

*Seminario*

# LA CREAZIONE DI VALORE COME OBIETTIVO E STRUMENTO DI GESTIONE

Milano, 13 febbraio 2013

In collaborazione con

Con la partecipazione di

**MMTC**  
TRAINING &  
CONSULTING

**MASAI**  
merger acquisition  
strategy and internationalization

FONDO ITALIANO  
ENTREVESTIMENTI

**ASSINTEL**  
ASSOCIAZIONE NAZIONALE  
IMPRESE ICT



**ASSINTEL**  
ASSOCIAZIONE NAZIONALE  
IMPRESE ICT

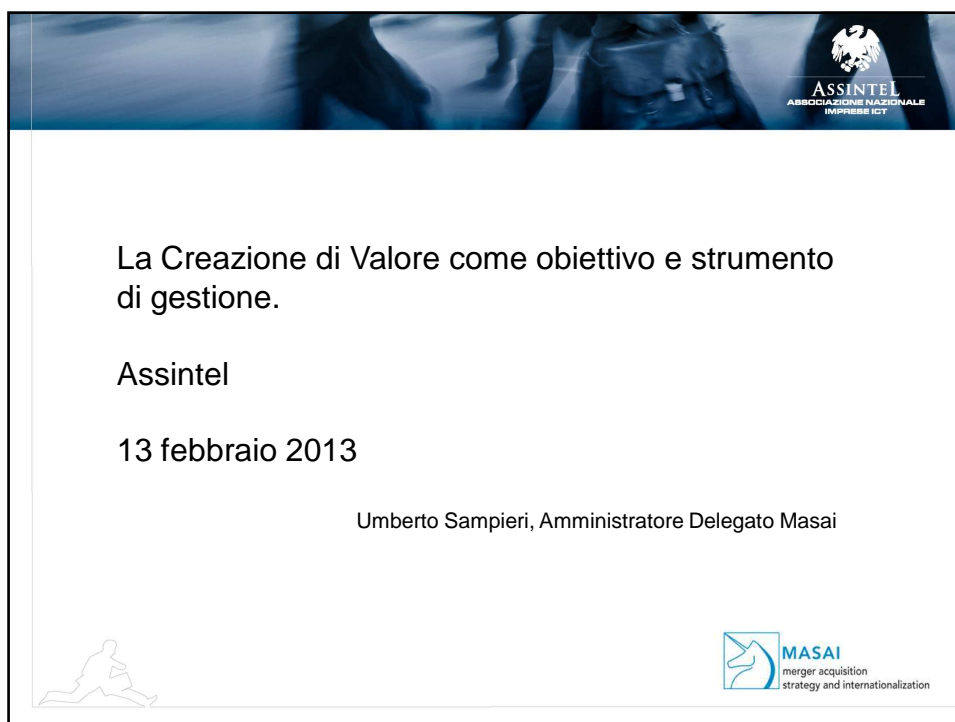
La Creazione di Valore come obiettivo e strumento  
di gestione.


Assintel

13 febbraio 2013

Umberto Sampieri, Amministratore Delegato Masai

**MASAI**  
merger acquisition  
strategy and internationalization








## 1 Una Misura Condivisa

Una costante attenzione alla **creazione di valore per l'azionista** si rivela utile nella formulazione strategica e nella gestione quotidiana non solo di una grande azienda quotata ma anche di una PMI a proprietà familiare.

Essa infatti consente di:

- creare un misura comune per allineare le **scelte strategiche e operative** di proprietà e collaboratori;
- garantire un confronto oggettivo soprattutto nelle aziende a proprietà familiare di seconda e terza generazione tra **soci operativi** e **soci di capitale** non coinvolti nella gestione;
- preparare l'azienda a cogliere nel modo migliore le opportunità di **finanza straordinaria** laddove si presentino (partnership strategiche, acquisizioni, aperture del capitale a investitori istituzionali).

## 2 Ma quanto vale un'azienda?



La somma del Valore dei suoi Asset? (Valore di Liquidazione)

La somma del Valore dei suoi Asset più un avviamento (positivo o negativo) che esprime la sua capacità di generare un extra reddito rispetto a quello che il controvalore degli asset garantisce mediamente? (Patrimoniale/Reddituale)

La somma dei flussi di cassa attesi (finiti/infiniti) scontata per un tasso di sconto (WACC) che sia capace di distinguere tra la remunerazione del capitale di rischio e la remunerazione del debito? (DCF)

Spesso una sintesi di questi e di altri metodi analitici che presuppongono una analisi molto dettagliata dell'azienda stessa.

