

Idee di valore – la newsletter di ACB Valutazioni – n. 6 – Maggio 2023

Driver di valore

La creazione di valore è la ragion d'essere di qualunque impresa. Si ha creazione, se il valore dell'impresa è superiore al capitale investito e ciò accade solo se l'azienda dispone di qualche vantaggio competitivo. La creazione di valore può essere temporanea o duratura in relazione alla sostenibilità nel tempo di quel vantaggio.

Esiste una ricetta per creare valore? Naturalmente no, perché altrimenti chiunque sarebbe imprenditore di successo.

Non si conosce la ricetta, ma si conoscono le determinanti di valore: i cosiddetti *driver*. Mantenere il vantaggio competitivo significa controllare i propri *driver* di valore.

Di seguito è offerta una breve illustrazione dei *driver* di valore e delle loro implicazioni nella gestione dell'impresa.

I *driver* di valore sono la *console* ed il CEO è il DJ

I *driver* di valore sono quattro. Due sono addendi: **crescita** e **capacità di reddito** (nel senso che maggiore crescita e maggiore capacità di reddito contribuiscono, a parità di condizioni, ad accrescere il valore d'impresa) e due sono sottraendi: **intensità di capitale** e **rischio** (nel senso che maggiore intensità di capitale e maggior rischio contribuiscono, a parità di condizioni, a ridurre il valore d'impresa). Anche i sottraendi sono *driver* di valore perché riducendo l'intensità di capitale ed i rischi, il valore dell'impresa aumenta.

Considerati isolatamente, i *driver* di valore sono facili da comprendere, ma non è questa la giusta prospettiva, in quanto sono legati fra loro da relazioni di *trade-off*, nel senso che il miglioramento di un *driver* si accompagna al peggioramento di altri. Così, ad esempio, la crescita può distruggere valore se si accompagna ad investimenti troppo elevati o ad un rischio eccessivo. Una riduzione degli investimenti può accrescere il rischio di subire l'aggressione dei concorrenti, ecc. Occorre quindi un equilibrio fra i diversi *driver*, da ricercare attraverso un'opportuna calibrazione. Poiché, poi, le condizioni d'ambiente non sono mai stabili e l'impresa deve continuamente adattare le scelte di *pricing*, delle condizioni di vendita, di selezione di clienti e fornitori, di investimento,... la conoscenza delle relazioni di *trade-off* fra i *driver* di valore diventa indispensabile.

Una volta si sosteneva che il ruolo del CEO fosse paragonabile a quello di un direttore d'orchestra. La metafora reggeva perché le condizioni di ambiente erano più stabili. Oggi potremmo meglio paragonare il CEO ad un DJ, perché i *driver* di valore sono lo strumento gestionale quotidiano del CEO, come la *console* lo è per il DJ (anche la *console* è fatta di quattro principali componenti: lettore di musica, mixer, cuffie e casse). Come il bravo DJ, il CEO deve "mixare" gli interventi sui *driver* di valore conoscendo gli "effetti speciali", ossia le relazioni di reciproco *trade-off* fra i *driver* stessi.

Ma quanti CEO conoscono gli "effetti speciali" dei *driver* di valore, ossia le interdipendenze fra crescita, capacità di reddito, intensità di capitale e rischio?

La gestione d'impresa non coincide necessariamente con la gestione del valore

Spesse volte si confonde la gestione d'impresa con la gestione del valore. Le due cose non coincidono. Se è vero che un'impresa di successo crea valore, non è altrettanto vero che un'impresa che aumenta i ricavi crea valore. Spesso l'aumento dei ricavi è ottenuto con investimenti (fissi e di circolante) sproporzionati al reddito che quei ricavi producono. Analogamente se è vero che un'impresa prudente mantiene più facilmente il valore creato, non è altrettanto vero che un'impresa che rinuncia a nuove opportunità di investimento mantenga il valore degli *asset in place*, in quanto lascia aperti alla concorrenza spazi che ne rafforzano la posizione competitiva a spese dell'impresa "prudente".

Gestire il valore non significa naturalmente rinunciare alla gestione dell'impresa secondo i canoni classici, quanto piuttosto adottare scelte gestionali assumendo la prospettiva dell'investitore (attuale o potenziale). Naturalmente la prospettiva di un investitore strategico e non di un investitore speculativo orientato al breve termine.

Assumere la prospettiva dell'investitore, significa innanzitutto interrogarsi sul modello di business, perché ogni modello di business si caratterizza per una specifica combinazione di *driver* di valore. Decentrare o accentrare la produzione, esternalizzare o internalizzare attività di supporto, accrescere o ridurre il servizio al cliente, ecc. sono scelte che incidono sul modello di business e si riflettono su crescita, capacità di reddito, intensità di capitale e rischio.

Il successo delle imprese è sempre più legato alla capacità di innovare il modello di business. Il prodotto non cambia, ma cambia il servizio, il modo con cui è fornito, il grado di assistenza, ecc. e conseguentemente cambiano i *driver* di valore. Oggi, un ristorante di successo non può limitarsi ad offrire un pasto di qualità, ma deve offrire un'esperienza al cliente. Deve cioè generare valore per il cliente e ciò accade quando, nella percezione del cliente, il valore del servizio reso è superiore al prezzo pagato. Senza un'adeguata esperienza, anche il migliore *chef* al mondo non riuscirebbe a creare valore. Non si spiegherebbe altrimenti perché, dopo il Covid, quando la clientela si è dimostrata più esigente, molti ristoranti stellati siano stati costretti a chiudere. Di certo non è accaduto per una minore qualità della cucina rispetto al passato.

