

Idee di valore – la newsletter di ACB Valutazioni – n. 20 – Settembre 2024

Analisi (fondamentale) di settore e valore d'impresa

L'analisi di settore nella valutazione d'azienda è spesso limitata ad una generica descrizione dell'ambiente competitivo, sulla base del presupposto che più il settore è concentrato minore è la competizione e più il settore è frammentato maggiore è la competizione. È un'analisi utile, ma non sufficiente ad una corretta stima del valore d'impresa, perché è un'analisi statica che:

- 1) trascura completamente l'interdipendenza delle scelte strategiche di imprese che competono fra loro e;
- 2) non permette di identificare la vera natura (il posizionamento nell'arena competitiva) dell'azienda da valutare. È un'azienda destinata a vincere la sfida della rivalità competitiva o a soccombere o ad essere marginalizzata?

Inoltre, l'analisi statica non permette di comprendere se il settore sia destinato a concentrarsi, ad integrarsi verticalmente, a globalizzarsi, ecc. Dunque, nulla dice sulla rivalità competitiva che la società dovrà affrontare nel futuro e dai cui dipende la capacità di reddito prospettica (e quindi il suo valore).

Compiere una buona analisi fondamentale di settore è dunque una condizione irrinunciabile per ottenere una buona valutazione. Nella nostra esperienza l'analisi fondamentale di settore deve consentire di dare risposta a tre interrogativi fondamentali.

Il settore è destinato alla concentrazione?

Un settore frammentato, caratterizzato da molte imprese di piccole e medie dimensioni che competono tra loro, può essere destinato a una maggiore concentrazione. Ecco 9 principali cause (con motivi e condizioni) perché questo può accadere:

1. Economie di scala

Motivo: Le aziende più grandi possono ottenere vantaggi competitivi producendo a costi unitari più bassi, grazie a volumi di produzione elevati. Le piccole imprese, che non riescono a ottenere gli stessi risparmi e faticano a competere.

Condizione: La presenza di economie di scala significative, specialmente nei settori industriali o tecnologici, in cui la produzione su larga scala riduce drasticamente i costi.

2. Barriere all'entrata e all'uscita

Motivo: Un settore frammentato può concentrarsi se le barriere all'ingresso aumentano, rendendo più difficile per nuove aziende entrare nel mercato. Barriere di uscita elevate, come alti costi di dismissione o la necessità di investimenti permanenti, possono spingere le aziende a fondersi per sopravvivere.

Condizione: Le barriere possono aumentare a causa di regolamentazioni, costi tecnologici, investimenti necessari in R&S o la necessità di una vasta rete di distribuzione.

3. Tecnologia e innovazione

Motivo: L'introduzione di nuove tecnologie spesso richiede investimenti ingenti che solo le imprese più grandi possono sostenere. Le aziende più piccole, non potendo competere a questo livello, rischiano di essere eliminate o assorbite.

Condizione: Settori in rapida evoluzione tecnologica, come l'industria farmaceutica o IT, dove l'innovazione richiede grandi capitali e velocità di adozione.

4. Pressione sui prezzi e margini ridotti

Motivo: Se un settore è caratterizzato da una forte concorrenza sui prezzi, le aziende che possono operare con margini più bassi, grazie alla loro dimensione, tendono a prevalere. Le

aziende più piccole, incapaci di mantenere prezzi competitivi senza compromettere la redditività, sono spinte fuori dal mercato.

Condizione: Settori con prodotti o servizi altamente commoditizzati, dove il prezzo è il principale fattore competitivo e dove l'efficienza operativa è fondamentale.

5. Saturazione del mercato e consolidamento della domanda

Motivo: In mercati saturi, dove la domanda di nuovi prodotti o servizi cresce lentamente o diminuisce, solo le imprese più forti possono sopravvivere e consolidare la propria posizione, assorbendo quelle più deboli.

Condizione: Settori maturi o in declino, come l'industria dei media tradizionali o della vendita al dettaglio, dove la crescita si stabilizza e la competizione è più concentrata sui costi e sulla differenziazione.

6. Concentrazione della distribuzione

Motivo: Quando la distribuzione è controllata da pochi grandi attori (per esempio, grandi catene di supermercati o piattaforme online come Amazon), le imprese più piccole possono avere difficoltà a raggiungere i consumatori finali, a meno che non vengano assorbite da aziende più grandi.

Condizione: La centralizzazione dei canali di distribuzione, in particolare nel commercio al dettaglio o nei mercati digitali, dove poche piattaforme o catene controllano l'accesso ai consumatori.

7. Globalizzazione

Motivo: L'espansione della concorrenza globale può aumentare la pressione competitiva su imprese locali o regionali, spingendole a cercare fusioni per restare competitive o a uscire dal mercato. Le grandi imprese multinazionali con risorse globali tendono a prevalere.

