

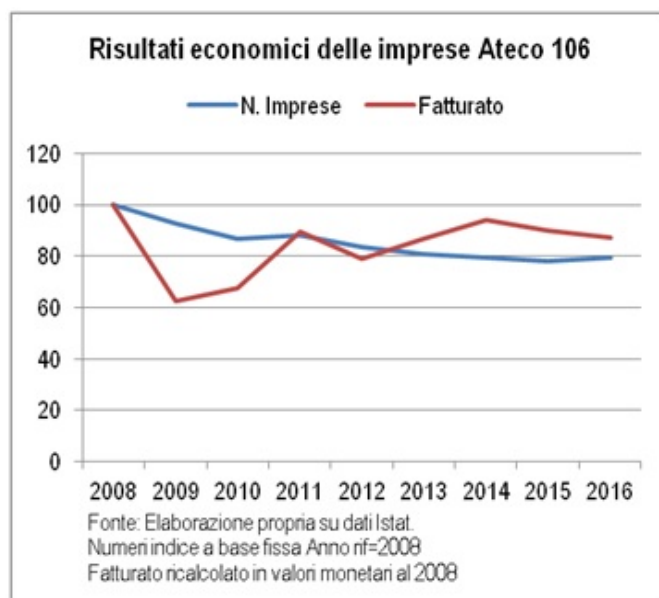
Analisi settoriale e profilo strategico

ANALISI DELL'AMBIENTE

Nel 2017 si è consolidato il recupero dell'economia italiana, in atto ormai quasi senza interruzioni dal secondo trimestre del 2013. Il credito al settore privato non finanziario è aumentato, in misura ancora modesta per le imprese. Gli investimenti hanno accelerato, in particolare quelli in impianti, macchinari e mezzi di trasporto. Vi hanno contribuito gli incentivi fiscali, le favorevoli condizioni monetarie e finanziarie, la riduzione dell'incertezza e l'aumento della fiducia delle imprese sulle prospettive della domanda. Nel 2017 gli utili delle imprese hanno continuato a crescere. Si è intensificato il ricorso al mercato dei capitali, anche da parte delle imprese di media dimensione. L'occupazione ha continuato a espandersi in tutti i principali settori economici. Restano però ampi margini di forza lavoro inutilizzata. I prezzi al consumo in Italia nel 2017 sono tornati a crescere. Nel 2017 l'espansione dell'economia mondiale è stata sostenuta (3,8 per cento) e superiore alle attese.

L'azienda dal 1988 opera a Mortara nel settore codice ATECO 106 (Lavorazione delle granaglie, produzioni di amidi e di prodotti amidacei). Ai fini dell'analisi del settore in generale (ciclicità, concentrazione, ciclo di vita, catena del valore) sono stati utilizzati i dati relativi all'intero insieme di imprese operanti nella classificazione. Questo metodo permette di contestualizzare l'impresa nelle più ampie dinamiche del contesto produttivo in cui opera. Successivamente ai fini del confronto degli indicatori di performance dell'impresa sono invece stati utilizzati risultati di un campione selezionato di imprese dove, oltre alla classificazione merceologica, è stato aggiunto il criterio di classe di fatturato 10-30 mln di euro. Quest'ultima scelta è conseguenza del fatto che talvolta la variabilità all'interno di un settore può essere molto ampia e la dimensione aziendale è una caratteristica che ne influenza i risultati. Il restringimento del campione dovrebbe quindi permettere di migliorare la comparabilità dei dati.