Il più delle volte però, almeno per una prima valutazione, si ricorre ad una formula apparentemente grezza ma che rappresenta un'ottima sintesi.



### 3 La religione dei Moltiplicatori



Piaccia o no la misura prevalente del valore di un'impresa è:

**Valore = Multiplo x EBITDA**

pur di non metterla in discussione si è disposti ad "aggiustare" e negoziare l'uno o l'altro dei due parametri.





### 4 L' Equity Value




Quindi il Valore del Capitale, ossia la quantità di denaro che i Soci possono aspettarsi per la cessione del 100% dei diritti di voto è:

$$\text{Equity Value} = M \times \text{EBITDA} - \text{PFN}$$

Dipende dalla capacità di crescere in modo stabile e prevedibile (che influenza M), dalla gestione operativa (che determina l'EBITDA) e da una attenta gestione dei flussi di cassa e quindi del debito (PFN).






## 5 Alcune conseguenze immediate

Il debito non può eccedere il valore dell'azienda e quindi il debito non può eccedere  $M \cdot \text{EBITDA}$ . Un buon moltiplicatore aumenta quindi la capacità di indebitamento e ne diminuisce l'onerosità (Moltiplicatore e Rating sono strettamente correlati)

Un'azione é BUONA (ossia crea valore) se il suo beneficio stabile atteso a livello di EBITDA moltiplicato per il Moltiplicatore é maggiore dell'investimento necessario a conseguirla.

Un'acquisizione che abbia impatto nullo sull' EBITDA complessivo crea valore se (e solo se) il moltiplicatore del compratore é più alto di quello del venditore. (spesso questo é all'origine di ipervalutazione di conglomerati)

Se la nostra azienda ha un EBITDA del 10% e un moltiplicatore inferiore ad 8 (come assai spesso accade di questi tempi) concedere un punto di sconto in cambio di pagamenti più corti di 30 giorni é un'operazione che crea valore.

## 6 Il moltiplicatore



	0.00%	1.00%	1.50%	2.00%
13.00%	7.7	8.3	8.7	9.1
13.50%	7.4	8.0	8.3	8.7
14.00%	7.1	7.7	8.0	8.3
14.50%	6.9	7.4	7.7	8.0
15.00%	6.7	7.1	7.4	7.7
15.50%	6.5	6.9	7.1	7.4
16.00%	6.3	6.7	6.9	7.1
17.00%	5.9	6.3	6.5	6.7
17.50%	5.7	6.1	6.3	6.5
18.00%	5.6	5.9	6.1	6.3
18.50%	5.4	5.7	5.9	6.1
19.00%	5.3	5.6	5.7	5.9

$r$  é la somma del tasso risk free (3%-5%)  
più il premio di impresa medio (5%-7%) per  
le quotate ) più il rischio specifico

Il moltiplicatore nella prassi va cercato in transazioni di mercato simili o in società quotate. Ma la sua genesi teorica (DCF) lo lega a due parametri fondamentali:

Il tasso di crescita  $g$

Il rischio della gestione futura  $r$  e la capacità dell'azienda di minimizzarlo con una buona capacità di previsione (misurata anche dalla coerenza di budget e risultati finali)

$$M = \text{Cost}/(r-g)$$





## 7 Alcune conseguenze immediate


Un buon posizionamento sui mercati emergenti aumenta il moltiplicatore perché aumenta il tasso di crescita potenziale dell'azienda.

Un posizionamento verso nicchie ad alta crescita aumenta il moltiplicatore (se ben comunicato) per la stessa ragione.

Una componente anticiclica nel proprio business (ad esempio un buon mix tra vendita di dispositivi e servizi di assistenza degli stessi) aumenta il moltiplicatore perché abbassa il rischio.

Una buona capacità di budget (stabile rispondenza nel tempo tra budget e consuntivi) aumenta il moltiplicatore per la stessa ragione.








