

RISTRUTTURAZIONI/1 Molte aziende hanno elaborato piani di rilancio per uscire dallo stato di crisi. Ecco a che punto della risalita sono sei marchi noti: Giochi Preziosi, Infracom, Beghelli, Cuki, Util Industries e Limoni

di **Alessandro Fischetti**
e **Andrea Montanari**

Fuori dal tunnel (o quasi)

I numeri lo certificano. E anche se non c'è da cantare vittoria si può iniziare a guardare con un maggior ottimismo al tessuto industriale italiano. Perché, il numero di fallimenti dichiarati dai tribunali del Paese è in calo di quasi il 3% nei primi sei mesi di quest'anno. Su questa stessa falsariga si muovono le procedure concorsuali non fallimentari, scese nel solo periodo aprile-giugno 2016 a 425 (-44% rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente). E se ancora non si può dire che la crisi sia alle spalle e che il tema dello sbilanciamento patrimoniale di parte del sistema produttivo nazionale sia stato risolto, si può intravedere uno spiraglio concreto di luce. Del resto, nessun imprenditore o manager avvia un piano di ristrutturazione senza prima averle tentate tutte. Avvertite le prime avvisaglie della crisi e della difficoltà di andare avanti, avvia ogni tentativo per invertire la rotta attraverso azioni ordinarie spesso accompagnate dalla speranza di vedere concretizzare piani e progetti che in alcuni casi si realizzano e in altri no. Solo in seguito, spesso troppo in ritardo, avvia un percorso di ristrutturazione guidato e organizzato e in parte reso necessario dal rischio di incorrere in azioni legali avanzate dai propri creditori.

Il piano di ristrutturazione

assume così anche la funzione di protezione per manager e imprenditori. L'avvio di un percorso di ristrutturazione rappresenta comunque un momento molto doloroso della vita aziendale, spesso vissuto da imprenditori e manager con molto imbarazzo anche quando sono sicuri di aver messo in campo ogni risorsa personale e materiale per cercare di evitarla. Oltre alle implicazioni di carattere per-

sonale, la dichiarazione dello stato di crisi ha come effetto immediato aggravarsi delle difficoltà aziendali: i rapporti tra l'impresa e tutti gli interlocutori con cui essa opera peggiorano; banche e fornitori, in genere non credono nell'effettiva capacità dell'impresa di riuscire a ridurre i propri debiti e di tornare in bonis e cercano di incassare i propri crediti prima che l'eventuale avvio di una procedura non ne

consenta la riscossione per via ordinaria, di essere costretti a rinunciare a parte del proprio credito e ad attendere la conclusione della procedura per riscuotere le misere percentuali generalmente riservate ai creditori chirografari.

Esclusi i casi di colpa o dolo, la crisi non è detto che possa essere evitata in quanto può dipendere da fattori esterni all'impresa o comunque non

controllabili che l'impresa subisce. Imprenditori e manager possono invece fare tantissimo per cavalcarla e per traghettare l'impresa lontano dalle cause che hanno generato la crisi e ricreare le condizioni ideali per ristabilire i rapporti d'affari con il sistema.

Leanus, società specializzata nell'analisi finanziaria d'impresa, ha analizzato per *Milano Finanza* i bilanci 2015 di sei imprese dai nomi e dalle

I NUMERI DELLE SOCIETÀ IN FASE DI RILANCIO

	Ricavi	Variazione ricavi (%)	Ebitda	Ebitda %	Utile / Perdita	Pfn	Pfn / Ebitda	Cashflow operativo	PFN/Cash flow operativo
◆ Giochi preziosi	901.280.000	1,54 %	38.100.000	4,2%	-7.079.000	77.387.000	2	102.101.000	0,757945564
◆ Limoni	221.580.000	-4,98 %	-13.118.000	-5,9%	-9.690.000	76.840.000	N/A	-14.634.000	-5,250785841
◆ Cuki group	193.530.000	0,48 %	16.608.000	8,58	-3.875.000	90.455.000	5	4.710.000	19,20488323
◆ Beghelli	168.103.000	12,27 %	18.601.000	11,1%	494.000	78.190.000	4	2.996.000	26,09813084
◆ Util industries	146.496.100	32,54 %	9.479.479	6,5%	1.529.133	6.199.569	1	-4.302.495	-1,440924161
◆ Infracom	98.579.000	2,08 %	25.354.000	25,7%	-439.000	76.671.000	3	22.508.000	3,40638884

