



## Analisi settoriale e profilo strategico

L'azienda appartiene alla classe merceologica 106 "Lavorazione delle granaglie, produzione di amidi e di prodotti amidacei". Le produzioni di quest'industria sono principalmente destinate all'utilizzo alimentare, sia in qualità di prodotti finiti sia per la lavorazione industriale. Se ne registra, negli ultimi anni, un impiego crescente in altri settori, su tutti la farmaceutica, come eccipienti nella produzione di farmaci, e la cosmetica, come composti per la detergenza personale. Si tratta di mercati ancora periferici, ma con marginalità più alte rispetto ai segmenti tradizionali.

Il fatturato delle imprese di settore, sia in Italia che in Europa, ha avuto un'espansione tra il 2012 e il 2015, per poi ridimensionarsi nel biennio successivo. In particolare, nel 2017 il fatturato delle imprese italiane è stato di 6,5 miliardi (-0,81% rispetto al 2016), mentre quello delle "sorelle" europee di 32 miliardi (-6% rispetto al 2016). La borsa merci telematica italiana (BMTI) rileva ancora un segno meno per i prezzi del frumento duro nazionale, i cui valori all'ingrosso hanno registrato ad aprile un calo del 3,3% rispetto a marzo" (fonte ANACER). Una campagna, quella del 2017, che se si esclude il rialzo osservato a inizio autunno, è stata caratterizzata dalla debolezza dei prezzi, anche alla luce dell'ampia disponibilità di prodotto nel mercato, evidenziando che non a caso, rispetto allo scorso anno i prezzi attuali sono inferiori di quasi venti punti percentuali, -18,1% rispetto ad aprile 2016. Circa il peer group, ovvero le imprese tra 10 e 30 milioni di ricavi, c'è un fenomeno in controtendenza rispetto al settore nel suo complesso: il fatturato, sia di quelle operanti in Italia che quelle in Europa, è aumentato di +0,65% rispetto al 2016 e questo dimostra come le PMI stiano vivendo una fase di espansione.

La NATURIS opera nel settore della lavorazione ed essiccazione di cereali e legumi a rapida cottura ed in particolare del riso, controllata direttamente dalla società PIFIN SPA. Il focus principale della società risulta essere l'innovazione di processo, come testimoniato dalle importanti spese in ricerca e sviluppo, la realizzazione di un impianto totalmente innovativo per la linea snack e la ricerca di una sempre più elevata qualità del prodotto finito, come testimoniato dall'avvio del processo per la valorizzazione dei sotto-prodotti. L'azienda ha uno spirito internazionale, come testimoniato dalle vendite, che per il 55% avvengono in aree extra-UE, per il 20% nell'area-UE e per il 25% nel mercato nazionale.



## Qualità dei dati contabili

La società opera nell'ambiente contabile italiano e redige il bilancio conformemente alle disposizioni del Codice Civile e in ottemperanza ai principi contabili nazionali OIC.

Alla luce del business dell'impresa e del settore in cui opera, le poste di bilancio su cui porre maggior attenzione al fine di verificare la qualità dei dati contabili, risultano essere le immobilizzazioni materiali, i crediti verso clienti e le rimanenze, che sono state così contabilizzate:

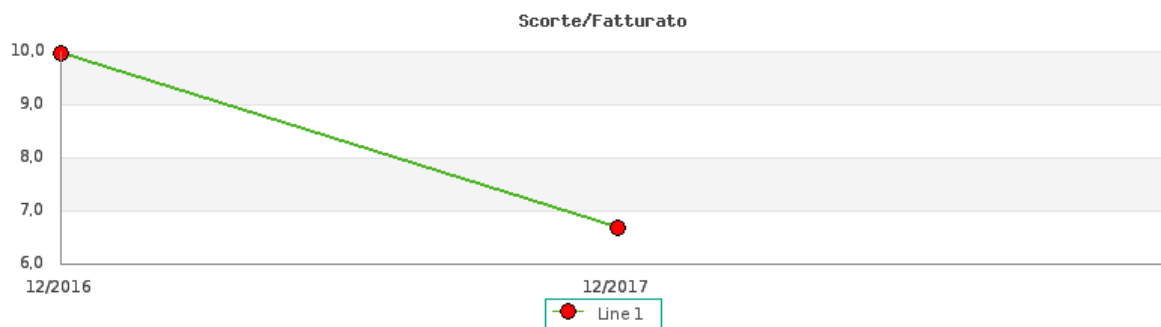
- Immobilizzazioni materiali: Sono iscritte al costo di acquisto o di produzione, tenendo conto degli oneri accessori, e rettificata dai corrispondenti fondi di ammortamento;
- Crediti: sono rilevati in bilancio secondo il presumibile valore di realizzo;
- Rimanenze: sono iscritti al minore tra il costo di acquisto e/o di produzione e il valore di realizzo desumibile dall'andamento del mercato, applicando il costo medio ponderato.