Calare i driver di valore sul modello di business

Se il valore di qualunque azienda è funzione dei flussi di reddito futuri, significa che il valore non è un dato a consuntivo, ma una quantità stimata. A ben vedere anche il reddito consuntivato è funzione del reddito futuro. Se il reddito consuntivato è stato calcolato deducendo ammortamenti pari al 10% del valore delle immobilizzazioni tecniche, implicitamente quel reddito presuppone una capacità dell'impresa di generare margini nel futuro in grado di sopportare l'ammortamento del restante 90% del valore delle immobilizzazioni. Come sosteneva lo Zappa, il reddito sempre si forma e mai si rileva, nel senso che anche il reddito consuntivato è una quantità stimata esposta all'incerto evolvere della domanda nel futuro. Se ne deduce che, come si controlla (e si gestisce) il reddito, si può anche controllare (e gestire) il valore.

Il controllo dei *driver* di valore presuppone che siano calati sul modello di business, perché solo il modello di business consente di identificare le variabili che generano le interdipendenze (gli "effetti speciali") fra i *driver* stessi. Ad esempio, nel caso di un'impresa di servizi, ridurre il *churn rate* del portafoglio clienti accresce la redditività prospettica dell'azienda. Tuttavia, la riduzione del *churn rate* presuppone: adeguata segmentazione della clientela, politiche di offerta mirate, servizi accessori, ecc. che richiedono investimenti e costi. Per assumere consapevolmente quegli investimenti e quei costi è necessario conoscere quanto valore può generare la riduzione attesa del

churn rate. Conoscendo quel valore e la variazione registrata nel passato dal *churn rate*, si può ricavare indirettamente anche il rischio cui è esposto il valore dell'azienda. Calare i *driver* di valore sul modello di business, permette anche di valutarne l'obsolescenza, ossia la perdita di valore conseguente a mantenere lo stesso modello di business nel tempo. Ad esempio, molti business perdono valore semplicemente perché è richiesta una maggiore intensità di capitale rispetto al passato che la dimensione corrente non è più in grado di sostenere. Di qui l'esigenza di ricercare economie di scala, oppure di cambiare modello di business concentrandosi sulle fasi della catena del valore meno *capital intensive*.

Calare i *driver* di valore sul modello di business permette di identificare gli indicatori predittori di performance future (quale il *churn rate* della base clienti, nel nostro esempio) che sono anche indicatori di valore.

Un buon investitore, orientato al lungo termine, non guarda all'Ebitda corrente dell'impresa (che è frutto di scelte passate), ma a pochi e selezionati indicatori (spesso non finanziari) che sono in grado di identificare la traiettoria degli Ebitda nel futuro. Questa è la ragione per cui, date due imprese fra loro concorrenti, un investitore potrebbe riconoscere un valore per l'impresa X pari a 7 volte l'Ebitda corrente e per l'impresa Y un multiplo pari a 12 volte l'Ebitda corrente. La ragione per cui ogni euro di Ebitda corrente dell'azienda X si traduce in 7 euro di valore mentre ogni euro di Ebitda corrente dell'azienda Y si traduce in 12 euro di valore, va ricercata nelle diverse traiettorie degli Ebitda futuri di X e di Y, come tracciabili attraverso indicatori specifici legati ai *driver* di valore delle due imprese.

Si comprende allora perché non sia sufficiente limitarsi a gestire l'Ebitda corrente e si renda, invece, necessario gestire anche il multiplo dell'Ebitda. Questo è ciò che noi chiamiamo gestione del valore dell'impresa.

Un esempio

Come è noto il settore dell'auto è esposto ad una grande trasformazione che richiederà ingenti investimenti, in relazione ai tempi che saranno concessi per la transizione a motori alternativi. Nel frattempo, le aziende automobilistiche stanno realizzando ottime performance, prevalentemente attraverso la vendita di vetture tradizionali. La conseguenza è che la traiettoria degli utili (e degli Ebitda) delle imprese è a rischio, ma i risultati anno dopo anno continuano ad aumentare.

Nel 2022 Stellantis ha accresciuto gli utili netti del 27% (rispetto al 2021) e l'Ebitda del 28%, ma i multipli impliciti nella capitalizzazione di borsa sono scesi (il multiplo P/E – prezzo/utili - è sceso del 37% ed il multiplo EV/Ebitda del 61%). L'effetto netto è una flessione della capitalizzazione di borsa di Stellantis fra il 2021 ed il 2022 del 20%.

In questo caso la traiettoria degli utili e degli Ebitda è resa incerta dal quadro normativo e non solo dalle scelte dell'impresa, ma la logica di quanto si è affermato in precedenza non cambia. Massimizzare il risultato corrente, non si traduce necessariamente in creazione di valore. La gestione del valore presuppone una gestione d'impresa fondata su *driver* di valore calati sul modello di business.

ACB Valutazioni

Chi siamo

ACB Valutazioni è una società neocostituita 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 di un ventiquattrenne con un foglio di excel !

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».