## 8 EBITDA

	Status Quo	Crescere per crescere	Crescere saggiamente
Volumi	1,000,000	1,100,000	1,050,000
Prezzo Unitario	100	98	100
Ricavi	100,000,000	107,800,000	105,000,000
Costo Unitario	70	71	69
Costo del Venduto	70,000,000	78,100,000	72,450,000
Costi fissi	20,000,000	21,000,000	22,000,000
Ammortamenti	5,000,000	5,000,000	5,500,000
EBITDA	15,000,000	13,700,000	16,050,000

Il margine operativo lordo è dato dalla differenza di ricavi e costi (più gli ammortamenti). Troppo spesso però si sottovaluta che i ricavi sono il risultato della moltiplicazione di prezzi e volumi.

Troppe volte (soprattutto se l'azienda opera in mercati non in forte espansione) una attenzione eccessiva alla crescita produce risultati negativi in termini di EBITDA



### 9 Alcune conseguenze immediate



Una grande attenzione al Pricing é il primo ingrediente per un buon margine operativo lordo.

Frazionare la responsabilità di conto economico aiuta ad allineare comportamenti virtuosi (un'organizzazione divisionale generalmente dà più garanzie di una funzionale)




La verticalizzazione spinta il più delle volte non paga (anche se le aziende tedesche in alcuni casi sembrano smentire)

La forza vendita va misurata e incentivata sul margine (reale o simulato) (e ovviamente sul pagamento, ma ci torneremo) e le operation sulla deviazione dai costi standard. E' fondamentale sapere se si "guadagna poco" perché si "svende" o perché si "compra male".


Poter rileggere il conto economico sotto diverse segmentazioni é vitale per scoprire dove si crea valore e dove lo si distrugge.


### 10 La PFN

- Investimenti
- Crediti Clienti – Debiti Fornitori
- Scorte Prodotti Finiti
- Scorte materie prime







## 11 Alcune conseguenze immediate

Valutare attentamente se gli investimenti soddisfano la condizione di creazione di valore.




Ad esempio l'investimento immobiliare quasi mai la soddisfa

Fare molta attenzione ad utilizzare le dilazioni di pagamento (non remunerate) come strumento di vendita: a ciascuno il suo mestiere. Esplorare invece tutte le forme di pagamento anticipato, come i canoni di assistenza

Attenzione alle scorte, soprattutto in una condizione di tassi bassi e bassa inflazione

Assicurarsi sempre che la propria capacità di generare cassa sia coerente con gli obiettivi di crescita prefissati.

Attenzione che il prodotto del proprio moltiplicatore per il proprio EBITDA non sia inferiore all'indebitamento: succede più di quanto si immagina.








## 12 Si può raddoppiare l'Equity Value in tre anni

	Anno1	Anno 2	Anno3
Ricavi	100.00	101.00	102.00
EBITDA	4.00	4.30	4.60
Giorni Clienti	120.00	110.00	100.00
Crediti Clienti	32.88	30.44	27.95
PFN	10.00	7.56	5.07
Moltiplicatore	5.00	5.50	6.00
Enterprise Value	20.00	23.65	27.60
Equity Value	10.00	16.09	22.53

Una serie combinata di azioni singolarmente non eclatanti ma che incidano su tutti e tre i fattori che generano l' Equity Value ne può raddoppiare il valore in tre anni

- ✓ Lieve incremento dei volumi
- ✓ Pricing attento
- ✓ Attenzione nelle Operation
- ✓ Attenzione al circolante
- ✓ Posizionamento
- ✓ Miglioramento ciclo di budget






### 13 Si può crescere distruggendo Equity Value

Moltiplicatore 5	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4
Fatturato	66,356	73,213	74,800	75,801
EBITDA Normalizzato	3,917	5,360	7,652	4,953
EBITDA/Ricavi	5.90%	7.32%	10.23%	6.53%
PFN Normalizzata	171	(2,723)	(6,314)	(6,775)
Enterprise Value	19,585	26,800	38,260	24,765
Equity Value	19,756	24,077	31,946	17,990

I numeri (reali) riportati mostrano come si possa crescere profittevolmente bruciando valore. Infatti osservando il quarto anno sul primo si ha:

- Ricavi in crescita del 14%
- EBITDA in crescita del 26%
- Ma Equity Value in calo del 9%

### 14 Riassumendo (1)



La valutazione d'azienda (e conseguentemente del suo Capitale) è una disciplina complessa ed ogni caso ha le sue peculiarità ma l'orientamento prevalente è:

$$\text{Enterprise Value} = \text{Moltiplicatore} \times \text{EBITDA}$$


$$\text{Equity Value} = \text{Moltiplicatore} \times \text{EBITDA} - \text{Posizione Finanziaria Netta}$$