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Papa: si è riscoperto il Dna delle aziende. Che ora diventano appetibili

di **Andrea Montanari**

Il trend è in atto, certificato dai dati strutturali. E se ancora non si può certo affermare che la crisi sia alle spalle, si può almeno provare a vedere la luce in fondo al tunnel. Perché si sta assistendo a esempi concreti di gruppi di medio-grandi dimensioni finite sull'orlo del baratro che, lentamente, sono tornate sulla retta via industriale. Tanto da essere finite nel mirino di fondi, italiani ed esteri. Un motivo forse c'è: aver accantonato qualsiasi tentazione di deviazione dal core business ed essersi concentrati sul Dna aziendale. Del resto, il caso-Parmalat insegna: il più grande crack (14 miliardi il buco creato da Calisto Tanzi) della storia finanziaria europea non ha fatto intaccato il prodotto e l'operatività. Il gruppo emiliano, sotto la cura di Lactalis (nel 2015 i ricavi sono saliti dell'8,8% a 6,4 miliardi e l'utile è stato di 147,6 milioni, mentre lo scorso giugno il fatturato ammontava a 2,99 miliardi e i profitti a 45,4 milioni) continua a crescere e a espandersi a livello globale. Guardando alla situazione attuale, come emerge nell'analisi dell'altro articolo in pagina, si ritrovano esemplificazioni di questa tendenza. E ce ne sono altre. Il gruppo Ige Orsero (uno dei big dell'alimentare in Italia con ricavi per 660 milioni), schiacciato all'epoca dell'av-

vio della ristrutturazione da un debito di 391, ora sceso a 245 milioni, è finito nel mirino della spac Glenalta Food. Mentre la catena alberghiera Boscolo, da anni al centro di un complesso percorso di risanamento (debito bancario di 300 milioni) e di riassetto societario, sta per essere rilevata, per mezzo miliardo, dal gruppo Usa Northwood.

È in questo scenario che va contestualizzata la decisione di Cdp di creare un fondo di turnaround che avrà una dotazione di 1,3-1,5 miliardi e analizzerà quasi 500 società (indebitate) target. Operazione che segue i deal su debito già definiti da Pillarstone (Burgo Group, Premuda, Sirti, Lediberg, Manucor, Alfa Park, e Cuki) e Idea Capital Funds (Targetti, Cartiere Pigna, Dynamic Technologies, Util, Sinterama, Scandolara, Clerprem e Tecnica). Di questo trend ne è convinto Franco Carlo Papa, consulente e professionista con la società Pgs Consulenti, e con un lungo trascorso in Kpmg prima ed Ernst&Young poi.

Domanda. Dottor Papa, dal suo osservatorio cosa sta notando in fatto di ristrutturazioni?

Risposta. Da alcuni mesi ci troviamo in una fase nella quale il numero di file che finiscono sui tavoli delle banche è andato decrescendo. Si stanno deconsolidando alcuni situazioni del passato. Ed emerge nitidamente un trend che fa ben sperare.

D. Quale?

R. Ci sono casi concreti di imprenditori che hanno abbandonato digressioni finanziarie rispetto al core business industriale messe in atto in passato, che hanno chiuso il capitolo delle diversificazioni finanziarie e si sono messi a testa bassa a lavorare. Di esempi ce ne sono e si vedono. E soprattutto si vede anche un altro aspetto molto interessante.