Inoltre la società ha sostenuto spese di sviluppo per i relativi progetti pari a 305.094. Data la loro mancanza tra le immobilizzazioni immateriali, la scelta è stata quella di imputarle totalmente a conto economico.

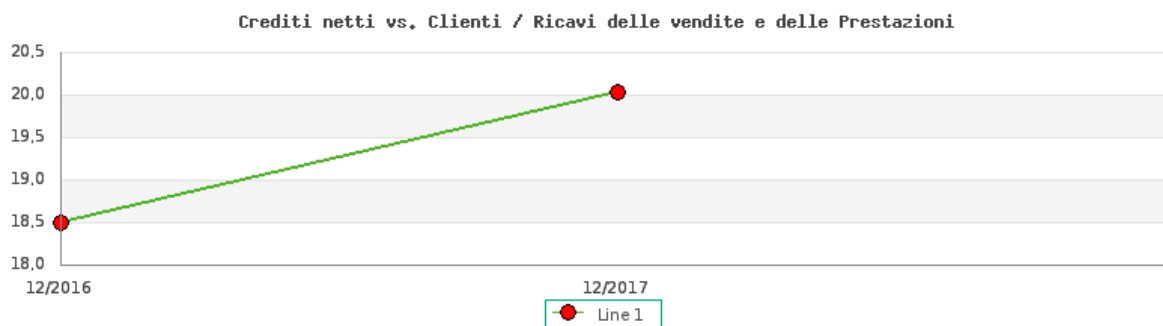
Si evince come l'azienda sia improntata a politiche contabili di stampo conservativo.

Analizziamo ora eventuali manipolazioni contabili che potrebbero essere state messe in atto dal management attraverso l'ausilio di opportuni red flags sulle rimanenze e sui crediti.

Come si può notare dall'andamento decrescente dell'indicatore, non si ravvisano potenziali manipolazioni sulle poste delle rimanenze.



Andamento opposto hanno invece i crediti rispetto al fatturato, il quale aumentano nell'esercizio in esame. Tale crescita potrebbe segnalare una potenziale manovra sulla posta dei crediti, dovuta a fenomeni di channel stuffing, omesse svalutazioni o emissioni di fatture false. Tuttavia, si ritiene tale scostamento essere limitato a pochi punti percentuali, così da poter essere causato da una maggior dilazione offerta ai clienti per non perdere quote di fatturato.



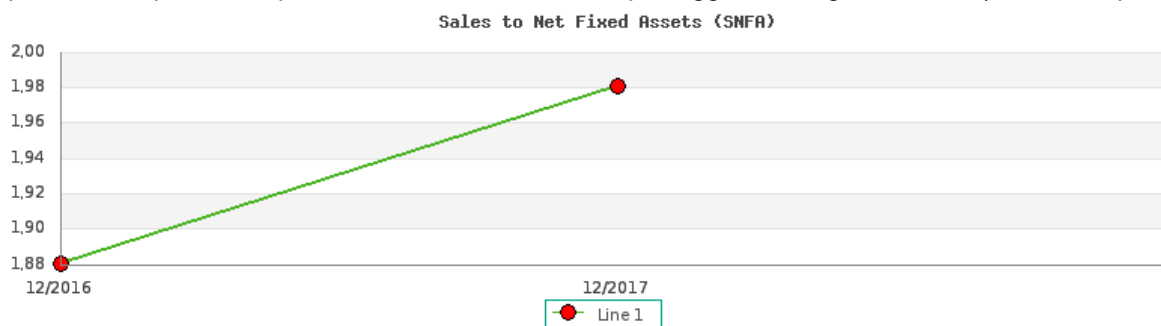
Possiamo concludere ritenendo buona la qualità dei dati contabili dell'azienda, cosicché il giudizio fornito dall'analisi di bilancio risulti essere più avvalorato.



## Crescita

Il fatturato dell'azienda risulta maggiore del 2,7% rispetto a quello dell'anno precedente, attestandosi su un valore vicino ai 15 milioni di euro. Tale performance, sebbene non eccezionale, è accresciuta dalla sostanziale stabilità che hanno vissuto i competitors, il cui fatturato è rimasto sostanzialmente stabile, crescendo dello 0,65% rispetto al 2016. Questa prestazione può essere spiegata dall'intensificazione, a livello commerciale, della presenza sul mercato internazionale, in quanto la società ha costruito una rete di vendita attraverso gli accordi con alcuni distributori sul territorio, nonché strategie atte a rinforzare la presenza sul mercato nazionale. A migliorare il giudizio sulla crescita dell'azienda, è la crescita del valore aggiunto, che aumenta di circa 4 punti percentuali rispetto all'anno precedente, favorita dal calo generalizzato del costo delle materie prime per il settore, che ha determinato un minor costo nel loro approvvigionamento.

