

Idee di valore – la newsletter di ACB Valutazioni – n. 24 – Gennaio 2025

Cambiare prospettiva e riguadagnare valore

La gestione di qualunque impresa presuppone due capacità chiave: la capacità di competere nel presente (*competing for today*) e la capacità di gestire il cambiamento per adeguarsi al futuro (*preparing for tomorrow*). Prepararsi al domani richiede una visione che l'imprenditore può coltivare solo se è in grado di adottare una prospettiva diversa, più distaccata, da quella corrente. Molti pensano che prepararsi al domani significhi prevedere. Nulla di più sbagliato. Un imprenditore non è un indovino, ma un interprete attento della realtà. Capisce prima di altri ciò che sta cambiando, senza essere travolto dal quotidiano. Pirandello nel "fu Mattia Pascal" introduce la metafora del canocchiale rovesciato. Se il canocchiale serve per avvicinare ciò che è lontano, non è scrutando l'orizzonte che si colgono le discontinuità. Rovesciando il canocchiale si produce l'effetto opposto: si allontana e si rimpicciolisce la visione di ciò che è vicino, permettendo di coglierne minacce ed opportunità. Anche preparare l'impresa al futuro richiede una visione distaccata e per questo può essere utile avvalersi di una prospettiva rovesciata nella lettura delle performance d'impresa.

I multipli impliciti nei tassi di redditività

La maggior parte delle imprese europee quotate mostra in media valori di *equity* intorno alle 12 volte gli utili netti di bilancio (multiplo: Prezzo/Utili mediano = 12x). Il multiplo è generalmente compreso in un range fra le 7 e le 17 volte, in relazione al prevalere di rischi o di opportunità. Unica eccezione sono le aziende nei settori dell'*energy*, *health care* e *technologies* che mostrano multipli medi rispettivamente inferiori (*energy*) e superiori (*health care* e *technologies*). Tutte le altre aziende B2B o B2C dei settori tradizionali mostrano in media i multipli indicati.

Nella nostra esperienza pochi imprenditori o manager ragionano in termini di performance d'impresa sulla base di multipli. Più spesso le performance vengono tradotte in tassi di redditività: ROE, ROI, ecc., quando invece basterebbe invertire numeratore e denominatore per ottenere dei multipli impliciti, molto utili per comprendere come gestire il valore d'impresa. Vediamo come.

L'azienda Alfa, che opera in un settore molto competitivo, genera un utile netto di 3 con un patrimonio netto contabile di 100. Il ROE (=Utile netto/Patrimonio netto) è pari al 3%. La redditività, pur contenuta, è allineata a quella dei principali concorrenti. L'imprenditore è continuamente assorbito dalla ricerca di efficienze che permettano di elevare la redditività, in una logorante attenzione al quotidiano, senza tuttavia grandi risultati. Non ha tempo di dedicarsi al domani.

L'azienda Beta opera nello stesso settore dell'azienda Alfa ed ha un eguale ROE (3%). L'imprenditore di Beta invece di leggere le performance attraverso gli indici di redditività, fa uso dei multipli impliciti nei tassi di redditività. Invertendo numeratore con denominatore del ROE ottiene un multiplo - Patrimonio netto/utile netto – pari a 33 (= 100/3). L'imprenditore è consapevole che nessuno valuterrebbe la sua azienda 33 volte l'utile, ma al massimo la metà di quel multiplo (=16,5). Assume così consapevolezza che la gestione così com'è ha distrutto valore. Sulla base di un multiplo pari a 16,5 volte l'utile, il patrimonio netto vale sul mercato 50 (= 3 x 16,5) e non 100 come scritto in bilancio. L'imprenditore comprende che il settore non può continuare a distruggere valore e che prima o poi si innescheranno reazioni finalizzate a modificare la situazione corrente. Se la scarsa redditività è dovuta ad un eccesso di offerta e ad una eccessiva frammentazione del settore, non è necessario essere indovini per prevedere che

il settore si concentrerà e che si innescheranno guerre di prezzo finalizzate ad espellere le aziende marginali. L'imprenditore capisce di dover essere protagonista del *reshaping* di settore se non vuole essere marginalizzato.

Il canocchiale rovesciato permette all'imprenditore di Beta di vedere ciò che l'imprenditore di Alfa non vede. L'imprenditore di Beta non solo coglie segnali che già oggi spiegano perché il settore non possa mantenersi così, ma l'analisi distaccata della sua azienda permette anche di comprendere quale direzione il cambiamento assumerà. Vediamo perché.

Da ramo di azienda ad azienda

Mentre l'imprenditore di Alfa lavora sodo a testa bassa, l'imprenditore di Beta comprende che quella non è la soluzione. Guardando con distacco la propria azienda, l'imprenditore capisce che la causa della ridotta redditività non va ricercata nell'eccesso di costi (già ridotti al minimo), ma nel fatto che l'azienda si è progressivamente degradata da azienda a ramo di azienda.