D. A cosa si riferisce in particolare?

R. Penso a situazioni di società arrivate sull'orlo del baratro e che sono ricorse a queste procedure concorsuali di ristrutturazione e di accordo con le banche sul

debito che ora, a processo di risanamento completato, iniziano a fare gola, a essere oggetto di possibili acquisizioni o a provare a rilanciare con joint venture.

D. E cosa ha permesso questa inversione di tendenza?

R. Al fatto che, evidentemente, nel Dna di queste aziende c'erano fondamentali di natura industriale sani, c'era tecnologia, know-how, c'era una visione strategica solamente appannata. Partendo da queste basi, solide, gli imprenditori hanno trovato il percorso migliore per uscire dal tunnel.

D. Quindi, si può dire che arrivando a un centimetro dal baratro si può trovare la forza di riemergere e ripartire?

R. In Italia c'è un tessuto di aziende che, ripulito da una serie di errori, di cessioni affrettate, prese magari sull'onda dell'euforia del momento, hanno una loro natura consolidata, certa, un nocciolo duro positivo. Ed è su queste basi che bisogna ripartire, per ricostruire.

D. Stiamo uscendo dal tunnel?

R. Da qualche mese i segnali ci sono, ci sono situazioni che hanno dato segnali importanti, impensabili fino a due anni fa. (riproduzione riservata)



Franco Carlo Papa

storie note che hanno avviato un piano di ristrutturazione. L'obiettivo è capire a che punto è il processo di rilancio e chi è vicino all'uscita dal tunnel. Si tratta di Giochi Preziosi (colosso del settore dei giocattoli), Infracom (tle e Ict), Beghelli (illuminazione), Util Industries (stampi), Cuki Group (alluminio) e Limoni (profumeria). Imprese molto diverse tra loro per storia, settore merceologico e dimensione e che proprio per la loro diversità, confermano che dallo stato di crisi è possibile venire fuori.

È il caso di Giochi Preziosi e Infracom che generano cassa operativa a sufficienza da poter ripagare i debiti in un arco temporale inferiore a due-tre anni. Risultati importanti se si tiene conto che nel 2013 Giochi Preziosi faceva registrare una perdita di esercizio pari al 20,6% dei ricavi (-179 milioni di euro). Come mostrato nelle tabelle, l'azienda controllata da Enrico Preziosi assieme al socio cinese Ocean Global è cresciuta nel 2015 dell'1,5% e generato un ebitda pari al 4,2%. Nonostante la minima perdita (0,8%), grazie anche al suo livello di patrimonializzazione, mantiene un buon profilo economico, patrimoniale e finanziario.

Infracom, invece, nonostante la crescita e le ottime marginalità (margine ebitda al 25,7%) mostra un livello di indebitamento eccessivo (posizione finanziaria netta negativa per 76,7 milioni) rispetto al volume d'affari ma che, grazie all'elevato cash flow operativo (22,5 milioni), sembra poter rientrare dall'esposizione in due-tre anni.

Situazione opposta, invece, per Beghelli, l'unica quotata a Piazza Affari del lotto analizzato, che nonostante le buone marginalità (11,1%) e il giro d'affari in crescita (+12,67%) genera poco cash flow operativo (2,9 milioni), un valore eccessivamente ridotto considerata l'esposizione debitoria (pfn complessiva pari a 78 milioni su un fatturato di 168,1). Anche Cuki Group, come Beghelli, ha un buon profilo economico (ebitda all'8,6%) ma un cash flow (4,7 milioni) non sufficiente per consentire un rapido rientro dalla situazione debitoria (90,4 milioni).

