

**GRUPPO CALTAGIRONE** La holding quotata vale circa 160 milioni, quasi come un suo singolo immobile di pregio. Perché questa forte sottovalutazione? E come si potrebbe recuperare il gap? Ecco qualche spunto operativo

## Farla facile, vale di più

di Marco Colacicco

Così come il gruppo De Benedetti (analizzato su *Milano Finanza* del 14 settembre scorso), quella della famiglia Caltagirone è una delle più solide e patrimonializzate realtà imprenditoriali italiane, considerando sia le attività quotate che quelle non quotate. Eppure la capitalizzazione di borsa della holding (cui fa capo la parte quotata del gruppo) è di soli 160 milioni di euro, un sesto del patrimonio netto risultante dal bilancio consolidato. Come mai? Che cosa mostra un foto del gruppo? Ecco i punti salienti.

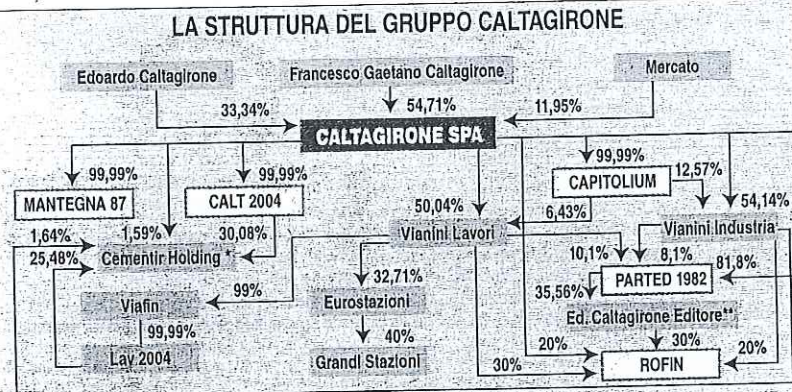
**a) Sottovalutazione borsistica a ogni livello della catena** (con la sola parziale eccezione di Cementir, in sostanziale ripresa di valore). La capogruppo Caltagirone vale in borsa circa 160 milioni a fronte di un patrimonio netto di oltre 900 milioni, una discrepanza che si riscontra anche in Caltagirone Editore, Vianini Industria e Vianini Lavori. La valorizzazione borsistica delle azioni della capogruppo Caltagirone e delle due quotate Vianini Industria e Vianini Lavori detentate dall'azionista di maggioranza Francesco Gaetano Caltagirone e dai suoi diretti familiari è di soli 110 milioni, a fronte di un valore patrimoniale da bilancio consolidato dei pacchetti pari a poco meno di 590 milioni e di un net asset value (oggi influenzato dai depressi corsi di borsa) comunque ben superiore ai prezzi di borsa.

**b) Struttura complessa, con inevitabili oneri amministrativi e inefficienze.** La presenza di una pluralità di subholding non quotate (Capitolium, Parted 1982, Viafin, Viapar, Lav 2004, Calt 2004, Mantegna 87, Roфин, solo per citare le più significative) determina rilevanti inefficienze e oneri amministrativi ma, soprattutto, la frammentazione dei pacchetti azionari (per di più spesso soggetti a trading) tra una pluralità di veicoli.

**c) Attività di trading su titoli quotati realizzata da un insieme eterogeneo di società.** Il gruppo ha realizzato negli ultimi anni una ripetuta attività di trading (soprattutto su azioni Generali e Acea) coinvolgendo di volta in volta società diverse (quotate e non). Il mercato fatica a comprendere la razionalità e l'efficienza di tale operatività, non concentrata su una società con una chiara mission dedicata.

**d) Scarsissimo flottante e forte illiquidità dei titoli.** Gli scambi dei vari titoli del gruppo dal 1° gennaio 2011, con l'eccezione della sola Cementir, sono stati in tutti i casi inferiori al 10% della capitalizzazione di mercato, con punte ridottissime (e giorni di totale assenza di scambi) nel caso di Caltagirone e Vianini Industria.

Come recuperare allora valore? La razionalizzazio-



Come potrebbe essere in caso di razionalizzazione



\* Altro 15,03% direttamente detenuto da famiglia di FG. Caltagirone \*\* Altro 29,89% direttamente detenuto da famiglia di FG. Caltagirone

ne della struttura del gruppo dovrebbe mirare a conseguire simultaneamente i seguenti obiettivi:

- 1) Semplificazione struttura societaria, con benefici in termini di immediata comprensione valore e di risparmio oneri amministrativi e fiscali.
- 2) Razionalizzazione della gestione della posizione finanziaria del gruppo.
- 3) Aumento del flottante.
- 4) Il tutto ovviamente mantenendo il pieno controllo da parte della famiglia.

trollo da parte della famiglia.

