

**ANALISI** Viaggio nel portafoglio del Fondo Italiano d'Investimento, come esempio delle pmi che i Pir potrebbero comprare. Su 25 partecipate, nove hanno margini di ebitda superiori al 10% e solo una margine negativo. Il tutto con poco debito

# Quanto paga l'economia reale

di **Alessandro Fischetti**  
e **Stefania Peveraro**

**L'**economia reale ha bisogno di capitali per crescere e la nuova iniziativa dei Pir è stata studiata apposta per convogliare risorse sulle pmi, anche se con il limite che teoricamente la maggior parte delle risorse raccolte potrebbero comunque continuare ad andare verso le aziende più grandi e quotate sui listini di borsa principali. Ciò detto, resta comunque vero che i vari asset manager si stanno muovendo per proporre ai loro clienti quanto prima possibile dei prodotti che possano rientrare nella categoria Pir e nei Pir stanno confidando per la loro prossima raccolta anche i fondi o altri tipi di veicolo di private equity, di venture capital e di private debt (anche se questi ultimi hanno il limite che l'esenzione fiscale non vale se gli investitori sono fondi pensione).

I risparmiatori, insomma, si troveranno a investire in asset sinora riservati solo a investitori istituzionali o a privati professionali, cioè quelli dotati di un patrimonio molto ampio, che spesso agiscono tramite family office, visto che per investire in un fondo di private capital o in una Spac o in veicoli simili il ticket minimo è di solito di 500 mila euro. Già era tentata una prima apertura del mondo dell'asset management tradizionale agli investimenti in asset illiquidi, quando è stata portata al 20 dal 10% la quota del patrimonio dei fondi aperti teoricamente investibile in titoli illiquidi. Nella pratica, però, le case di investimento che hanno sfruttato questa opportunità sono ancora poche.

Ma che tipo di asset finirà nei portafogli dei Pir? Per averne un'idea, *MF-Milano Finanza* insieme a *Leanus* ha condotto un'analisi sul portafoglio di partecipazioni dirette del Fondo

italiano d'Investimento, che peraltro da quasi un paio d'anni è sotto la lente dei fondi di private equity internazionali specializzati nel mercato secondario e cioè nel rilevare portafogli di partecipazioni di fondi di private equity, a volte anche con annesso management team.

Il rendiconto semestrale del FII a fine giugno 2016 indicava 26 aziende partecipate, al netto del fallimento di Mape nel 2014 e della partecipazione in Imt Mape in amministrazione straordinaria dal 2013 e degli otto disinvestimenti (Farmol, Eco Eridania, Arioli, Angelantoni Test Technologies, Megadyne, Comecer, Marsilli e Caronte&Tourist).

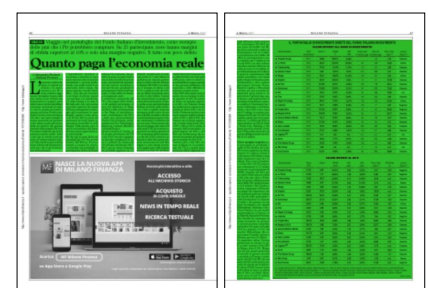
Secondo l'analisi di *Leanus*, le 25 attuali partecipate del FII a fine 2015 avevano raggiunto un fatturato complessivo di oltre 2,1 miliardi (in crescita del 12% all'anno nel biennio 2013-2015), per un valore d'impresa che potrebbe aggirarsi su 1,3 miliardi, considerando un multiplo medio di 7 volte l'ebitda di quell'anno per ciascuna partecipata (in crescita del 24% all'anno nel biennio 2013-2015). In media, poi, il margine di ebitda è del 10,7% e quello di utile del 2,2% con un debito finanziario netto di circa 3 volte l'ebitda. Numeri che caratterizzano un gruppo di società finanziariamente in salute, anche se non particolarmente brillanti sul fronte della redditività. I dati in tabella mostrano comunque profili molto diversi sotto il profilo contabile e talvolta in controtendenza rispetto ai criteri tradizionali di selezione del private equity. Basti pensare che solo nove imprese sul totale di 33 nelle quali il FII ha investito registravano un'ebitda superiore al 10% al momento dell'investimento e che solo il 50% mostrava un bilancio in utile. Ben quattro imprese mostravano un cash flow negativo e salvo alcune eccezioni la maggior parte delle imprese mostrava un ciclo del circolante

(crediti clienti più rimanenze meno debiti fornitori) in media pari a 208 giorni, valore in taluni casi ammissibile ma spesso segnale di una gestione inefficiente del magazzino o della difficoltà di incassare i propri crediti.