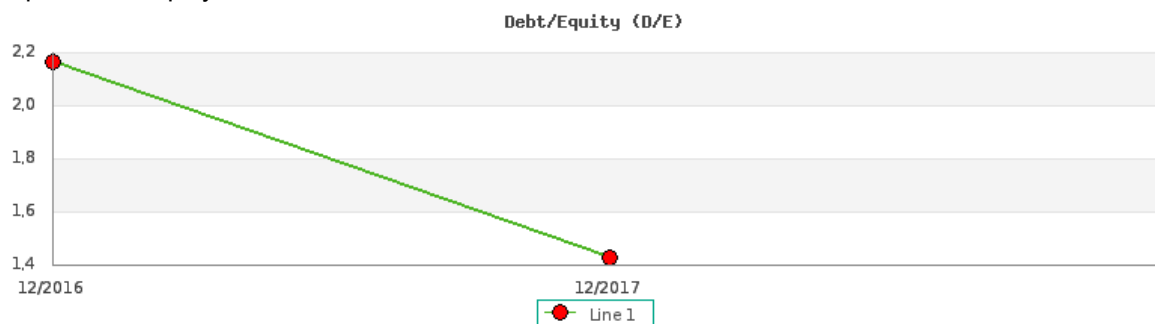
Guardando alla componente strutturale, si evince come non siano state messe in atto dal management politiche di sviluppo degli investimenti, come testimoniato dal relativo tasso di sostituzione che si attesta su valori poco superiori a 0,85. Si denota così una leggera crescita dell'indice SNFA, che mostra comunque uno sfruttamento della struttura minore rispetto ai competitors, i quali hanno in media strutture più leggere e meglio sfruttate (SNFA competitors = 4,35).





## Struttura patrimoniale e finanziaria

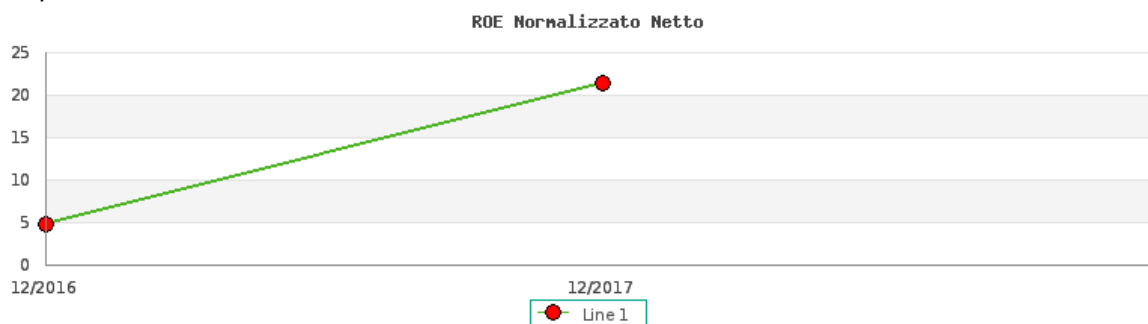
Il CIN dell'azienda è quasi interamente composto da COIN e una residua parte di componenti finanziarie. Il COIN, a sua volta, vede la preponderanza di capitale strutturale investito netto, che cresce di alcuni punti percentuali nel 2017 e, per la restante parte da CCNc. Si evince quindi una certa rigidità della struttura, che potrà più difficilmente essere adattata a improvvisi mutamenti nelle condizioni del mercato. E' quindi il capitale strutturale investito netto a richiedere il maggior fabbisogno finanziario, il quale trova copertura in un buon mix di debiti a m/l termine e capitale netto. Il CCNc, invece, è coperto per una piccola parte dalla PFNbt e maggiormente dall'autofinanziamento di utili netti, che vanno giustamente a ricoprire le esigenze del ciclo operativo. Emerge una struttura solida e ben patrimonializzata, la quale, attraverso la diminuzione dell'esposizione debitoria nei confronti degli istituti di debito e una maggior capitalizzazione, è riuscita a ridurre il proprio Debt/Equity sotto il livello "limite" di 2.



