

Holding sul listino. La dinamica delle quotazioni dei titoli cassaforte

Un «super-premio» per Premafin

La più a sconto è Cape Live penalizzata dalle partecipazioni in società non quotate

Tutto come da copione, o quasi. Le holding di partecipazioni quotate a Piazza Affari si presentano all'appuntamento con il consueto studio condotto da Finlabo Sim per «Plus24» con uno sconto sui prezzi di Borsa che viaggia in media intorno al 40% rispetto al valore degli asset sottostanti. Un pegno strutturale che le galassie di Piazza Affari sono costrette a pagare, in virtù della scarsa trasparenza che caratterizza le filiere di partecipazioni detenute in portafoglio. Sottovalutazioni che tendono ad amplificarsi in presenza di sub-holding, di società non quotate e di un accentuato utilizzo della leva del debito all'interno del gruppo.

Fuori copione solo il dato di Premafin, la finanziaria del gruppo Ligresti che è scambiata in Borsa con un premio di oltre il 260%. Un dato esploso negli ultimi mesi: ri-

spetto alla precedente rilevazione di fine maggio 2009 Premafin è riuscita a contenere le perdite (-6%), mentre il suo asset principale, Fondiaria-Sai, ha visto la propria capitalizzazione ridursi di oltre un terzo nel medesimo arco temporale. Un disallineamento dei prezzi che potrebbe preannunciare una riorganizzazione nella catena di controllo del gruppo.

A guidare, invece, la classifica delle holding più penalizzate sul listino milanese è Cape Live, con una quotazione a sconto del 66% rispetto al valore intrinseco della società (Nav, net asset value). «Il mercato - afferma Dario Vagnoni, analista di Finlabo Sim - fatica a riconoscere valore alle società non quotate. C'è un generalizzato problema di valorizzazione delle società di venture capital e dei fondi di private equity presenti nei portafogli delle investment company». Uno sconto che continua ad ampliarsi non solo per la società fondata da Simone Cimino, ma anche per Mid Industry Capital. Uniche eccezioni Tamburi Investment Partners (Tip) e Management & Capitali: la prima è più orientata su investimenti in società quotate, su 160 milioni di valore del Nav le non quotate pesano relativamente poco per 46 milioni; la seconda, invece, è praticamente

liquida con metà delle attività in cassa (46 milioni).

Nell'ultimo anno è raddoppiato lo sconto di Immsi. In Borsa la capogruppo presieduta da Roberto Colaninno non ha beneficiato dei rialzi registrati dalla controllata Piaggio, che rappresenta l'80% del Nav.

In sofferenza invece Monrif, holding della famiglia Monti Riffeser, che ha partecipazioni nei settori media, immobiliare e turistico alberghiero, tra i più penalizzati dalla crisi. «In particolare - continua Vagnoni - abbiamo svalutato del 20% il progetto di sviluppo immobiliare, perché i lavori non sono stati ancora avviati a causa del rallentamento nel segmento del real estate commerciale».

Da segnalare, infine, la tendenza da parte delle holding di veicolare la nuova liquidità in investimenti alternativi, non solo private equity ma anche fondi immobiliari ed hedge fund. È il caso di Mittel, Dea Capital, ma anche Cir. Il rinvio della quotazione di Kos, inoltre, non ha permesso alla catena di controllo del gruppo De Benedetti di valorizzare al meglio la partecipazione nella società che opera nei servizi sanitari.

Gianfranco Ursino
g.ursino@ilsolo24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Le piramidi di Piazza Affari

La classifica delle holding quotate a premio/sconto al 1 luglio 2010 e confronto con i dati storici delle precedenti analisi