Ciclo di vita del settore, concentrazione e ciclicità

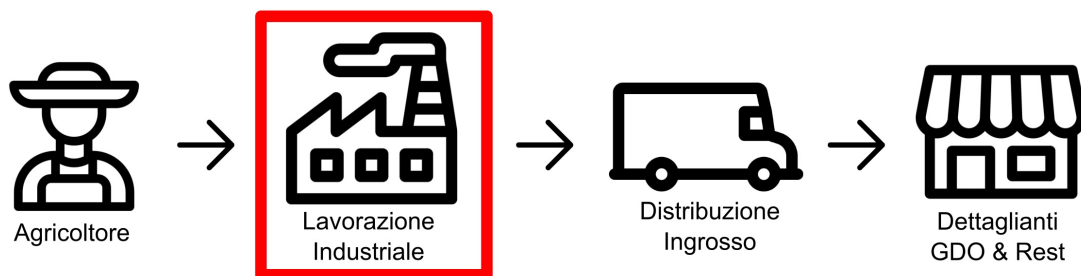


Lo stadio del ciclo di vita del settore Codice Ateco 106 è analizzato secondo il numero di imprese e il fatturato. Il numero delle imprese nel periodo esaminato è in diminuzione seppur con un trend in affievolimento negli ultimi anni. Il fatturato dopo un drastico calo nel 2009 è quasi tornato ai livelli precedenti. Dal 2013 è quindi cresciuto il fatturato medio per impresa. Queste condizioni suggeriscono che il settore si trovi in uno stato di maturità avanzata.

Per quanto riguarda la concentrazione del settore il 90% del mercato è coperto da circa 130 imprese. Le prime 5 aziende fatturano il 30% del complessivo e le prime 20 ne coprono il 50%. Ciò significa che sono presenti dei big e il mercato può definirsi concorrenziale. Negli ultimi anni non si rilevano particolari cambiamenti negli equilibri di concentrazione. Il numero non elevato di imprese (poco più di un centinaio) che copre la stragrande maggioranza del mercato rispecchia il grado di maturità avanzata in cui si trova il settore.

Il settore è collegato all'andamento della filiera agroalimentare. In momenti espansivi dell'economia tende a crescere con l'aumento del reddito disponibile dei consumatori che sceglieranno prodotti di maggiore qualità e più costosi. In momenti depressivi il fatturato tende in parte a calare per effetto della maggiore scelta verso prodotti a minor prezzo ma meno degli altri settori in quanto il fabbisogno alimentare dovrà comunque essere soddisfatto dagli individui. Il settore presenta quindi una debole correlazione con l'andamento economico e può essere definito tendenzialmente aciclico. Il settore mostra una maggiore correlazione con l'andamento demografico della popolazione.

Catena del valore di settore



Il settore della lavorazione delle granaglie si inserisce tra l'agricoltore e la distribuzione all'ingrosso. Le imprese del settore acquistano a monte dai produttori agricoli e vendono a valle ai distributori all'ingrosso. Negli ultimi anni con la crescente rilevanza della GDO è talvolta eliminato l'anello del grossista. Questa tendenza rispecchia la volontà di riduzione della lunghezza della filiera agroalimentare. Può accadere inoltre che all'interno della lavorazione industriale siano presenti più lavorazioni ad esempio la molitura del grano produce farina che potrebbe essere utilizzata per la produzione industriale di pasta o prodotti da forno. In questo caso il cliente diretto delle imprese del settore sono altre imprese industriali.

Analisi delle forze competitive

Clienti

I clienti del settore sono le industrie alimentari che producono prodotti da forno, i distributori all'ingrosso e al dettaglio di prodotti alimentari. Le imprese operanti nell'industria del forno e farinacei risultano numerose (il 90% della produzione è coperta da circa 600 imprese) avente dimensione media di circa un 1/3 rispetto a quella delle imprese del settore. Altresì sono numerosi i distributori all'ingrosso di prodotti alimentari (il 90% della produzione è coperta da circa 600 imprese) con dimensioni medie di circa 2/3 di quelle del settore. Più concentrati i distributori al dettaglio (il 90% della produzione è coperta da circa 300 imprese) con dimensioni medie di oltre 3 volte rispetto a quelle del settore.

Fornitori

I Fornitori sono imprese agricole che forniscono la materia prima da lavorare. Le imprese agricole risultano molto numerose, esistono oltre 30.000 aziende con più di 50 ettari coltivati a seminativi (dati Istat Censimento Agricoltura 2010). E' da segnalare che le materie prime agricole subiscono nel tempo grandi variazioni di prezzo. Data la rigidità dell'offerta, per motivi tecnici della produzione legati ai fattori naturali, piccole variazioni nella domanda provocano variazioni anche consistenti nel prezzo.