Il valore dell'azienda è rilevante non solo nel caso di una cessione (in tutto o in parte) della stessa ma anche:

- Nell'accesso al credito
- Nel confronto con i soci non coinvolti nella gestione (i.e. famiglie alla seconda terza generazione)
- Nel confronto con il management








**15 Riassumendo (2)**

I tre driver fondamentali del valore sono:



- Il **Moltiplicatore** (influenzato dal tasso risk free, dalle opportunità di crescita, dalla rischiosità del business, dalla stabilità e prevedibilità della gestione)
- L'**EBITDA** che riflette la performance industriale dell'Azienda ed in particolare il suo primo margine e i suoi costi fissi
- La **Posizione Finanziaria Netta** sulla quale impattano prevalentemente investimenti, scorte e crediti clienti (debiti fornitori)






**16 Riassumendo (3)**

Orientare la gestione alla **Creazione di Valore** significa allineare il più possibile gli interessi di lungo periodo dell'azionista e l'agire ordinato all'interno dell'azienda:



- diffondendo in tutta l'organizzazione, anche ai livelli più bassi, il convincimento che una scelta, una decisione è buona se ci si aspetta (e si verifica poi) che generi valori e
- orientando gli strumenti di incentivazione per il management alla creazione continua di valore (e non ad altri obiettivi quali ad esempio la crescita per la crescita)



### 17 Riassumendo (4)

- Una buona gestione orientata alla Creazione di Valore produce risultati continui nel tempo con la soddisfazione di tutti gli stakeholders (non solo degli azionisti).
- Trascurare la Creazione di Valore può portare le aziende, anche in crescita e anche in utile, ad arrivare ad un punto di non ritorno che richiede poi interventi di ristrutturazione.
- Come sempre nella buona gestione essere informati é alla base di ogni scelta consapevole. La Business Intelligence offre ottimi e potenti strumenti per segmentare la creazione/distruzione di valore all'interno dell'organizzazione guidando il management anche verso scelte non convenzionali.
- Gli investitori istituzionali considerano investimenti solo se creatori di Valore. Ecco perché prepararsi per tempo aumenta le chance di un proficuo rapporto con essi


### www.masaisrl.it

**La nostra missione è creare valore per i nostri clienti.**

MASAI ha scelto l'Unicorno nel suo logo a significare una ricerca continua dell'unicità e della qualità, che affonda le sue robuste radici nell'antico.



Le nostre storie personali e la nostra curiosità ci danno la forza di affrontare e progettare, insieme ai nostri clienti e ai nostri partner, il futuro che ci attende.

I nostri valori sono, rigore professionale, duro lavoro, confidenzialità assoluta, creatività, valorizzazione della specificità di ogni singola situazione, attenzione costante alla componente umana, profonda considerazione degli aspetti multiculturali.

Masai ha ottenuto la certificazione TRACE Intermediary Member



"TRACE International Inc. (TRACE) has successfully completed a TRACE Standard due diligence review of MASAI SRL. TRACE has granted MASAI SRL a certificate of membership signifying the company's commitment to transparency in international commercial transactions."







ASSINTEL  
ASSOCIAZIONE NAZIONALE  
IMPRESSE ICT

## La Business Intelligence come strumento per la **creazione di valore**

Renato Bertuol, Business Intelligence Consultant




MMTC  
TRAINING &  
CONSULTING




ASSINTEL  
ASSOCIAZIONE NAZIONALE  
IMPRESSE ICT

*«Parlo **non per insegnare qualcosa**  
Parlo **per creare qualcosa**»*

Osho



MMTC  
TRAINING &  
CONSULTING



ASSINTEL  
ASSOCIAZIONE NAZIONALE  
IMPRESE ICT

### Definizione della Business Intelligence (BI) e del suo utilizzo

- La BI non è semplicemente report e/o grafici
- La BI deve essere uno strumento per **prendere decisioni**
- Non solo navigare **nei dati** ma un aiuto per navigare **tra le onde del mercato**