	Valore (1)	Pfn (2)	Nav (3)	Navps (4)	Var. % Navps (5)	Var. % Prezzo (6)	Sconto/ (Premio) (7)		
							giu-10 (%)	mag-09 (%)	dic-08 (%)
Cape Live	48	2	50	0,99	5	-13	66	59	48
Italmobiliare Risp.	1.329	255	1.603	41,60	-11	-14	63	62	61
Exor Priv.	5.231	258	5.399	22,77	3	34	59	67	54
Camfin	810	-397	413	0,61	-4	48	59	73	54
Mid Industry Capital	28	59	87	22,83	-11	-27	55	46	40
Immsi	687	-150	539	1,57	28	-18	55	25	44
Exor Risp.	5.231	258	5.399	22,77	3	28	53	62	46
Dea Capital	842	-47	758	2,47	-2	-18	52	43	54
Italmobiliare Ord	1.329	255	1.603	41,60	-11	-22	48	43	48
Exor	5.231	258	5.399	22,77	3	12	40	45	70
Cofide	766	-29	738	1,03	25	35	40	44	63
Cir	1.346	123	1.527	1,93	25	18	30	25	53
Monrif	147	-55	92	0,61	-14	1	29	39	42
Mittel	335	-39	296	4,20	-27	4	26	40	55
BBBiotech	932	17	1.043	57,22	8	5	24	21	15
Management & Capitali	39	46	95	0,20	-71	-78	24	2	40
Pirelli & C. Risp.	2.522	517	3.043	0,57	17	42	24	36	47
Pirelli & C.	2.522	517	3.043	0,57	17	56	22	36	48
Tip	100	56	161	1,45	1	5	14	17	-4
Caltagirone	347	-89	257	2,14	-15	-20	0	-5	16
Premafin	401	-302	99	0,24	-69	-6	-263	-18	-41

(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 pfn 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 05/06/09; (6) variazione % del prezzo del titolo rispetto al precedente studio pubblicato il 05/06/09; (7) scostamento % tra prezzo e net asset value per azione; un valore positivo indica una quotazione a sconto. 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 trimestrali al 31/3/10, salvo diversamente indicato; le partecipazioni quotate (criterio "Prezzo di Mercato") sono state valutate al prezzo di riferimento del 1/7/10; le partecipazioni non quotate sono state valutate secondo i seguenti criteri: "Valore di Bilancio" fa riferimento al valore iscritto a bilancio al 31/3/10 o al prezzo di acquisto se la partecipazione è stata acquisita dopo tale data; "Multipli di Mercato" valorizzazione effettuata sulla base dei risultati previsti e 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 pubblicati 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