Concorrenti Diretti

Il grado di concorrenza nel settore risulta moderatamente elevato visto la numerosità delle imprese del settore, della non eccessiva concentrazione e degli andamenti altalenanti del fatturato degli ultimi anni. Infatti, nonostante il settore appartenga a quelli dell'industria tradizionale in cui il valore degli intangibile è limitato molte imprese hanno cercato di sviluppare un marchio proprio e scommettere su linee biologiche o a filiera certificata con l'effetto che adesso queste caratteristiche cominciano a diventare un requisito anche solo per esistere.

Prodotti sostitutivi

I prodotti sostitutivi esistono all'interno dello stesso settore. Il riso è un prodotto sostitutivo della pasta. All'esterno del settore esistono altri beni destinati a soddisfare il bisogno alimentare ma i prodotti delle graminacee sono alla base della dieta mediterranea. Anche gli stili alimentari moderni o quelli importati dai fenomeni migratori utilizzano i prodotti ottenuti dalle graminacee. La pressione competitiva esercitata dai prodotti sostitutivi è quindi tra beni prodotti all'interno del settore.

Potenziali nuovi entranti

L'accresciuto grado di concorrenza degli ultimi anni ha innescato la reazione di molte imprese che per resistere hanno scommesso su valori di beni immateriali distintivi quali marchi e riconoscimenti di qualità. Allo stato attuale questi costituiscono quindi barriere all'ingresso. Trattandosi inoltre di prodotti alimentari esistono barriere legali all'entrata essenzialmente per motivi sanitari. Esistono dei rischi di integrazione a monte da parte della grande distribuzione organizzata nel tentativo di accorciare la filiera.

L'incertezza sui volumi di crescita del fatturato, la maturità avanzata e la moderata pressione competitiva rendono il settore non attrattivo.

Qualità dei dati contabili

I bilanci su cui si basa l'analisi sono riferiti agli anni 2016 e 2017 e sono redatti secondo i principi contabili italiani OIC. L'ambiente contabile italiano può essere considerato di buona qualità e ha generalmente un approccio prudentiale sulla determinazione del risultato di esercizio.

Su espressa indicazione degli amministratori in nota integrativa non risultano applicate deroghe rispetto a quanto previsto dai principi di riferimento.

I bilanci sono stati sottoposti a revisione legale dei conti e per entrambe le annualità da una società di revisione indipendente che ha rilasciato un giudizio senza modifiche. Ciò permette di aumentare l'attendibilità dei dati contenuti nei bilanci.

Si segnalano alcune evidenze dei criteri di valutazione che sono rilevanti ai fini di un giudizio sulla qualità dei dati contabili:

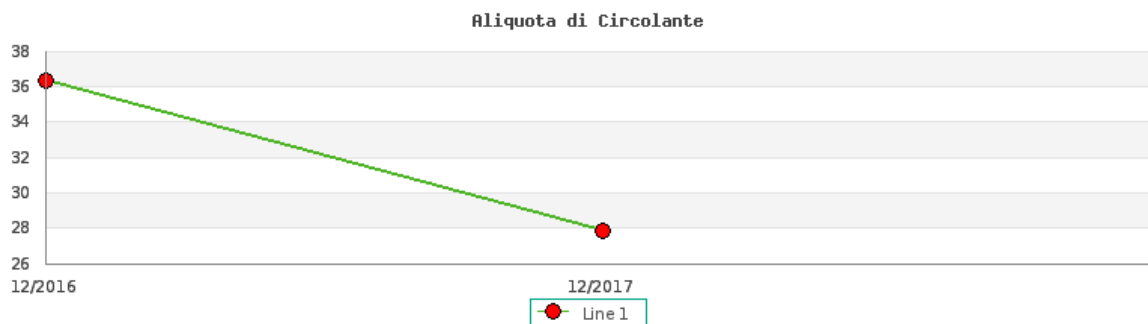
- - Le rimanenze di beni sono valutate al minore tra il costo di acquisto e/o di produzione e il valore di realizzo desumibile dall'andamento del mercato.

- - I beni immateriali tuttora esistenti in patrimonio non è stata mai eseguita alcuna rivalutazione monetaria.