A fine 2015 sono ancora nove le società con un margine di ebitda superiore al 10%. Di queste, sei hanno un margine superiore al 16%, con *Truestar Group* che addirittura ha registrato un margine di oltre il 44% e con *La Patria* e *Turbocoating* che si sono invece attestati rispettivamente a oltre il 25% e oltre il 23%. Sia *Truestar* sia *La Patria* registravano margini molto buoni (oltre il 39% e oltre il 25%) anche al momento dell'investimento, rispettivamente nel 2011 e nel 2012, con *Turbocoating* che invece era nettamente più indietro con un margine di circa l'11%. *Truestar*, però, a fine 2015 era stata svalutata in via prudenziale dal FII. La società opera nel settore dell'avvolgimento bagagli all'interno degli aeroporti ed è partecipata dal 2013 per una quota del 24,90% dal FII, che aveva sottoscritto anche un finanziamento soci da 3 milioni parzialmente convertibile. Da allora la partecipazione è stata svalutata per 7 milioni di cui 5,3 nel 2015 e un altro milione nel primo semestre 2016, per un valore di carico di 3,2 milioni, oltre al finanziamento di 3 milioni. E questo in considerazione delle perdite consolidate e dei ritardi nello sviluppo del business plan. *Turbocoating* e altre quattro partecipate (*Antares Vision*, *Surgital*, *Ligabue* e *Db group*) vantano poi una posizione finanziaria netta positiva. In particolare *Turbocoating*, specializzata nell'applicazione di tecnologie di deposizione a spruzzo termico di rivestimenti per i settori dell'energia e del biomedicale, a fine 2015 aveva cassa per 8,7 milioni. La società è partecipata dal FII per il 15,25% del capitale sociale (per un investi-

mento di 7,5 milioni nel 2013) in coinvestimento con *Winch Italia* e *Winch Italy Holdings 2* che hanno investito ulteriori 10 milioni. FII ha anche sottoscritto un prestito obbligazionario convertibile di 2,5 milioni.

**Unico margine negativo** tra le partecipate in portafoglio è quello di *Zeis Excelsa*, che a fine 2015 aveva registrato un'ebitda negativo di 5 milioni a fronte di un fatturato di 66 milioni e di un debito finanziario netto di 17,5 milioni. Non a caso il rendiconto di fine 2015 del FII indicava una svalutazione di 1,5 milioni di euro per la partecipazione del 19,99% acquisita nel 2012, per un valore di libro portato quindi a 800 mila euro, oltre a 9,4 milioni del prestito obbligazionario convertibile *Pik* (originariamente di 8 milioni). *Zeis Excelsa* è società capogruppo dell'omonimo gruppo che rappresenta uno dei principali operatori italiani nel settore della produzione e della distribuzione di calzature di media e alta gamma, sia con brand di proprietà, con i marchi *Bikkembergs*, *Docksteps*, *Cult* e *Virtus Palestre*, sia con marchi commercializzati su licenza, tra cui *Merrell*, *Samsonite Footwear*. *Zeis Excelsa* ha comunque da tempo intrapreso un percorso di ristrutturazione aziendale, nell'ambito del quale nel luglio 2015 ha venduto il 51% del marchio *Bikkembergs* alla società cinese *Canudilo*, quotata a *Shenzen*, per circa 41 milioni. Da segnalare, infine, l'ottima performance in termini di utili su ricavi ottenuta a fine 2015 da *Mesgo*, oltre il 15%. *Mesgo*, uno dei più grandi produttori di mescole in gomme naturali e sintetiche in Europa, è partecipata dal 2013 dal FII con una quota del 32% sottoscritta in aumento di capitale per 8 milioni e ha chiuso il 2015 con poco meno di 50 milioni di ricavi, un'ebitda oltre il 16% e un debito finanziario netto di soli 10 milioni. (riproduzione riservata)



**IL PORTAFOGLIO DI INVESTIMENTI DIRETTI DEL FONDO ITALIANO INVESTIMENTO**

**VALORI RIFERITI ALL'ANNO DI INVESTIMENTO**

Denominazione	Anno investimento	Ricavi (1)	Ebitda (2)	Utile netto	Tempi medi di incasso (gg)	Ciclo del circolante (gg)	Posiz. finan. netta (3)	Leans Score (4)
◆ Truostar Group	2011	10,89	39,31%	-0,58%	-	-42	1,22	Discreto
◆ La Patria	2012	23,63	25,49%	25,49%	84	549	14,06	Critico
◆ Turbocoating	2013	47,18	11,15%	-1,74%	113	191	2,56	Discreto
◆ Antares Vision	2012	8,23	-8,61%	7,81%	216	268	0,71	Discreto
◆ Mesgo	2013	42,01	16,05%	11,25%	133	161	5,54	Critico
◆ Surgital	2013	53,97	18,64%	1,02%	74	47	-10,30	Discreto
◆ Ital Tbs	2012	215,09	8,91%	-5,05%	195	178	46,21	Discreto
◆ Sanlorenzo	2011	192,68	12,48%	5,31%	30	620	73,29	Discreto
◆ Bat	2011	44,01	5,76%	-0,42%	94	288	15,06	n.d.
◆ Elco	2012	21,63	10,6%	0,29%	142	232	5,63	Discreto
◆ Rigoni Di Asiago	2012	59,10	7,24%	-2,47%	102	319	31,00	Critico
◆ Labomar	2012	19,17	9,59%	9,59%	129	77	3,57	Negativo
◆ Forgital Italy	2013	161,22	6,06%	0,26%	45	157	35,92	Negativo
◆ Brugola O.E.B.	2015	125,79	7,93%	2,04%	29	61	25,77	Discreto
◆ General Medical Merate	2012	72,41	8,78%	2,60%	94	153	-0,27	Discreto
◆ Emarc	2012	121,33	4,04%	-2,03%	46	59	3,11	Discreto
◆ Geico Lender	2012	15,19	8,08%	-29,6%	248	403	5,34	Pessimo
◆ Sira Industrie	2012	67,79	-0,28%	-3,97%	150	217	8,86	Discreto
◆ Ligabue (5)	2016	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
◆ Amut	2011	42,03	7,71%	2,51%	234	254	-4,80	Discreto
◆ Film Master Group	2014	91,95	4,40%	-1,93%	160	n.d.	8,94	Discreto
◆ Dba Group	2011	0,00	n.d.	n.d.	0	-101	n.d.	n.d.
◆ Zeis Excelsa	2012	123,71	8,46%	-1,06%	94	365	46,88	Discreto