FinLABO

Società	Settore	Quota di possesso	Criterio valutazione	Valore (mln €)
BBBIOTECH				932
Aclerion	farmaceutico	-	Prezzo di mercato	206
Celgene	farmaceutico	-	Prezzo di mercato	174
Gilead	farmaceutico	-	Prezzo di mercato	154
Altre quotate	farmaceutico	-	Prezzo di mercato	398
Azioni proprie	-	-	Prezzo di mercato	93
CALTAGIRONE				347
Cementir	cemento	31,7%	Prezzo di mercato	106
Caltagirone Editore	media	29,1%	Prezzo di mercato	68
Vianini Lavori	costruzioni	56,5%	Prezzo di mercato	101
Vianini Industria	costruzioni	66,7%	Prezzo di mercato	28
Altre quotate	bancario	-	Prezzo di mercato	44
CAMFIN				810
Pirelli & C.	holding	25,5%	Net asset value	776
Pirelli & C. Ambiente	energia	49,0%	Multipli di mercato	6
Pirelli & C. Eco Technology	energia	49,0%	Multipli di mercato	16
Altre non quotate	immobiliare	-	Valore di mercato	12
CAPE LIVE				48
Cape Natixis Due	finanziario	-	Valore di bilancio	12
Trend Group S.p.A.	industriale	-	Valore di bilancio	5
Samia	industriale	74,4%	Valore di bilancio	10
Altre quotate	-	-	Prezzo di mercato	3
Altre non quotate	-	-	Valore di bilancio	18
CIR				1.346
Sorgenia	energia	51,9%	Multipli di mercato	571
Espresso	media	55,0%	Prezzo di mercato	333
Sogefi	componentistica	57,6%	Prezzo di mercato	132
KOS	servizi sanitari	65,4%	Multipli di mercato	156
Altre non quotate	-	-	Valore di bilancio	153
Azioni proprie	-	-	Prezzo di mercato	58
COFIDE				766
Cir	holding	48,5%	Net Asset Value	740
Banca Intermobiliare	bancario	3,8%	Prezzo di mercato	14
Euvis (Già Finanza Attiva)	finanziario	54,6%	Valore di mercato	11
DEA CAPITAL				842
Generale de Santé	servizi sanitari	43,0%	Valore di bilancio	298
Mygros Turk	distribuzione	17,0%	Valore di bilancio	208
Sigla	finanziario	41,0%	Valore di bilancio	22
Blue Skye	finanziario	36,7%	Valore di bilancio	31
IdEA Alternative Inv. SpA	finanziario	44,4%	Valore di bilancio	58
First Atlantic RE	immobiliare	70,0%	Valore di mercato	104
Fondi Private Equity	finanziario	-	Valore di bilancio	121
Azioni proprie	-	-	Prezzo di mercato	21
EXOR				5.231
Fiat ord.	auto	30,5%	Prezzo di mercato	2.721
Fiat priv.	auto	30,1%	Prezzo di mercato	149
Intesa San Paolo	bancario	0,1%	Prezzo di mercato	21
SGS	servizi	15,0%	Prezzo di mercato	1.274
Sequana Capital	holding	26,7%	Prezzo di mercato	126
Cushman & Wakefield	immobiliare	71,0%	Valore di mercato	422
F.C. Juventus	sport	60,0%	Prezzo di mercato	97
Gr. Banca Leonardo	bancario	9,7%	Valore di bilancio	82
Alpitour	turismo	100,0%	Valore di bilancio	62
Altri investimenti	-	-	Prezzo di mercato	276
Azioni proprie	-	-	Prezzo di mercato	120
IMMSI				687
Piaggio	automotive	57,6%	Prezzo di mercato	435
Rodriguez	navale	63,2%	Valore di bilancio	41
Unicredit	bancario	-	Prezzo di mercato	17
Real Estate Portfolio	immobiliare	-	Valore di mercato	193
Azioni proprie	-	-	Prezzo di mercato	2
ITALMOBILIARE				1.329
Italcementi	cemento	60,3%	Prezzo di mercato	638
Unicredit	bancario	0,7%	Prezzo di mercato	216
Mediobanca	bancario	1,2%	Prezzo di mercato	63
Rcs Mediagroup	media	5,1%	Prezzo di mercato	35
C. Mob. Monaco, Finter B.	bancario	100,0%	Multipli di mercato	30
Sirap	imballaggio	100,0%	Multipli di mercato	99
Altre Quotate	-	-	Prezzo di mercato	71
Altre non Quotate	-	-	Valore di bilancio	176
Azioni proprie	-	-	Prezzo di mercato	19
MANAGEMENT & CAPITALI				39
Comital Saieg	industriale	96,8%	Valore di bilancio	4
Treofan Holdings	industriale	46,0%	Valore di bilancio	35
MID INDUSTRY CAPITAL				28
Equita Sim	bancario	10,0%	Valore di bilancio	20
Nadella Spa	industriale	60,0%	Valore di bilancio	8
MITTEL				335
Intesa San Paolo Spa	bancario	0,1%	Prezzo di mercato	33
Ubi Banca Spa	bancario	0,7%	Prezzo di mercato	31
RCS Mediagroup Spa	media	1,3%	Prezzo di mercato	9
Sorin (Tower 6 bis)	farmaceutico	3,3%	Prezzo di mercato	22
Altre non quotate	immobiliare	-	Valore di bilancio	88
Altre non quotate	servizi finanziari	-	Valore di bilancio	57
Private Equity	industriale	-	Valore di bilancio	95
MONRIF				147
Polygrafici Editoriale	editoriale	61,5%	Prezzo di mercato	40
Monrif Invest. e Sviluppo	immobiliare	100,0%	Valore di mercato	50
Emiliana Grandi Alberghi	alberghiero	100,0%	Valore di bilancio	51
Altre quotate	-	-	Prezzo di mercato	6
PIRELLI & C.				2.522
Pirelli Tyres	automotive	100,0%	Multipli di mercato	1.998
Pirelli Real Estate	immobiliare	56,5%	Prezzo di mercato	159
Pirelli Broadband Solutions	telecomunicazioni	100,0%	Multipli di mercato	71
Pirelli Eco Technology	industriale	51,0%	Multipli di mercato	17
Mediobanca	bancario	1,8%	Prezzo di mercato	90
Altre quotate	-	-	Prezzo di mercato	60
Altre non quotate	-	-	Valore di bilancio	128
Azioni proprie	-	-	Prezzo di mercato	4
PREMAFIN				401
Fondiaria Sai Spa	assicurativo	37,6%	Prezzo di mercato	348
Finadin	holding	60,0%	Net Asset Value	26
International Strategy Srl	immobiliare	100,0%	Valore di bilancio	28
TIP				94
Tamburi & Associati	servizi finanziari	100,0%	Multipli di mercato	12
Datalogic Spa	tecnologia	6,4%	Prezzo di mercato	12
Marr Spa	alimentare	1,3%	Prezzo di mercato	5
Monrif Spa	holding	7,6%	Net Asset Value	7
Altre quotate	-	-	Prezzo di mercato	12
Altre non quotate	-	-	Valore di bilancio	46
Azioni proprie	-	-	Prezzo di mercato	5