Util Industries cresce significativamente (+32,4%) e produce buone marginalità (ebitda al 6,5% dei ricavi e utile all'1%) ma non riesce ancora a generare cassa a sufficienza per supportare la crescita sostenuta. Tenendo conto che gli attuali tempi medi di incasso sono in media prossimi ai 90 giorni, c'è da aspettarsi un miglioramento del profilo finanziario dell'im-

RISTRUTTURAZIONI/2 Il nuovo corso dell'ex Seat Pg è iniziato. Con i conti in ordine, zero debiti e 100 milioni in cassa, si lavora allo shopping, alla revisione del business plan, al roadshow e alla possibile cedola

Iol, più m&a per lo Star

di Andrea Montanari

Nel 2000 una sola azione Seat Pagine Gialle era arrivata a quotare anche 7 euro, a fronte di una capitalizzazione di 8 miliardi. Nel giugno scorso il titolo prezzava 0,0025 euro.

Poi l'aggregazione e la successiva fusione per incorporazione, con la Italiaonline, che fa riferimento al magnate egiziano Naguib Sawiris, e la lenta ma costante risalita, oltre quota 2,2 euro, per una market cap di 255 milioni. Un percorso legato non solo ai numeri aziendali, alle prospettive industriali ma anche all'uscita dalla black list della Consob. Certo, siamo ancora lontanissimi dai fasti di un tempo. E chissà se mai si tornerà a quei livelli. Ma intanto la strada è segnata, al punto che dopo la lunghissima ristrutturazione del debito miliardario, costata cara a 14 tra ex manager, consiglieri e sindaci (indagati lo scorso novembre dal Tribunale di Torino, per bancarotta fraudolenta, legata a operazioni straordinarie effettuate nel 2003-2004 e alla distribuzione di un dividendo di 3,6 miliardi), è stato definito un nuovo business plan al 2018, è stata indicata la nuova mission, tutta rivolta al digitale, e si sta lavorando per lo sviluppo e la crescita, anche per linee esterne. Senza trascurare la possibilità di tornare a remunerare gli azionisti, seppure a tutt'oggi il flottante sia scarso, l'11%. Un primo, concreto segnale è arrivato in occasione dell'approvazione della semestrale 2016: la società torinese ha ritrovato l'utile, 3,8 milioni. Questo processo di rinnovamento totale e di rilancio dell'offerta commerciale è stato affidato, da Sawiris, ad Antonio Converti, il manager scelto anni fa per guidare Italiaonline, società che aveva provato ad approdare a Piazza Affari con le proprie gambe ma che aveva rinunciato nell'ottobre di due anni per le condizioni non favorevoli di mercato (la società era stata ritenuta un po' cara). «Avevamo di fronte a noi sfide importanti: dalla fusione operativa all'integrazione societaria, dalla trasformazione del business al rinnovo completo dell'offerta commerciale, dall'apertura al digitale all'ampliamento della clientela», specifica a MF-Milano Finanza lo stesso Converti, che sta definendo proprio in queste settimane la road map che punta sulla connettività delle piccole e medie imprese italiane. «Abbiamo

234 mila clienti su un totale di 3,7 milioni di pmi. E qua che dobbiamo crescere ancora cercando di conquistare clienti», continua il top manager di Iol. «Ma dobbiamo anche consolidare i nostri margini e il ricavo medio per utente, cercando come dico di salire di alcuni piani rispetto

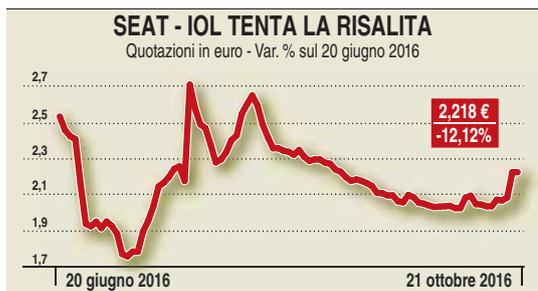
2016 sono attese superiori rispetto alle stime del piano che riportavano la cifra di 80,6 milioni. Del resto già lo scorso 30 giugno la posizione finanziaria netta era positiva per 102 milioni.

