

Varese torna in Piazza Affari da star

Pubblicato: Martedì 28 Novembre 2006

DATA DEFINIZIONE PREZZO	7/12
DATA OFFERTA	27/11-5/12
MERCATO DI QUOTAZIONE	MTA segmento STAR
DATA INIZIO NEGOZIAZIONE	12/12
GREENSHOE	12,4% dell'offerta
FORCHETTA DI PREZZO	5,50-6,90
LOTTO MINIMO – in azioni	750
COORDINATORI GLOBALI e SPONSOR	BANCA IMI

Dopo l'infausta esperienza (esaltante all'inizio, tanto che Borsa Italiana spa pubblicò un volume risultato poi beffardo: "Opengate un caso di successo") sulla società malnatese ai tempi della new economy, ritorna in borsa per quotarsi sul segmento Star (quello dedicato alle aziende in forte crescita) una società varesina (sarebbe inoltre l'unica presente) e questo fa pensare essendo la nostra provincia nonostante tutto una delle più industrializzate del Paese.

Cobra spa, sopravvissuta alla dura selezione che ha falciato anche nel varesotto tante aziende di antifurti, presiede una nicchia particolare che più che al settore automobilistico ha a che fare con l'hi tech: quella dei sistemi elettrici di sicurezza applicati appunto alle 4 (ma anche alle 2) ruote. La società sorta nel 1975 è tra i leader europei nel settore e prosegue nell'internazionalizzazione soprattutto in Asia dove ha una forte presenza in Giappone (è fornitrice da anni dei principali produttori d'auto Toyota, Honda, Nissan e Mitsubishi), Malesia ed ha aperto un ufficio in Cina. Ha una rete di 40 distributori locali, sono clienti di Cobra anche Volkswagen, Porsche, gruppo Ford, Renault, e Daimler, ma curiosamente non Fiat. I fondi raccolti con quest'offerta – costituita in gran parte (il 90%) da aumento di capitale – verranno utilizzati per le prossime acquisizioni (almeno 4 nei prossimi 2 anni, anche nei paesi europei), tali acquisizioni consentiranno di aumentare le dimensioni ancora troppo ridotte, di migliorare i margini e di ridurre l'imposizione fiscale assai elevata (62,5% di tax rate al 30/6), proprio perchè le unità operative sono concentrate in Italia. La società ha 2 divisioni che commercializzano prodotti conformi alle Direttive europee dell'auto: i sistemi elettrici (cioè antifurti e sistemi automatici di parcheggio che costituiscono il 78% del fatturato ma sono in diminuzione, i clienti sono rappresentati dalle case produttrici di auto) ed i servizi di sicurezza per la localizzazione che sfruttano le tecnologie GPS, GSM, GPRS e Internet. Tale divisione (SVR o stolen vehicle recovery) si propone di gestire al meglio problematiche come i furti o gli incidenti d'auto è attiva solo dal 2003 ma vale già il 15% del volume d'affari, essa è senz'altro quella che si prospetta come quella a maggior crescita. Da segnalare che gli abbonati al servizio SVR erano 26.000 al 30/6/06 con un incremento di 8.700 unità nel 1° semestre. Per entrambi i settori comunque è prevista una crescita fino al 2008 di circa il 20%. Ragguardevoli le spese per la ricerca (5,1 mln di euro) pari al 6,7% del fatturato, inoltre ben 85 dipendenti su 420 lavorano in questa funzione. Il fatturato nel 2005 è stato pari a 77,3 mln di euro (+27,3% rispetto all'esercizio precedente), per il 2006 si prevede il superamento dei 90 mln di euro, l'Italia pesa solo per l'11%, il resto d'Europa per il 78%, il restante spetta all'Asia.

L'EBITDA (margine operativo lordo) è in crescita al 12,9% nel 2006 (10,9% nel 2005), un livello non ancora ottimale e dovrebbe salire nel prossimo biennio anche grazie alle acquisizioni estere. L'obiettivo della società è avvicinarsi come redditività ai migliori concorrenti internazionali come l'inglese Tracker che ha un'EBITDA del 27%.