Un ramo di azienda si distingue da un'azienda perché non dispone delle attività complementari necessarie a valorizzare le specifiche competenze. Ad esempio, un'azienda focalizzata sulla produzione, come unica attività primaria, che non abbia adeguato le altre attività primarie e le funzioni di supporto equivale al reparto produttivo di un'azienda più grande. La differenza consiste nel fatto che il reparto produttivo dell'azienda di maggiori dimensioni trova il supporto di altre attività (rete di vendita, supporto logistico, distribuzione su più mercati, assistenza post-vendita, ecc.) che permettono di sviluppare risultati che l'azienda singola focalizzata solo sulla produzione non è in grado di generare. L'azienda, ridotta a ramo, non disponendo delle funzioni/attività complementari (o risultando tali funzioni inadeguate) si caratterizza per minori margini, maggiori costi, minori volumi di attività.

L'imprenditore acquisendo consapevolezza dei limiti della propria azienda comprende anche che la soluzione alla distruzione di valore non passa attraverso l'aggregazione con aziende simili (anch'esse carenti di funzioni, attività e risorse primarie e di supporto). Aggregazioni orizzontali finirebbero per sommare le debolezze di aziende carenti delle stesse funzioni ed attività.

La soluzione va ricercata in forme di integrazione verticale. Se le competenze produttive dell'azienda non sono facilmente sostituibili, solo stimolando l'interesse all'integrazione della *supply chain* da parte dei clienti o dei fornitori l'azienda può riacquisire un proprio ruolo ed una propria adeguata valorizzazione.

Le soluzioni possono essere molto diverse – vendita, conferimento, fusione, acquisizione - per cassa, per carta o miste, anche in relazione alle esigenze dell'imprenditore, ma tutte comunque finalizzate all'internalizzazione di competenze nuove e complementari da parte della nuova entità (*combined entity*), tramite un'aggregazione nella giusta direzione.

In breve, il canocchiale rovesciato non permette solo di leggere segnali di cambiamento, ma anche di comprendere la direzione che il cambiamento dovrebbe assumere e quali errori evitare.

Conclusioni

Prepararsi al domani, non significa sviluppare previsioni sofisticate. Significa piuttosto interrogarsi se il quadro competitivo è in equilibrio e, se non lo è, comprendere quale direzione il cambiamento assumerà.

Se il quadro competitivo non è in equilibrio tutte le aziende del settore (anche le più efficienti) soffrono di una ridotta redditività e distruggono valore. Alla distruzione di valore è necessario reagire, valorizzando quelle competenze specifiche dell'azienda che da sole non sono più sufficienti a garantire una redditività soddisfacente, ma che integrate di funzioni di supporto e complementari possono risorgere a rinnovata redditività.

ACB

Valutazioni

Tanto la distruzione di valore, quanto il percorso di individuazione di competenze complementari richiede un distacco dal quotidiano. Il primo passo in questa direzione consiste nel rovesciare gli indici di redditività traducendoli in multipli impliciti. Solo così l'imprenditore guadagna consapevolezza dell'eventuale valore distrutto e dei passi necessari per recuperarlo.

ACB Valutazioni

Chi siamo

ACB Valutazioni è una società che unisce le competenze del Prof. Mauro Bini con quelle dei titolari di 12 studi professionali di commercialisti di grande rilevanza a livello nazionale tutti con più di 30 anni di esperienza (veterani), dedicata alle valutazioni ed alle attività complementari alle valutazioni (riorganizzazioni societarie e ristrutturazioni fiscali, due diligence, attestazioni di piani, ecc.). La missione di ACB Valutazioni consiste nel colmare un vuoto di offerta nel nostro paese nelle valutazioni di alta qualità da parte di soggetti indipendenti, coniugando fra loro tre elementi qualificanti: le competenze *best in class* nel campo delle valutazioni, anni di esperienza di professionisti qualificati nella soluzione di problemi societari complessi e l'energia imprenditoriale di una struttura societaria.

Come lavoriamo

ACB Valutazioni assiste le aziende in tutti i percorsi di crescita esterna, di razionalizzazione della compagine azionaria, di cambio di governance, di vendita, di aumenti di capitale con rinuncia al diritto di opzione. Partiamo dall'analisi fondamentale dell'azienda, individuiamo i percorsi in grado di valorizzarla al meglio in relazione agli scopi del management e forniamo assistenza qualificata in tutte le fasi dei processi di acquisto, di vendita, di ricapitalizzazione.

La nostra peculiarità è che utilizziamo solo professionisti senior, perché crediamo che, quando la posta in gioco è alta, non ci sia nulla di più pericoloso del non avvalersi di un team altamente esperto!

Nel caso non si voglia più ricevere la presente newsletter è sufficiente inviare una email a info@acb-valutazioni.it indicando nel campo oggetto «disiscriviti».