il capitale sociale; (5) variazione % del net asset value per azione rispetto al valore calcolato nel precedente studio pubblicato il 01/07/10; (6) variazione % del prezzo del titolo rispetto al precedente studio pubblicato il 01/07/10; (7) scostamento % tra prezzo e net asset value per azione; un valore positivo indica una quotazione a sconto; (8) per queste società i dati di bilancio non sono al 31/12/11, ma sono aggiornati al 31/03/12. Fonte: elaborazioni Ufficio Studi Finlabo Sim su dati societari

### Note metodologiche

Il calcolo del Nav è stato effettuato sulla base di diversi criteri. Le quote di partecipazione sono ricavate in base ai dati al 31/12/2011, salvo diversamente indicato; le partecipazioni quotate (criterio "Prezzo di Mercato") sono state valutate al prezzo di riferimento del 12/6/2012; le partecipazioni non quotate sono state valutate secondo i seguenti criteri: "Valore di Bilancio" fa riferimento al valore iscritto al bilancio al 31/12/2011 o al prezzo di acquisto se la partecipazione è stata acquisita dopo tale data; "Multipli di Mercato" fa riferimento alla valorizzazione effettuata sulla base dei risultati previsti dei multipli di mercato di società comparabili quotate su mercati regolamentati; "Net Asset Value" fa riferimento alla valorizzazione effettuata nella presente ricerca; "Valore di Mercato" fa riferimento, nel caso di partecipazioni immobiliari, a stime di settore, nel caso di fondi, al relativo Nav.

Il presente studio ha carattere puramente informativo e non rappresenta una raccomandazione d'investimento né una sollecitazione all'acquisto o alla vendita; sebbene le fonti e le analisi effettuate al fine del calcolo del Nav e degli altri valori riportati siano state attentamente verificate, Finlabo Sim non si assume la responsabilità per eventuali errori e/o omissioni, né fornisce alcuna garanzia circa l'attendibilità delle analisi riportate.