Condizione: Settori fortemente esposti alla concorrenza internazionale, dove le imprese locali hanno difficoltà a competere con giganti globali per costi, efficienza e portata.

8. Consolidamento della domanda dei consumatori

Motivo: In alcuni settori, i consumatori tendono a preferire prodotti di marche affermate, affidabili o di aziende con grandi capacità di marketing e distribuzione. Questo può far sì che le aziende più piccole faticino a mantenere una quota di mercato rilevante.

Condizione: Settori dove la fedeltà alla marca e la percezione della qualità sono elementi chiave, come nei beni di consumo o nel lusso.

9. Regolamentazione e conformità

Motivo: Nuove normative o requisiti di conformità possono aumentare i costi operativi per tutte le imprese, ma le grandi aziende sono spesso meglio equipaggiate per affrontare queste spese, mentre le piccole imprese possono essere spinte a uscire dal mercato o a unirsi a concorrenti più grandi.

Condizione: Settori fortemente regolamentati come l'energia, la finanza o la sanità, dove i costi di conformità possono diventare insostenibili per aziende di piccole dimensioni.

In sintesi, un settore frammentato tende a concentrarsi quando le condizioni di mercato favoriscono l'aumento dimensionale e ciò avviene tipicamente in presenza di: economie di scala, innovazione tecnologica, pressione sui prezzi, saturazione del mercato, centralizzazione della distribuzione o regolamentazione stringente.

Se il settore è destinato alla concentrazione il valore dell'azienda è funzione del ruolo che la specifica azienda può rivestire nel processo di concentrazione: ha capacità per essere un'azienda piattaforma, ossia un'azienda in grado per capacità e risorse di aggregare altre imprese? o è una tipica azienda target (ossia un'azienda con competenze di nicchia valorizzabili su scala più ampia)? o una semplice azienda generalista (destinata ad essere marginalizzata)?

Quale è l'interazione strategica fra concorrenti?

Ci sono due principali tipologie di imprese in relazione alle conseguenze dei loro comportamenti competitivi in capo ai concorrenti:

Sostituti strategici: quando le azioni dell'azienda riducono l'incentivo per i concorrenti a intraprendere azioni simili. Ad esempio, se l'azienda abbassa i prezzi, le altre potrebbero decidere di non abbassarli per evitare una guerra dei prezzi.

Complementi strategici: quando le azioni dell'azienda aumentano l'incentivo per i concorrenti ad intraprendere azioni simili, annullando l'effetto positivo di quella azione. Ad esempio, se l'azienda aumenta la spesa in pubblicità, potrebbe incentivare i concorrenti a fare altrettanto per non perdere quote di mercato.

La identificazione del tipo di azienda può essere desunta dalla storia. Analizzando la correlazione storica delle variazioni della marginalità delle vendite dell'azienda da valutare alla variazione dei ricavi dei concorrenti è "sostituto strategico" quell'azienda che mostra una correlazione positiva e "complemento strategico" quell'azienda che mostra una correlazione negativa. Per l'azienda "complemento strategico" la futura capacità di reddito è funzione delle scelte dei concorrenti più che delle scelte della specifica azienda e viceversa. Conseguentemente anche i rischi ed i multipli delle tue tipologie di aziende sono molto diversi.

Quale è la distanza finanziaria dai concorrenti?

La reazione dei concorrenti è funzione anche della loro flessibilità finanziaria. Quanto più le aziende che si confrontano nella stessa arena competitiva hanno strutture finanziarie simili, opportunità di reperire risorse simili, ecc. tanto più l'azione competitiva è contenuta perché tutti sono consapevoli del rischio di innescare una successione di azioni e reazioni eguali e contrarie in grado di impoverire tutto il settore. Quando invece la struttura finanziaria, la liquidità a disposizione, l'accesso ai mercati è diverso, le imprese più agili finanziariamente sono in grado di adottare strategie *disruptive* in grado di innescare shock al settore (*jump events*) che si traducono, per i concorrenti, in razionamento di capitale, aumento del costo del debito, ecc. L'azione dell'azienda agile finisce per immobilizzare i concorrenti troppo rigidi finanziariamente.

La diversità della struttura finanziaria della azienda da valutare rispetto ai concorrenti (ciò che tecnicamente viene definito "distanza finanziaria") costituisce il terzo importante profilo di analisi fondamentale del settore.

Conclusioni

Una buona analisi fondamentale è in grado di individuare se il settore di appartenenza dell'impresa è soggetto a concentrazione e quale ruolo nel processo di aggregazione l'azienda può svolgere, quanto l'azienda deve temere le reazioni dei concorrenti alle proprie decisioni strategiche e di quali maggiori margini di manovra finanziaria dispongono eventualmente i concorrenti. La individuazione di questi profili permette di calibrare la valutazione evitando di incorrere in pericolose sopra o sottovalutazioni.

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».