- - I criteri di ammortamento delle immobilizzazioni materiali non sono variati

I tassi medi di ammortamento delle immobilizzazioni materiali calcolati su dati riclassificati risultano intorno al 18% e possono essere considerati moderatamente elevati. L'incidenza delle immobilizzazioni immateriali che possono nascondere capitalizzazioni aggressive è minima sia rispetto al capitale netto che rispetto ai ricavi sulle vendite e pertanto non costituisce preoccupazione.

Nel corso degli esercizi non si evidenziano preoccupanti incrementi di scorte o di crediti in rapporto al fatturato tali da lasciare presumere eventuali politiche contabili aggressive. Si riporta di seguito l'andamento dell'aliquota di circolante che riassume in un solo indicatore gli andamenti dei crediti, scorte e debiti verso fornitori in relazione al fatturato. L'aliquota risulta in diminuzione ed ai fini della qualità indica che non dovrebbero essere presenti sopravvalutazioni di scorte o crediti tali da gonfiare il risultato di esercizio.

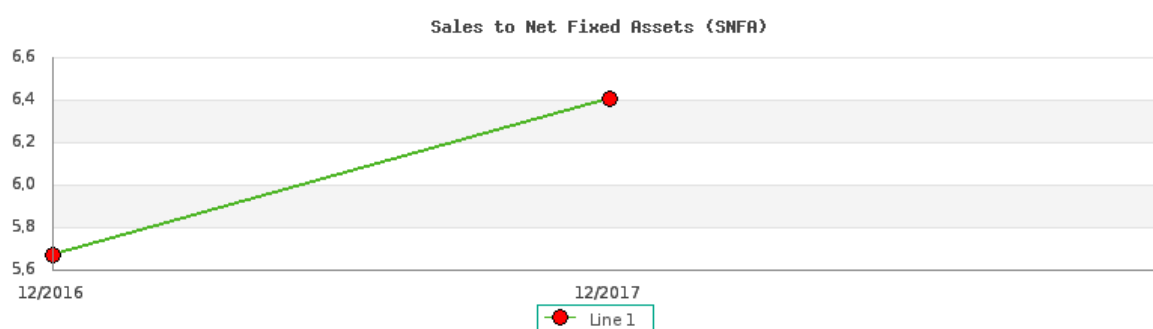


In relazione a quanto sopra espresso i dati contabili espressi nei bilanci suggeriscono che siano di buona qualità e che siano state attuate politiche contabili tendenzialmente conservative.

Crescita

Negli anni considerati il fatturato dell'impresa è rimasto stabile ed ha anzi subito una leggera flessione negativa. Ciò risulta in linea con i dati medi del campione. L'impresa sta pertanto difendendo la propria quota di mercato.

Il tasso di sostituzione degli investimenti materiali è pesantemente sotto l'unità (intorno allo 0,4) e ciò sembra suggerire che l'impresa non sia investendo adeguatamente per mantenere ammodernata la propria struttura produttiva. Si segnala che l'impresa presenta una vita utile media attesa degli investimenti materiali pari quasi alla metà rispetto a quella media del settore. Seppur si volesse accettare che gli ammortamenti sono leggermente sovrastimati gli investimenti in struttura non sembrano risulta lo stesso sufficienti. Ciò è oltretutto confermato dal fatto che il SNFA già segnala una capacità produttiva ampiamente sfruttata (oltre la media del settore).



L'aliquota di circolante, già riportata nel paragrafo precedente mostra un impegno finanziario per euro di fatturato che nel corso del 2017 si è quasi riallineato rispetto ai competitor. Il fabbisogno finanziario legato alla crescita risulterebbe pertanto in linea con quello dei competitor. In particolare l'aliquota diminuisce in quanto l'impresa ha migliorato i tempi di riscossione dei crediti da 65 giorni a circa i 51 giorni.