➔


**MMTC**  
TRAINING &  
CONSULTING

ASSINTEL  
ASSOCIAZIONE NAZIONALE  
IMPRESE ICT


### Focus degli esempi odierni: Le Vendite



**MMTC**  
TRAINING &  
CONSULTING

**ASSINTEL**  
ASSOCIAZIONE NAZIONALE  
IMPRESSE ICT

## Indicatori e Obiettivi




**Fatturato  
+10% !!**

- +10% rispetto a cosa ?
- +10% di fatturato non vuol dire +10% di valore

*« Tutto è relativo »*

Ogni indicatore deve avere un target e delle soglie di allerta per una lettura obiettiva



... dimostrare di saper prevedere l'andamento e di averne il controllo

**MMTC**  
TRAINING &  
CONSULTING

**ASSINTEL**  
ASSOCIAZIONE NAZIONALE  
IMPRESSE ICT

## L'unione dei dati per una visione di insieme

Un indicatore può dare una lettura di un fatto

**1 Indicatore = 1 solo dato**



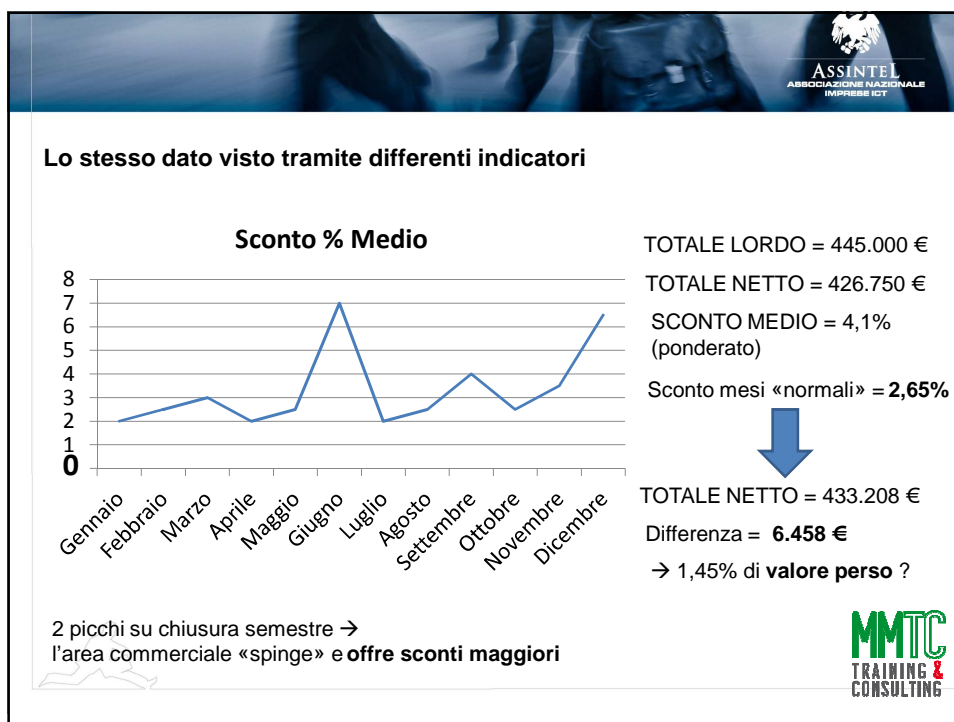
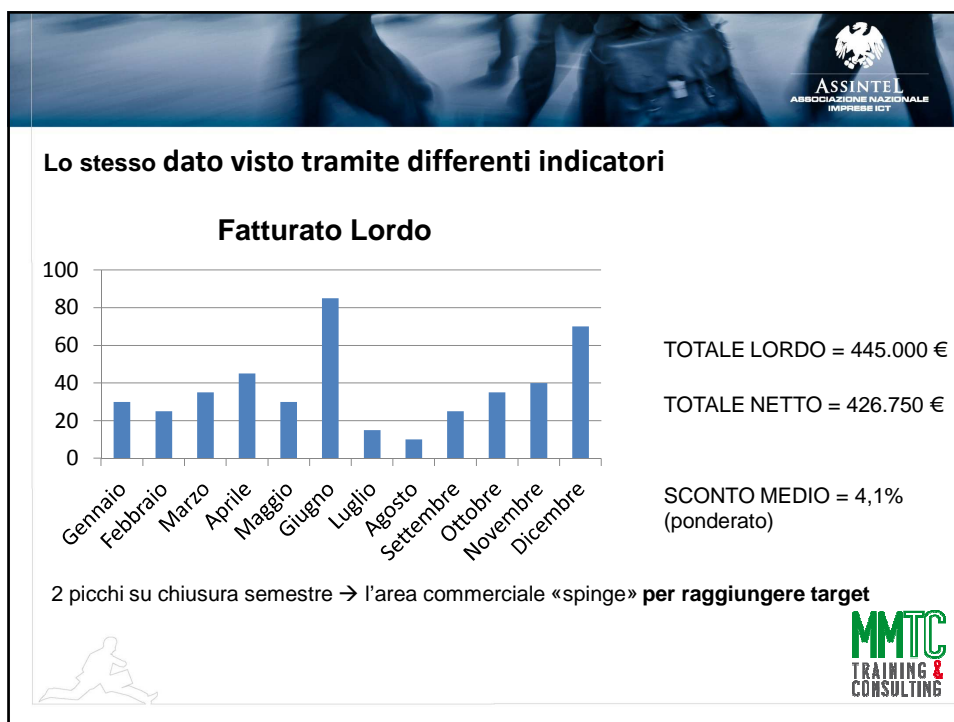
Più indicatori posso costruire una visione migliore