**La riorganizzazione societaria.** L'attuale fotografia del gruppo (sola la parte quotata con a capo la Caltagirone spa) è evidenziata nella tabella 1. La riorganizzazione ipotizzata porterebbe a semplificare la fotografia di gruppo secondo quanto rappresentato nella tabella 2. Come fare per pervenire a questo risultato? L'operatività è incentrata sulla semplice fusione in Caltagirone spa delle otto sub-holding (Capitolium, Parted 1982, Viafin, Viapar, Lav 2004, Calt 2004, Mantegna 87 e Roфин), nonché delle quotate

Vianini Industria e Vianini Lavori le cui attività operative sarebbero da conferirsi in una Newco controllata al 100%. Questa operazione, tecnicamente semplice e non onerosa né dal punto di vista amministrativo/finanziario né ragionevolmente - salvo verificare situazioni specifiche - da quello fiscale, permetterebbe di conseguire simultaneamente tutti gli obiettivi. Il valore di Caltagirone Spa, che deterrebbe direttamente per effetto della fusione il 100% delle attività operative di Vianini Lavori e Vianini Industria, il 58,79% di Cementir, il 35,36% di Caltagirone Editore, il 32,71% di Eurostazioni e tutte le partecipazioni detenute dalle varie società del gruppo (soprattutto dalle subholding non quotate) in Generali, Acea ed Unicredit, emergerebbe con immediatezza. Al di là della fissazione dei concambi, si può rilevare come, stimando semplicemente e in prima battuta i valori sulla base dei soli patrimoni netti consolidati delle società del gruppo, il flottante risulterebbe più che raddoppiato, a fronte del mantenimento del controllo da parte della famiglia di Francesco Gaetano Caltagirone. Inoltre, l'accentramento della liquidità del gruppo, finora sparsa tra una pluralità di società quotate e periodicamente utilizzata per interventi di trading, determinerebbe efficienze e un ragionevole riconoscimento dei valori, a fronte di una chiara mission operativa dei veicoli destinati agli investi-

menti finanziari.

Altri vantaggi che emergerebbero sono:

**a) Più valore per la famiglia.** In seguito all'operazione, il patrimonio netto consolidato di pertinenza facente capo a Caltagirone Spa crescerebbe a poco meno di 1,2 miliardi, di cui circa la metà sarebbe di competenza della famiglia. Premesso che il valore corretto che esprimerà il mercato non potrà che dipendere dalla stima del Nav (dove sarà opportuno valutare la conferma dei valori di avviamento che il bilancio consolidato attribuisce alle attività cementiere ed editoriali) e da uno sconto holding ragionevolmente applicabile, è lecito attendersi una significativa ripresa di valore rispetto ai circa 110 milioni dell'attuale valore di borsa dei pacchetti azionari detenuti dalla famiglia.

**b) Chiara visibilità di dimensione e valore del gruppo.** Funzionale a progetti e strategie di varia portata, soprattutto se fosse chiara e univoca la mission operativa dei singoli veicoli dedicati.

**c) Predisposizione della struttura al passaggio generazionale.** Senza entrare nel merito di ogni possibile desiderata e obiettivo al riguardo, la semplificazione della struttura societaria così attuata ne agevola in ogni caso la semplice realizzazione tecnica futura.

**d) Successive valutazioni sui pacchetti direttamente detenuti in Cementir e Caltagirone Editore.** I numeri indicati nel precedente punto a) sono limitati alla sola quota di competenza nel Gruppo Caltagirone, restando quindi esclusi sia l'ulteriore relevantissimo valore insito nelle partecipazioni personali non quotate sia il valore dei pacchetti Cementir e Caltagirone Editore direttamente detenuti dalla famiglia Caltagirone. Al riguardo sarebbe opportuna anche una riflessione sulla destinazione da attribuire a questi ultimi nell'ambito del riassetto ipotizzato. Un eventuale loro conferimento, anche futuro, nel gruppo permetterebbe di accrescere ulteriormente la quota di controllo, ma potrebbe anche essere funzionale a strategie e vantaggiose operazioni di finanza straordinaria di varia portata, anche funzionali a rendere il gruppo più appetibile agli occhi degli investitori istituzionali. (riproduzione riservata)

Quotazioni, altre news e analisi su [www.milanofinanza.it/caltagirone](http://www.milanofinanza.it/caltagirone)



Francesco Gaetano Caltagirone