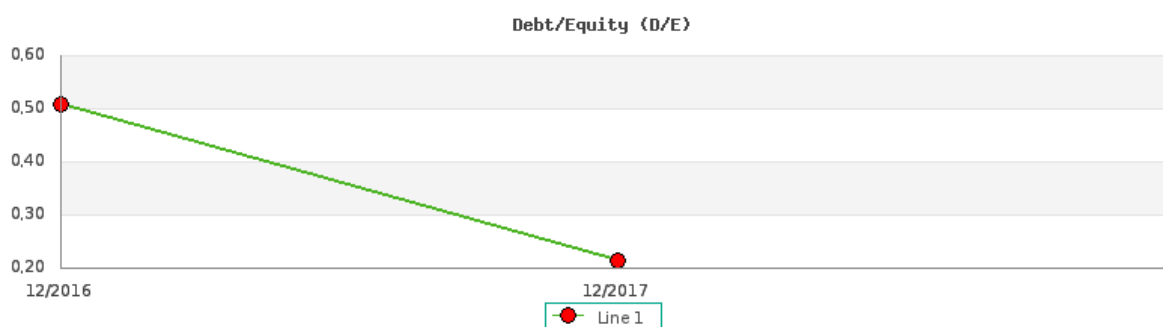
Si segnala inoltre che nel corso degli esercizi la società non ha sostenuto spese per ricerca e sviluppo.

Per quanto riguarda la crescita dimensionale l'impresa sembra mantenere la propria quota di mercato senza segnalare volontà (o possibilità) di espansione dimensionale.

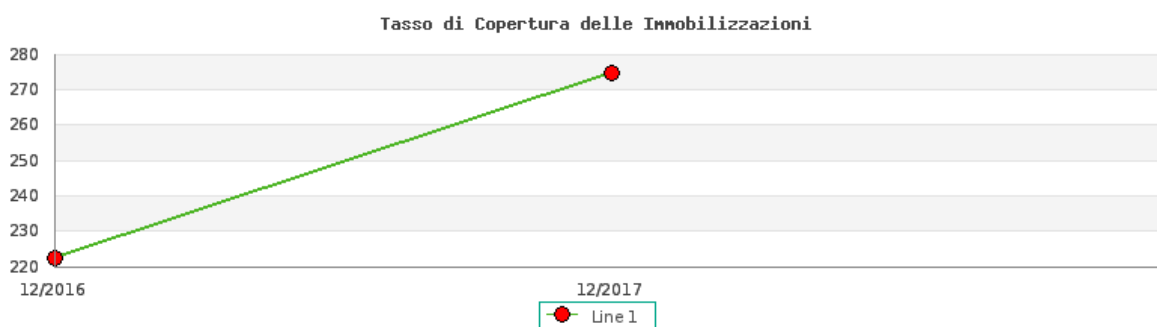
Struttura patrimoniale e finanziaria

La struttura patrimoniale dell'impresa risulta tendenzialmente elastica con un circolante che copre il 65% del CIN. Da rilevare positivamente che il capitale è inoltre molto concentrato sulla gestione operativa.

Il rapporto D/E racconta un'impresa ben patrimonializzata. Inoltre, si ricorda che l'incidenza dei beni immateriali sul capitale netto è minima e non sono presenti partecipazioni strategiche. Quindi il capitale netto risulta di ottima qualità.



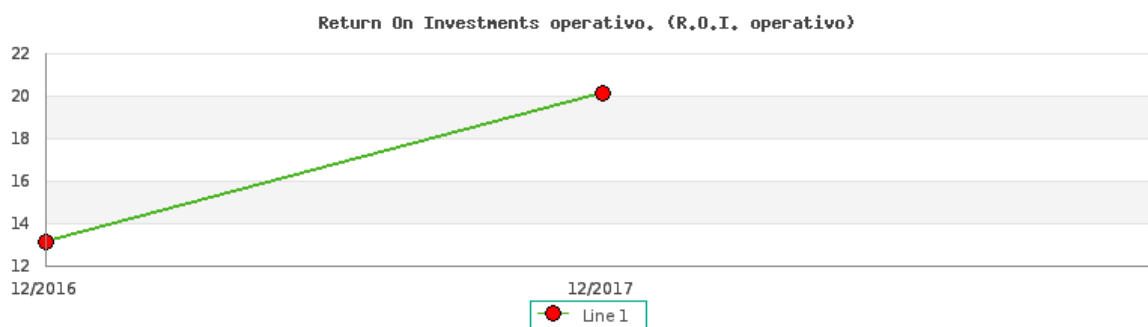
A conferma di un'ottima patrimonializzazione si rileva che il patrimonio netto copre di quasi 3 volte il capitale strutturale. Ciò significa anche una corretta correlazione tra fonti e impieghi. Infatti il patrimonio netto oltre che coprire la struttura riesce anche a finanziare parte del CCNC. Peraltro con i cash ed equivalente l'impresa al 31 Dicembre 2017 sarebbe già in grado di rimborsare immediatamente tutti i debiti ed avere lo stesso un avanzo.