L'indebitamento finanziario netto al 30/9 2006 era di 13,1 mln in leggero peggioramento

rispetto ai dati precedenti, a livelli comunque accettabili il rapporto D/E (tra indebitamento e mezzi propri) di poco superiore all'unità. Le fonti di finanziamento principali sono costituite da prestiti bancari a tasso variabile, prevalentemente nei confronti del gruppo San Paolo-Banca Intesa. Il flusso di cassa è tornato positivo nel 1° semestre 2006 a 5,3 mln euro (-1,1 nel 2005) grazie all'aumento delle rimanenze ed alla diminuzione dei crediti commerciali. L'azionariato attuale vede al 71% una holding lussemburghese della famiglia Memmola, al 18% l'A.D. Carella (tramite 2 società una lussemburghese ed una fiduciaria) ed al 10% la merchant bank Terra Nova (che ora uscirà completamente), dopo l'ipo e con l'esercizio della greenshoe (numero di azioni di cui le banche si riservano di mettere in offerta) il mercato deterrà circa il 36% mentre la holding dei Memmola (che non venderà alcuna azione) si attesterà al 44%. La capitalizzazione della società sarà compresa tra i 114 ed i 145 mln di euro, quanto alla distribuzione di dividendi la società non l'ha mai fatto (essendo gli utili sempre stati reinvestiti) ma il management non l'esclude per il futuro. L'amministratore delegato è Carmine Carella e presidente Serafino Memmola, altri membri del consiglio d'amministrazione sono: i 2 figli di Memmola e Aldo Monteforte (rappresentante di Terra Nova). Nel Collegio sindacale spiccano, oltre al milanese Tedeschi, 4 commercialisti varesini: Patrizio Basilico, Giuseppe Massari, Laura Antonini e Giovanna Gervasini. L'impegno di lock up (periodo in cui degli azionisti s'impegnano a non vendere le azioni) per gli azionisti varrà per 12 mesi.

Per quanto riguarda la valutazione il rapporto EV/EBITDA (tra valore d'impresa e margine operativo lordo) è ricompreso, nella forchetta di prezzo proposta, tra 9,7 e 12, mentre P/MP (tra prezzo e mezzi propri) tra 8,7 e 11. Valutando la società secondo il metodo finanziario dello sconto dei flussi di cassa si giunge ad una valutazione compresa tra i 5,4 ed i 6,2 e quindi in linea con il range proposto ma certamente non a buon mercato. Naturalmente come spesso accade, a prescindere dall'appetibilità del prezzo, la buona riuscita dell'ipo viene determinata dall'umore del mercato che attualmente è più che buono.

Nel complesso una storia di tutto rispetto decisamente industriale e già questo non è poco considerato quello che si è visto nella borsa milanese, è consigliabile la sottoscrizione salvo che nell'ipotesi che il prezzo sia posto nella parte alta della forchetta.

DATI DI BILANCIO

proforma in sintesi secondogli IFRS importi in mln di euro

STATO PATRIMONIALE

	Al 30/9/2006	Al 30/6/2005
Immobilizzazioni	22,9	22,7
Att. corrente	39,7	38,5
Pass. Correnti	34,1	34,5
Debiti a m-l. termine	15,4	15,8

Patrimonio netto	13,15	11,8
------------------	-------	------

CONTO ECONOMICO

	Al 30/9/2006	Al 30/9/2005
Ricavi	68,1	58
Costi operativi	62	53,7
EBITDA	8,8	6,3
Oneri finanziari netti	0,6	0,3
Utile netto	2,2	1

PRO: potenzialità buone di sviluppo del settore, ampia gamma di prodotti, progetto industriale aggressivo, leadership europea

CONTRO: rete poco capillare, concentrazione della clientela

 Sergio Sacchi,

capo ufficio studi Assoconsulenza

Redazione VareseNews

redazione@varesenews.it