## Il valore delle partecipazioni

a cura di FinLABO

Società	Settore	Quota di possesso	Criterio valutazione	Valore (milioni €)
<b>ACTELION</b>	farmaceutico	-	Prezzo di Mercato	128
<b>Celgene</b>	farmaceutico	-	Prezzo di Mercato	131
<b>Gilead</b>	farmaceutico	-	Prezzo di Mercato	83
<b>Altre quotate</b>	farmaceutico	-	Prezzo di Mercato	767
<b>Azioni proprie</b>	-	-	Prezzo di Mercato	93
<b>Cementir</b>	cemento	27,07%	Prezzo di Mercato	69
<b>Caltagirone Editore</b>	media	35,56%	Prezzo di Mercato	28
<b>Vianini Lavori</b>	costruzioni	56,47%	Prezzo di Mercato	72
<b>Vianini Industria</b>	costruzioni	66,71%	Prezzo di Mercato	22
<b>Altre quotate</b>	bancario	-	Prezzo di Mercato	11
<b>Pirelli &amp; C.</b>	holding	26,20%	Prezzo di Mercato	997
<b>Prelios</b>	immobiliare	14,80%	Prezzo di Mercato	17
<b>F.do Vivaldi</b>	immobiliare	50,00%	Valore di Bilancio	3
<b>Altre non quotate</b>	immobiliare	-	Valore di Mercato	5
<b>Sorgenja</b>	energia	52,00%	Multipli di Mercato	458
<b>Espresso</b>	media	55,50%	Prezzo di Mercato	141
<b>Sogefi</b>	componentistica	58,00%	Prezzo di Mercato	132
<b>KOS</b>	servizi sanitari	53,60%	Multipli di Mercato	270
<b>Liquidità Iodo Mondadori</b>	-	-	-	564
<b>Altre non quotate</b>	-	-	Valore di Bilancio	164
<b>Azioni proprie</b>	-	-	Prezzo di Mercato	39
<b>Cir</b>	holding	45,90%	Net Asset Value	815
<b>Euris (già Finanza Attiva)</b>	finanziario	54,60%	Valore di Bilancio	1
<b>Generale de Santé</b>	servizi sanitari	42,89%	Valore di Bilancio	216
<b>Mygros Turk</b>	distribuzione	17,10%	Valore di Bilancio	216
<b>IDEA Funds (Fof I/II)</b>	finanziario	-	Valore di Bilancio	160
<b>IDEA Finit Sgr</b>	immobiliare	61,00%	Valore di Bilancio	139
<b>IDEA Capital Funds Sgr</b>	finanziario	100,00%	Valore di Bilancio	46
<b>Blue skye</b>	immobiliare	36,70%	Valore di Mercato	31
<b>Sigla</b>	finanziario	41,39%	Valore di Bilancio	22
<b>Azioni proprie</b>	-	-	Prezzo di Mercato	36
<b>Fiat ord.</b>	auto	30,47%	Prezzo di Mercato	1.188
<b>Fiat Industrial Ord.</b>	auto	30,45%	Prezzo di Mercato	2.484
<b>SGS</b>	servizi	15,00%	Prezzo di Mercato	1.742
<b>Sequana Capital</b>	holding	28,24%	Prezzo di Mercato	42
<b>Cushman &amp; Wakefield</b>	immobiliare	69,48%	Prezzo di Mercato	537
<b>F.C. Juventus</b>	sport	63,77%	Prezzo di Mercato	116
<b>Gruppo Banca Leonardo</b>	bancario	17,40%	Prezzo di Mercato	108
<b>Alpitour</b>	turismo	100,00%	Valore di Mercato	225
<b>Altri investimenti</b>	-	-	Valore di Bilancio	398
<b>Altre quotate</b>	-	-	Prezzo di Mercato	398
<b>Azioni proprie</b>	-	-	Prezzo di Mercato	294
<b>Plaggio</b>	automotive	57,59%	Prezzo di Mercato	402
<b>Rodriguez</b>	navale	63,20%	Valore di Bilancio	28
<b>Alitalia</b>	trasporti	7,10%	Valore di Bilancio	80
<b>Unicredit</b>	bancario	-	Prezzo di Mercato	7
<b>Real Estate Portfolio</b>	immobiliare	-	Valore di Mercato	161
<b>Azioni proprie</b>	-	-	Prezzo di Mercato	1
<b>Italcementi</b>	cemento	60,36%	Prezzo di Mercato	415
<b>Unicredit</b>	bancario	0,52%	Prezzo di Mercato	24
<b>Mediobanca</b>	bancario	2,62%	Prezzo di Mercato	67
<b>Rcs Mediagroup</b>	media	7,47%	Prezzo di Mercato	28
<b>C. Mob. Monaco, Finter B.</b>	bancario	100,00%	Multipli di Mercato	10
<b>Sirap</b>	imballaggio	100,00%	Valore di Bilancio	40
<b>Altre Quotate</b>	-	-	Prezzo di Mercato	43
<b>Altre non Quotate</b>	-	-	Valore di Bilancio	153
<b>Azioni proprie</b>	-	-	Prezzo di Mercato	10
<b>Treofan Holdings</b>	industriale	46,00%	Valore di Bilancio	44
<b>Equita Sim</b>	bancario	10%	Valore di Bilancio	20
<b>Mar-Ter</b>	trasporti	83%	Valore di Bilancio	13
<b>Nadella Spa</b>	industriale	60%	Valore di Bilancio	8
<b>Intesa San Paolo Spa</b>	bancario	0,13%	Prezzo di Mercato	33
<b>Ubi Banca Spa</b>	bancario	0,68%	Prezzo di Mercato	31
<b>RCS Mediagroup Spa</b>	media	1,26%	Prezzo di Mercato	9
<b>Sorin</b>	farmaceutico	3,30%	Prezzo di Mercato	22
<b>Altre non quotate</b>	immobiliare	-	Valore di Bilancio	88
<b>Altre non quotate</b>	servizi finanziari	-	Valore di Bilancio	57
<b>Altre non quotate</b>	industriale	-	Valore di Bilancio	95
<b>Poligrafici Editoriale</b>	editoriale	64,7%	Prezzo di Mercato	30
<b>Emiliana Grandi Alberghi</b>	alberghiero	100,0%	Valore di Mercato	51
<b>Investimenti Immobiliari</b>	immobiliare	100,0%	Valore di Bilancio	48
<b>Altre quotate</b>	-	-	Prezzo di Mercato	3
<b>Borletti Br. (Printemps)</b>	distribuzione	14,80%	Multipli di Mercato	33
<b>Gatti &amp; co (Prysmian)</b>	tecnologia	2,17%	Prezzo di Mercato	52
<b>Tamburi &amp; Associati</b>	servizi finanziari	100,00%	Valore di Bilancio	25
<b>Datalogic Spa</b>	holding	6,39%	Prezzo di Mercato	25
<b>IPG (Interpump Group)</b>	industriale	4,4%	Prezzo di Mercato	26
<b>Altre quotate</b>	-	-	Prezzo di Mercato	64
<b>Altre non quotate</b>	-	-	Valore di Mercato	13
<b>Azioni proprie</b>	-	-	Prezzo di Mercato	3