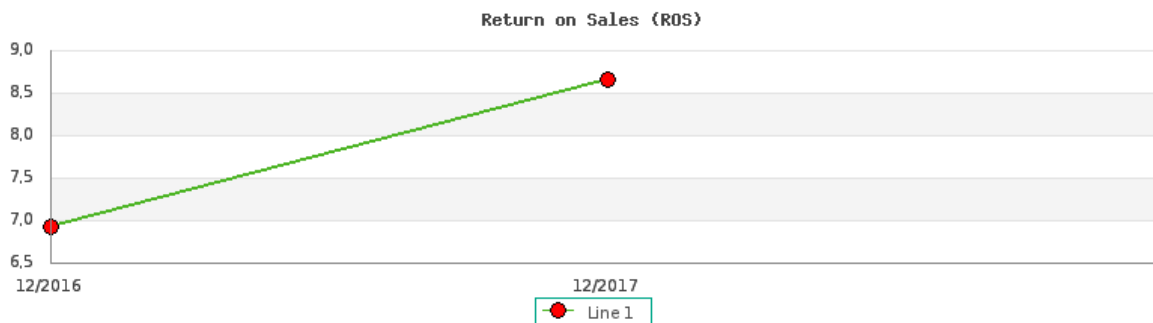
L'impresa risulta patrimonialmente solida e con una buona correlazione tra fonti e impieghi. Si potrebbe osservare che, almeno patrimonialmente, ci sono margini per un potenziale sfruttamento maggiore della leva finanziaria ma in assenza di crescita ciò potrebbe essere positivo. Infatti, una buona patrimonializzazione permette agli amministratori di ottenere capitale di debito per finanziare investimenti nel momento in cui se ne presenterà l'occasione.

Redditività

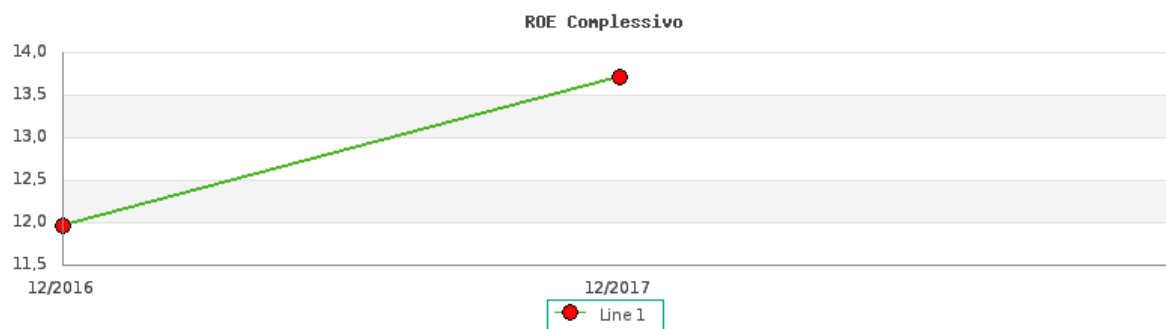
La redditività operativa dell'impresa si mostra altamente soddisfacente tanto da avere risultati quasi tripli rispetto a quelli del settore che nel 2017 si stimano intorno al 6,20% contro il 20% dell'impresa analizzata. Ciò è positivo in quanto in assenza di crescita l'impresa è riuscita ad aumentare la propria redditività.



Il ROI è incrementato un po' per effetto di un maggior sfruttamento del capitale investito ottenuto attraverso una riduzione dell'aliquota di circolante e un po' grazie ad un aumento della marginalità sulle vendite. Il risultato decisamente buono si deve a una campagna piuttosto facile dal punto di vista della materia prima unita a un contenimento dei costi e a rese industriali buone.