Ma come fare per provare ad avvicinarsi ai fasti di un tempo? La road-map, Converti, l'ha già delineata. Oltre al piano di riorganizzazione del gruppo, post-fusione prevede la cassa integrazione straordinaria per un numero massimo di 700 posizioni di cui, 417 a zero ore e 283 a rotazione, su un totale di 3 mila persone in forza, compresi mille agenti (solo 193 delle posizioni in cassa sono le nuove posizioni derivanti dall'aggregazione), a fronte della quale saranno comunque inseriti in staff almeno 100 giovani neolaureati (profili rivolti al digitale). Iol entro dicembre presenterà al mercato una revisione del business plan approvato a inizio anno e avvierà un roadshow internazionale «per raccontare la nuova equity story societaria», anticipa Converti. «È anche per questa ragione che oggi il corso del titolo in borsa non riflette il reale valore dell'azienda. Senza trascurare il fatto che il basso livello di flottante non favorisce l'ingresso di investitori istituzionali». Per tale ragione, una delle priorità a

medio-termine è il ripristino di un flottante rilevante, almeno del 30%, se non del 35% se Iol vuole approdare al segmento Star di Borsa. Come rendere possibile tutto ciò? O l'azionista Sawiris decide di cedere parte del proprio pacchetto di controllo, oppure si potrà puntare, da metà del prossimo anno, a operazioni di natura straordinaria da farsi non solo per cassa ma anche attraverso il scambio azionario. Una modalità che, sottolinea Converti, «ci consentirebbe di aumentare il livello di flottante e di rendere più liquido il titolo». Ma il gruppo ha una terza carta da giocare in fatto di m&a su scala nazionale: la leva fiscale. L'Agenzia delle entrate ha dato l'ok alla riportabilità delle eccedenze di interessi passivi per un ammontare di 650 milioni, che si aggiunge ai 160 milioni di riporto a nuovo di perdite fiscali esistenti. Tra perdite fiscali pregresse e interessi il bottino è elevato. E sul mercato qualche big player potrebbe ingolosirsi. (riproduzione riservata)



Antonio Converti



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

al marciapiede». Tradotto: se al momento la larga parte della clientela di Iol sono i piccoli esercizi commerciali, ora si vuole puntare ai professionisti, agli uffici. «Senza trascurare le potenzialità che le nostre offerte di connessione, e-commerce e digitale hanno se applicate dalle medie e grandi imprese», dice anche Converti, che oggi può contare su un database di 500 grandi clienti. «Il nostro obiettivo è convincere le pmi che il web può essere davvero la porta d'accesso a nuovi business e che con la saturazione delle applicazioni sui device è meglio puntare sulla promozione del proprio marchio sul web». E questo possibile e atteso upgrade di clientela, nei piani del management della società, dovrebbe portare l'arpa (o arpu) dalla soglia attuale di 1.100 euro al traguardo futuro di medio periodo nella fascia dei 1.500 euro.

Per poter centrare questo traguardo si lavorerà per chiudere l'anno con un range di fatturato di 391-401 milioni e un ebitda di 64-67 milioni. «Con zero debiti e una cassa importante», continua Converti: le disponibilità liquide a fine

presa in corrispondenza della stabilizzazione della crescita del fatturato. Le dotazioni patrimoniali dell'impresa, basse rispetto al volume d'affari e all'indebitamento, peggiorano il relativo profilo di rischio. Sembra non aver cavalca-

to la crisi con un piano per ripartire la catena di profumerie Limoni, unico tra i sei casi analizzati, che a giudizio dei dati 2015 presenta ancora criticità irrisolte: ricavi -4,98%, ebitda -5,9%, perdita di esercizio pari a

9,7 milioni di euro su un fatturato complessivo di 221,6; i debiti finanziari sfiorano i 108 milioni (posizione finanziaria netta negativa per 76), pari al 49% dei ricavi, un valore non eccessivo, in relazione al volume d'affari, ma difficile da

riparare considerando il cash flow operativo (contrariamente a quanto ci si aspetterebbe da un business retail) negativo per oltre 14 milioni di euro, 10 dei quali destinati al rimborso di finanziamenti soci. (riproduzione riservata)