

Idee di valore – la newsletter di ACB Valutazioni – n. 14 – Febbraio 2024

Falsi segnali di valore

I bilanci raccontano le performance dell'impresa nel tempo, ma solo parzialmente. I redditi dell'impresa che sostiene spese pubblicitarie, di ricerca e sviluppo, di formazione, ecc. sono più bassi dei redditi dell'impresa che non sostiene quei costi, ma la qualità dei redditi della prima impresa può essere molto superiore alla qualità dei redditi della seconda. I redditi dell'impresa che seleziona attentamente i propri clienti possono (pro tempore) risultare anche inferiori ai redditi dell'azienda che non li seleziona con altrettanta scrupolo, ma il rischio dei redditi della prima impresa è molto inferiore. Questa è la ragione per cui non esiste una relazione lineare fra reddito e valore d'impresa: più reddito non significa necessariamente più valore. Il valore non è solo funzione del reddito, ma anche delle prospettive di crescita e dei rischi (ossia della capacità di reddito prospettica dell'impresa). Quando Uber si è quotata era un'azienda in perdita ed alla prima quotazione la società valeva 70 miliardi di dollari (oggi ne vale 136 ed ha un ROE del 10%).

Dell'assenza di una relazione lineare fra redditi e valore non sono sempre consapevoli manager ed imprenditori, perché è ancora molto diffusa la convinzione che il valore sia semplicemente un multiplo dei risultati più o meno eguale per tutte le imprese del settore ("n" volte l'Ebitda, "m" volte i ricavi, "x" volte l'utile netto, ecc.). Spesso, poi, i multipli corrispondono ad un "sentito dire" raccolto dalle fonti più disparate: intermediari, concorrenti, altri manager o imprenditori del settore (alcuni in veste di venditori o di compratori). Multipli che corrispondono a ciò che gli anglosassoni definiscono "*big fish stories*": resoconti di pescatori abituati a esagerare la misura della preda. Così, il mix "esplosivo" fra multipli "esagerati" al rialzo o al ribasso (in relazione a chi li ha raccontati: venditore o compratore), da un lato, e risultati di bilancio non espressivi della vera capacità di reddito, dall'altro, finisce con fornire misure di valore assolutamente false.

Nella nostra esperienza, falsi segnali di valore sono la maggiore fonte di trasferimenti o distruzione di ricchezza. Si ha distruzione di ricchezza quando si continua ad investire in business che non sono in grado di recuperare quanto investito, perché il rendimento dell'investimento è insufficiente. Si ha invece trasferimento di valore in tutte le operazioni straordinarie dove i prezzi negoziati non esprimono valori effettivi.

Per questa ragione è utile interrogarsi sui fondamentali da cui dipende il valore dell'azienda e dei suoi investimenti. Vediamo quali sono.

Il mercato in cui opera l'azienda

Il primo elemento di natura fondamentale in grado di spiegare le determinanti del valore (ossia la capacità di reddito, le prospettive di crescita ed i rischi) di un'azienda è il mercato in cui opera. Al riguardo i profili che contano sono quattro:

- a) il grado di concentrazione del mercato, in quanto in genere un mercato più concentrato è meno competitivo. Il mercato italiano della telefonia mobile si caratterizza per cinque operatori, mentre sul mercato tedesco competono solo tre operatori. Il mercato tedesco (più concentrato) presenta prezzi e margini dei servizi di telefonia mobile molto più elevati di quello italiano;
- b) il grado di attrattività del mercato. Nel settore delle telecomunicazioni la connettività è considerata una *commodity*, mentre i contenuti garantiscono una

elevata redditività. Ciò fa sì che nel tempo il reddito cumulato di tutte le aziende che offrono solo connettività (il c.d. *profit pool* di settore) si sia ridotto;

- c) il grado di equilibrio del mercato. I mercati che presentano una stabilità degli operatori nel tempo sono mercati a maggiore redditività. Quando a seguito della fusione di “Wind” con “3” l’antitrust ha consentito l’ingresso di Iliad sul mercato italiano, tutti gli operatori ne hanno sofferto.
- d) Le barriere all’entrata o all’uscita. In settori dove vi sono forti barriere all’entrata le performance delle imprese del settore sono migliori, mentre laddove esistono forti barriere all’uscita le performance sono ridotte dalla guerra per la sopravvivenza delle aziende marginali.

In alcuni casi il mercato è in grado di spiegare la capacità di reddito, le prospettive di crescita ed i rischi delle imprese che vi competono. In questi casi vale il detto: *industry is the destiny*.

Le risorse ed i modelli di business

Quando il mercato non è in grado di spiegare le performance dell’impresa (in quanto non è né un mercato particolarmente attrattivo né un mercato in contrazione), le imprese che competono fra loro mostrano performance molto differenziate. In questi casi gli elementi di natura fondamentale in grado di spiegare le performance sono riconducibili a:

- a) le specifiche risorse e competenze di cui gode l’azienda e che rappresentano la dotazione di capitale intangibile. Può trattarsi ad esempio di: una speciale capacità di manifattura o una speciale capacità di risolvere problemi della clientela, o ancora un brand affermato, ecc.;
- b) il modello di business, inteso come l’insieme di attività che consentono di attivare specifiche leve di valore alle quali sono legati specifici *driver* di valore. Ad esempio, la gestione automatizzata dei magazzini (attività) consente una rapidità di risposta alla clientela (leva di valore) e quindi aumenta la fedeltà della clientela e la minore pressione sul prezzo (*driver* di valore).

Imprese con risorse e capacità diverse che adottano modelli di business diversi si caratterizzano per performance diverse ed in una diversa capacità di conversione nel tempo dei risultati economici in flussi di cassa. Accade così che due aziende con lo stesso Ebitda, caratterizzandosi per un diverso tasso di conversione dell’Ebitda in flusso di cassa operativo, si caratterino per multipli dell’Ebitda molto diversi.

Conclusioni

Qualsiasi manager o imprenditore è consapevole della unicità della propria impresa. Eppure, molto spesso manager e imprenditori adottano criteri di valutazione sintetici ed indifferenziati. Quando si deve stabilire un valore, la specificità dell’azienda scompare e la valutazione si appiattisce su medie di parametri esterni (multipli) in quanto ritenuti più oggettivi. Tuttavia, i multipli rischiano di essere falsi segnali di valore, perché presuppongono una linearità fra redditi e valore che non esiste.

Far emergere il valore effettivo dell’azienda (ossia comprenderne la capacità di reddito nel tempo, considerandone le prospettive di crescita ed i rischi) richiede un’analisi del mercato, delle risorse e delle competenze e del modello di business della specifica azienda e dei suoi concorrenti. Qualunque valutazione che si limiti ad una generica descrizione dell’azienda e del settore cui far seguire una valutazione fondata su multipli medi o sull’attualizzazione di flussi di cassa dati è solo un falso calcolo valutativo, spacciato per vera valutazione.

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!

MODULO DI ISCRIZIONE ALLA NEWSLETTER

Per ricevere direttamente la newsletter mensile "Idee di Valore" e altre informazioni riguardanti il mondo delle valutazioni potete registrarvi al seguente link

<https://mailchi.mp/acb-valutazioni/iscriviti>