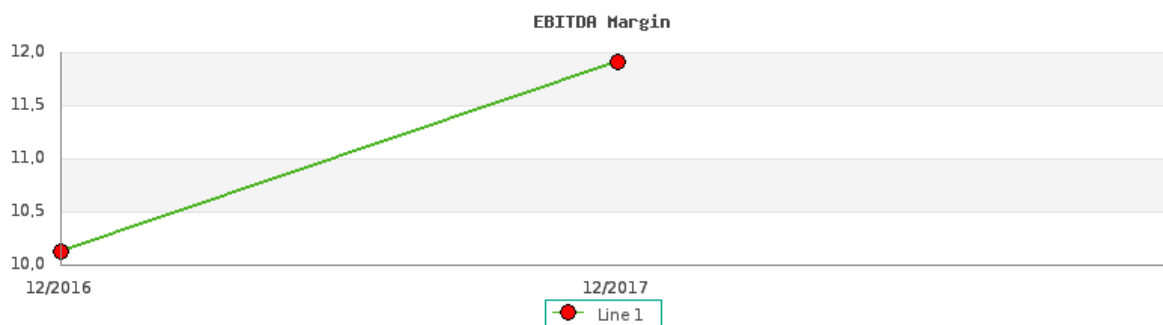
La remunerazione del capitale di debito risulta inoltre minima (intorno al 2%) che quindi permette di incrementare leggermente il ROE. Tuttavia l'impresa non fa molto ricorso al capitale di debito e quindi non è la leva finanziaria a determinare questo ottimo risultato che dipende invece dall'ottima gestione operativa. Con un Tax Rate in miglioramento e intorno al 70% in media con quello di settore l'impresa ottiene quindi un ROE soddisfacente.



L'impresa presenta buoni livelli di remunerazione sia dei capitali investiti che del capitale netto e sono determinati soprattutto da un'ottima gestione operativa.

Condizioni di liquidità

L'impresa conferma in prima istanza gli ottimi risultati operativi con un EBITDA Margin in miglioramento e doppio a quello medio stimato del settore. Questo risultato è oltretutto avvalorato dal fatto che circa l'80% dell'EBITDA si è poi confermato in liquidità effettiva.



Con la liquidità ottenuta dalle vendite l'impresa ha coperto gli investimenti in struttura (che forse potevano essere di più), ha rimborsato i debiti ed ha anche staccato 450.000€ di dividendi (il 4% del capitale netto) riuscendo poi ad incrementare anche i cash ed equivalent. Parte di quest'ottimo risultato è comunque da attribuire alla riduzione del circolante che ha così raddoppiato i flussi delle vendite. In ogni caso l'impresa con un EBIT di circa 2mln avrebbe più che coperto gli oneri finanziari e anche la quota di rimborso a m/l termine. I flussi risultano ampiamenti sostenibili.

Anche in considerazione del fatto che a fine anno l'impresa ha abbastanza denaro in cassa da poter rimborsare subito tutti i suoi debiti, l'impresa risulta essere pertanto abbondantemente liquida.

Conclusioni

L'impresa risulta essere in buono stato di salute. La crescita non ha risultati brillanti in quanto l'azienda difende riesce solamente a difendere la propria quota di mercato. Patrimonialmente l'impresa è solida e abbondantemente liquida e nel corso degli anni esaminati è riuscita a incrementare notevolmente la propria redditività. Il risultato di redditività è da considerarsi decisamente positivo perchè deriva da miglioramenti dai margini operativi sulle vendite e soprattutto da una riduzione dell'incidenza del costo delle materie prime.

L'impresa risulta un investimento a basso rischio soprattutto per i prestatori di capitale di debito data l'importante patrimonializzazione e ottimi flussi di cassa. Grazie ai brillanti risultati reddituali e il mantenimento della propria posizione di mercato risulta anche un buon investimento per i prestatori di capitale di rischio. Di particolare importanza è che l'impresa nel 2017 ha distribuito dividendi per circa il 4% del proprio capitale netto riuscendo a generare liquidità per i propri investitori senza compromettere il buon funzionamento del ciclo produttivo.