**VALORI RIFERITI AL 2015**

Denominazione	Ricavi 2015	Ebitda	Ebitda/ricavi	Utile netto	Utile/ricavi	Posiz. finan. netta (3)	Pin/Ebitda (x)	Leans Score (4)
◆ Truostar Group	12,76	5,67	44,41%	0,00	0,02%	3,37	0,60	Negativo
◆ La Patria	27,50	7,11	25,84%	-1,63	-5,92%	16,81	2,37	Negativo
◆ Turbocoating	78,38	18,07	23,05%	8,11	10,35%	-8,66	n.d.	Discreto
◆ Antares Vision	39,96	8,70	21,78%	5,66	14,16%	-5,74	n.d.	Buono
◆ Mesgo	49,24	8,29	16,84%	7,42	15,06%	9,97	1,20	Discreto
◆ Surgital	62,51	10,03	16,05%	1,22	1,95%	-18,06	n.d.	Discreto
◆ Ital Tbs	232,56	25,53	10,98%	2,41	1,04%	53,83	2,11	Discreto
◆ Sanlorenzo	224,87	23,18	10,31%	0,26	0,11%	37,68	1,63	Discreto
◆ Bat	56,33	5,66	10,06%	3,25	5,77%	10,62	1,87	Critico
◆ Elco	40,23	3,95	9,83%	0,14	0,34%	5,12	1,29	Discreto
◆ Rigoni Di Asiago	94,72	9,26	9,78%	1,27	1,34%	28,93	3,12	Discreto
◆ Labomar	27,49	2,38	8,66%	0,47	1,72%	7,65	3,21	Negativo
◆ Forgital Italy	161,03	13,66	8,48%	1,90	1,18%	38,97	2,85	Discreto
◆ Brugola O.E.B.	125,79	9,98	7,93%	2,57	2,04%	25,77	2,58	Discreto
◆ General Medical Merate	61,22	3,93	6,43%	1,70	2,77%	1,86	0,47	Discreto
◆ Emarc	141,75	8,54	6,02%	0,19	0,13%	9,61	1,13	Negativo
◆ Geico Lender	41,02	2,43	5,93%	0,02	0,04%	5,44	2,24	Pessimo
◆ Sira Industrie	97,32	4,41	4,53%	-0,31	-0,32%	28,93	6,57	Discreto
◆ Ligabue (5)	261,03	11,35	4,35%	2,21	0,85%	-3,79	n.d.	Pessimo
◆ Amut	38,81	1,15	2,96%	-1,54	-3,98%	9,76	8,50	Discreto
◆ Film Master Group	159,80	1,08	0,68%	-3,29	-2,06%	12,66	11,7	Discreto
◆ Dba Group	2,40	0,01	0,31%	-0,03	-1,06%	-1,08	n.d.	Buono
◆ Zeis Excelsa	66,14	-5,09	-7,70%	2,13	3,21%	17,46	n.d.	Negativo

(1) - Include solo la Voce A1 - Ricavi delle Vendite e delle Prestazioni (2) - Ricavi al netto di Consumi, Costi per Servizi, Costi per Godimento Beni di Terzi e Costi del Personale (3) - Debiti verso Banche al netto della Liquidità disponibile (4) - Indicatore proprietario del profilo Economico, Patrimoniale e Finanziario di una impresa. Prevede 7 Classi: 3 relative al profilo di rischio basso (Ottimo, Buono, Discreto), 1 relativo al profilo intermedio (Critico) 3 relative al profilo di rischio elevato (Negativo, Molto Negativo, Pessimo. Pessimo corrisponde alla Riduzione del capitale sociale e/o alla riduzione del Patrimonio Netto (5) acquisita nel 2016

Fonte: Leans

GRAFICA MF-MILANO FINANZA