

Quando l'orso diventa paradosso

Esistono società che capitalizzano meno della cassa? In un contesto di mercato normale, no. Ma con il tracollo dei listini il valore di alcuni titoli si è abbassato così tanto da scendere sotto l'ammontare della liquidità. Secondo l'elaborazione di Cellino e Associati Sim sui dati FactSet, sono 33 le società industriali nel mondo (con capitalizzazione superiore ai 100 milioni di dollari) a trovarsi in una situazione simile. Queste aziende potrebbero utilizzare le risorse liquide disponibili per ripagare tutti i debiti, ricomprare in borsa il 100% delle azioni e mettere da parte altro denaro. Nel linguaggio degli analisti, in questi casi si parla di enterprise value negativo. Come si spiega l'anomalia? «Le possibili motivazioni sono due», osserva Silvio Olivero, capo dell'ufficio studi di Cellino e Associati Sim. «La società brucerà rapidamente la cassa, quindi il mercato sta semplicemente anticipando la crisi; oppure il titolo è fortemente sottovalutato». Per distinguere tra le due possibilità, gli investitori non possono prescindere dall'analisi caso per caso.

Le italiane nella lista sono **Danieli e Caltagirone Editore**. La prima società, che produce macchinari per l'industria siderurgica, avrà a fine 2007 (secondo il consenso FactSet) una posizione finanziaria positiva per 870 milioni di dollari, contro una capitalizzazione che l'11 dicembre si fermava a 643 milioni. Danieli ha spiegato a Milano Finanza i motivi della stranezza: «Sulla capitalizzazione hanno inciso le prospettive negative dell'industria automobilistica e altre ragioni diverse dall'analisi dei fondamentali: in particolare ha pesato l'uscita di fondi di investimento, costretti dai riscatti a liquidare posizioni». Per quanto riguarda la cassa, l'azienda di Buttrio (Udine) ha segnalato le speci-

fità del settore: «Nel comparto operano tre aziende a livello globale, e tutte hanno una solida situazione finanziaria: la cassa permette di discutere con le banche da una posizione di forza». L'altra società italiana con *Ev* (enterprise value) negativo fa parte del gruppo Caltagirone, come noto uno dei più liquidi. La casa editrice ha segnalato al 30 settembre una posizione finanziaria netta a 314 milioni di euro, mentre il valore di mercato è attorno ai 266 milioni. Sull'andamento del titolo hanno pesato le prospettive del comparto media. Sempre nella galassia Caltagirone, **Vianini Lavori** ha invece evidenziato una liquidità di 171 milioni, contro una capitalizzazione appena superiore (attorno ai 175 milioni). In diversi casi, il valore di borsa è superiore alla liquidità, ma non di molto: **Maire Tecnimont** (capitalizzazione di 570 milioni di dollari, contro un debito netto di consenso negativo per 429 milioni), **Kerself** (212 milioni, contro 154), **Il Sole 24 Ore** (424 milioni, contro 232), **Parmalat** (2,8 miliardi, contro 1,4), **Actelios** (283 milioni, contro 130) e **Cairo Communication** (209 milioni, contro 92). Nonostante l'*Ev* positivo, i dati indicano (con ragione o no) quanto il mercato valuti poco questi titoli.

Dall'analisi sono esclusi i titoli finanziari, poiché l'indebitamento è una parte centrale nell'attività bancaria. Una ricerca effettuata da Bloomberg l'8 dicembre ha evidenziato che, includendo anche le finanziarie, salirebbe a 2.267 il numero di società con *Ev* negativo. Una cifra altissima, soprattutto se paragonata a quella (otto volte inferiore) registrata dopo lo scoppio della bolla tecnologica. Ma che scende a 33 unità se si considerano soltanto le società industriali. Come si può osservare dalla tabella

DOVE LA LIQUIDITÀ SUPERA LA CAPITALIZZAZIONE

In milioni di dollari

Società	Paese	Settore	Deb. netto	Market Cap	Rapporto
◆ Clearwire	Usa	Tecnologico	-1.866	538	3,47%
◆ Ustarcorn	Usa	Tecnologico	-442	196	2,26%
◆ Wellcare Health Plans	Usa	Medicale	-1.049	480	2,18%
◆ Actions Semiconductor	Usa	Tecnologico	-255	134	1,90%
◆ London Mining	GB	Minerario	-261	146	1,80%
◆ Noritsu Koki	Gia	Tecnologico	-408	244	1,67%
◆ Rackable Systems	Usa	Tecnologico	-189	123	1,53%
◆ Opnext	Usa	Tecnologico	-181	123	1,48%
◆ Melrose Resources	GB	Minerario	-463	326	1,42%
◆ Danieli	Ita	Manifatturiero	-870	643	1,35%
◆ Iberia	Spa	Trasporti	-3.108	2.383	1,30%
◆ Bull	Fra	Tecnologico	-233	182	1,28%
◆ Schweiter Technologies	Svi	Manifatturiero	-544	435	1,25%
◆ PC-Tel	Usa	Tecnologico	-118	100	1,19%
◆ Caltagirone Editore	Ita	Editoria	-413	352	1,17%
◆ Det Norske Oljeselskap	Nor	Minerario	-310	267	1,16%
◆ JDS Uniphase	Usa	Tecnologico	-885	771	1,15%
◆ Corporacion Dermoesetica	Fra	Medicale	-201	176	1,14%
◆ Dassault Aviation	Fra	Tecnologico	-6.406	5.679	1,13%
◆ TomoTherapy	Usa	Tecnologico	-155	139	1,12%
◆ The9	Usa	Servizi	-363	326	1,11%
◆ Omnivision Technologies	Usa	Tecnologico	-237	213	1,11%
◆ Mitsui Home	Giap	Beni di consumo	-346	312	1,11%
◆ OL Groupe	Fra	Beni di consumo	-161	147	1,10%
◆ Funai Electric	Gia	Beni di consumo	-560	524	1,07%
◆ Futaba Corporation	Gia	Manifatturiero	-660	618	1,07%
◆ Costain Group	GB	Servizi	-199	187	1,06%
◆ Advanced Analogic Technologies	Usa	Tecnologico	-111	104	1,06%
◆ Clarkson	GB	Trasporti	-110	105	1,04%
◆ Fuji Machine Manufacturing	Gia	Manifatturiero	-452	440	1,03%
◆ Evotec	Ger	Tecnologico	-124	122	1,01%
◆ Dydo Drinco	Gia	Beni di consumo	-433	428	1,01%
◆ Hitachi Kokusai	Gia	Tecnologico	-527	527	1,00%

Debito netto = debiti - cassa e titoli equivalenti. Valori di consenso per il 2008

Fonte: elaborazione Cellino e associati Sim sui dati Factset

in alta, il settore industriale più sacrificato sulla base di questo ratio è quello tecnologico, mentre non c'è una netta prevalenza di aree geografiche: un segnale di come il crollo dei valori azionari sia un fenomeno globale. Tra i gruppi con *Ev* negativo, quelli di maggiore dimensione sono la compagnia aerea **Iberia** (che ha scontato il calo degli utili dell'80% nel terzo trimestre, in atte-

sa della fusione con **British Airways**) e la francese **Dassault Aviation** (vicina all'acquisto del 20% di **Thales**). Ma il caso più clamoroso è quello di **Clearwire**: la società Usa attiva nella banda larga senza fili ha liquidità addirittura pari a tre volte e mezza la capitalizzazione. (riproduzione riservata)

Francesco Ninfolo