**n Indicatori = 1 visione globale**




**Il valore dell'azienda non è solo l'indicatore del fatturato**


**MMTC**  
TRAINING &  
CONSULTING








**Unire tutte le componenti del dato**



Prezzo di listino: **100€**




**CLIENTE A**

Sconto = **8%**  
Prezzo netto = **92€**

Comm. agente = **8%**  
Spese spedizione = **1,5%**  
Interessi passivi = **2%**

Pocket Price = **81,42€**






**CLIENTE B**

Sconto = **10%**  
Prezzo netto = **90€**



Comm. agente = **6%**  
Spese spedizione = **1,0%**  
Interessi passivi = **0%**

Pocket Price = **83,7€**

**Domande da porsi:**

- Il reporting aziendale mi aiuta a prendere decisioni per migliorare ?
- Ho degli indicatori «obiettivi» o devo interpretare il dato ?
- Riesco ad analizzare dati di reparti o divisioni differenti nello stesso report ?
- Ho definito un budget ( o target ) per tutti gli indicatori ?



## Il data mining a supporto della ricerca del valore

Nella storia dei dati aziendali si nascondono tante indicazioni per il futuro

- Abitudini di acquisto dei singoli clienti
- Affinità tra clienti differenti
- Correlazioni tra prodotti






## Il data mining a supporto della ricerca del valore

Nelle vendite ci sono dei costi fissi ... si può migliorare il ritorno del costo ?

→ **Sì:** Identificando i clienti più interessati ad un prodotto, minimizzando il costo di tentate vendite a non interessati





**ASSINTEL**  
ASSOCIAZIONE NAZIONALE  
IMPRESSE ICT

### Il data mining a supporto della ricerca del valore

Nelle vendite ci sono dei costi fissi ... si può migliorare il ritorno del costo ?  
Sì ... Facendo cross-selling → Aumentare il valore dell'ordine

**PROBLEMA :** Cosa proporre che possa essere di interesse ?



**SOLUZIONE :** In base alle caratteristiche e abitudini del cliente e similarità con altri clienti viene individuato il prodotto più interessante

**MMTC**  
TRAINING &  
CONSULTING

**ASSINTEL**  
ASSOCIAZIONE NAZIONALE  
IMPRESSE ICT

### Domande da porsi:

- Sono in grado di usare i dati archiviati per creare valore ?
- I miei sistemi di BI mi danno suggerimenti su come vendere di più o meglio ?



**MMTC**  
TRAINING &  
CONSULTING



Grazie per l'attenzione !



[www.mmtc.it](http://www.mmtc.it)





**IL PROGETTO DEL FONDO ITALIANO**

**Si tratta del più grande fondo italiano di capitale per lo sviluppo, costituito per dare impulso alla crescita patrimoniale e manageriale delle imprese italiane di piccole e medie dimensioni**

È un **fondo mobiliare chiuso riservato a investitori qualificati** che prevede le seguenti tipologie di investimenti:

- **assunzione di partecipazioni dirette**, prevalentemente di minoranza, nel capitale di imprese italiane, anche in coinvestimento con altri fondi specializzati;
- **interventi come "fondo di fondi"**, investendo in altri fondi che condividano la politica di investimento e gli obiettivi del Fondo.






## GLI INVESTITORI

Il Fondo ha raccolto **1,2 miliardi Euro**, investiti da:

- Cassa Depositi e Prestiti;
- Intesa Sanpaolo;
- Banca Monte dei Paschi di Siena;
- UniCredit;
- Istituto Centrale delle Banche Popolari;
- Credito Valtellinese;
- Banca Popolare di Milano;
- Banca Popolare dell'Emilia-Romagna;
- UBI Banca;
- Banca di Cividale.

1 miliardo di Euro

100 milioni di Euro

100 milioni di Euro





## GLI OBIETTIVI


Il Fondo si rivolge alle **imprese italiane in fase di sviluppo**, con ambizioni di crescita, vocazione all'internazionalizzazione e **fatturato** indicativamente compreso **tra 10-250 milioni di Euro**.


Le imprese oggetto dell'investimento sono individuate tra quelle che:

- Presentano interessanti **prospettive di sviluppo** (nazionale e internazionale);
- Sono interessate a sviluppare un piano industriale volto alla **creazione di valore ed al rafforzamento della presenza di mercato**
- Intendono intraprendere **concreti progetti di aggregazione**;
- Presentano una seria ed affidabile **qualità imprenditoriale**.

Il Fondo **non investe** in:

- società di nuova costituzione (**start-up**), ad eccezione delle nuove iniziative sviluppate, in un'ottica di diversificazione, da imprenditori, società o gruppi imprenditoriali già operanti;
- **imprese in crisi**, soggette a procedure concorsuali od in esecuzione di piani di risanamento ex artt. 67 e 182-bis. Sarà tuttavia possibile valutare aziende che hanno già concluso il processo di **turnaround**;
- **imprese immobiliari** o società operanti nel settore dei **servizi finanziari**.





## I RISULTATI

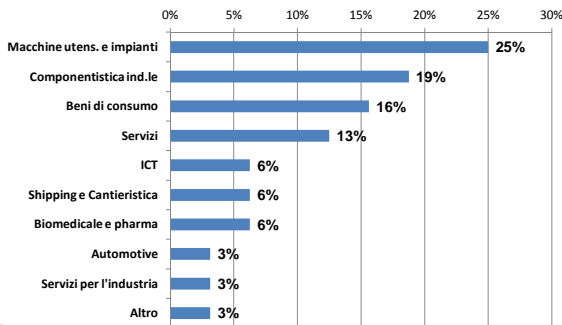
Con riferimento alle **32 aziende** per le quali ad oggi è stato già effettuato il **signing**:

- Il valore **mediano del fatturato** risulta pari a circa **42,0 milioni di Euro**;
- Il valore **mediano dei dipendenti** risulta pari a **200**;
- la percentuale **media di export rispetto al fatturato** risulta pari al **45%**, valore che supera ampiamente il 50% qualora si escludessero dal calcolo le imprese la cui attività è tipicamente orientata al solo mercato domestico (ad esempio i servizi e trasporti locali);
- L'**investimento medio** da parte di FII risulta pari a **9,5 milioni di Euro**;
- La **quota media di capitale** acquisito è pari a circa il **26%**;
- A livello di trend, considerando le sole aziende oggetto di investimento nel 2011, il **numero complessivo di dipendenti** risulta in **crescita di circa il 15%**, mentre il **volume d'affari** totale è **aumentato di circa il 20%**;
- Nel complesso, sono **11 le aziende** presenti nel portafoglio del Fondo che hanno **effettuato almeno una acquisizione**, di azienda o di ramo di azienda, dalla data dell'investimento ad oggi.

## I SETTORI

A livello di **settore**, **8 (25%)** aziende operano nel comparto delle **macchine utensili e degli impianti**; **6 (19%)** nella **componentistica industriale**; **5 (16%)** nei **beni di consumo**; **5 (16%)** in quello dei **servizi** (sia indirizzati alla persona che per l'industria); **2 (6%)** nell'**ICT**; **2 (6%)** nell'ambito dello **shipping** e della **cantieristica**; **2 (6%)** nel **biomedicale e pharma**; **1 (3%)** nell'**automotive** e **1 (3%)** in **altre attività**;



Settore	Percentuale
Macchine utens. e impianti	25%
Componentistica ind.le	19%
Beni di consumo	16%
Servizi	13%
ICT	6%
Shipping e Cantieristica	6%
Biomedicale e pharma	6%
Automotive	3%
Servizi per l'industria	3%
Altro	3%