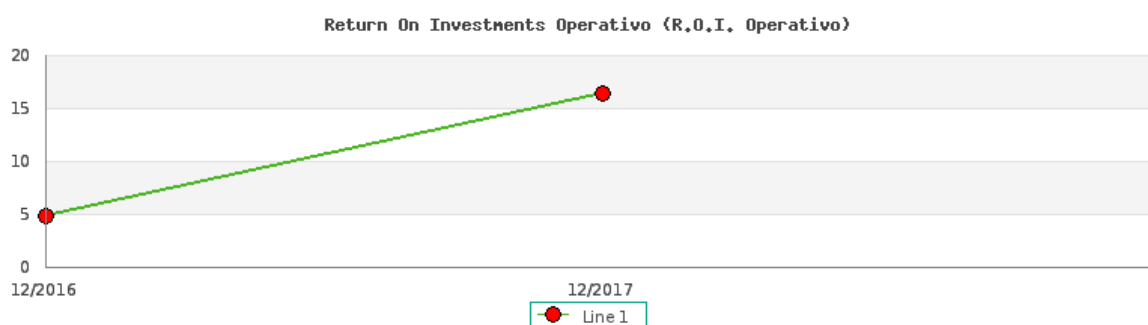


## Redditività

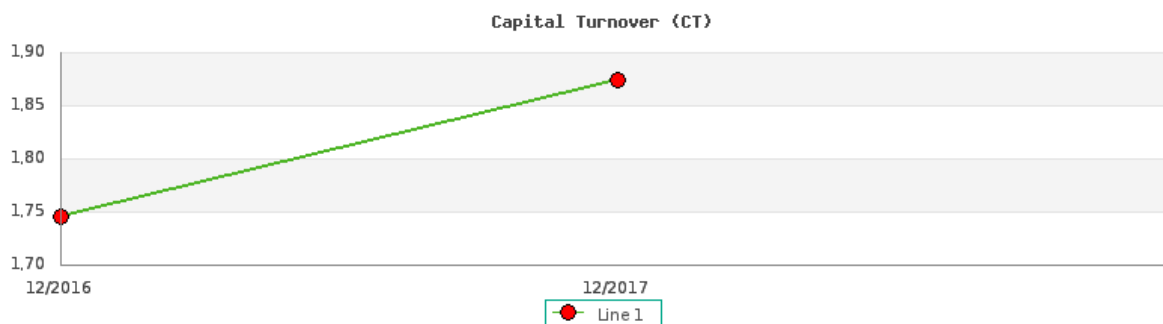
L'azienda ha passato un'incredibile crescita nella propria redditività, come testimoniato da un ROE che cresce oltre il 400% rispetto al 2016, doppiando quasi il valore medio del ROE di settore, che si attesta all'11,27%. Per meglio comprendere l'andamento della redditività, si valuta il ROE nell'ottica Modigliani-Miller, scomponendolo nelle sue principali componenti.



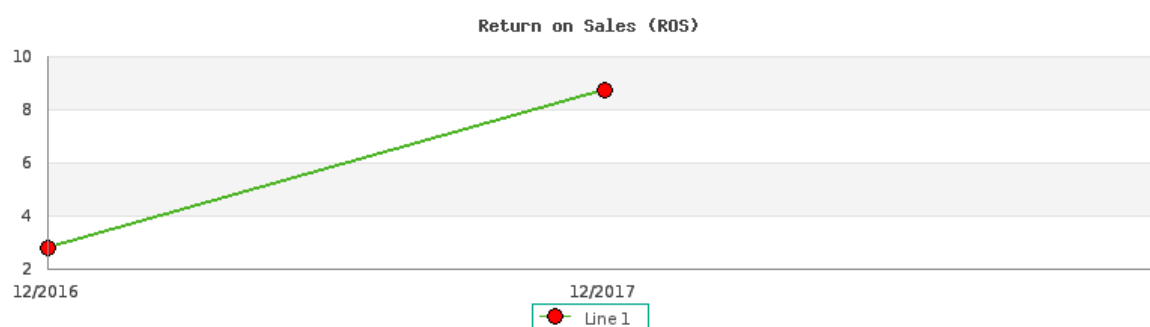
Come detto nel precedente paragrafo, il CIN corrisponde quasi totalmente al COIN, per cui anche il ROI globale sarà praticamente identico al ROI operativo, segnale che la redditività dell'azienda dipende unicamente dal proprio core business. Il ROI operativo, come si può notare dal grafico sottostante, raggiunge valori più che triplicati rispetto al precedente anno, attestandosi su una soglia superiore al 15%. Il contributo positivo a questa crescita è da ascrivere alla buona performance sia del CT che del ROS.



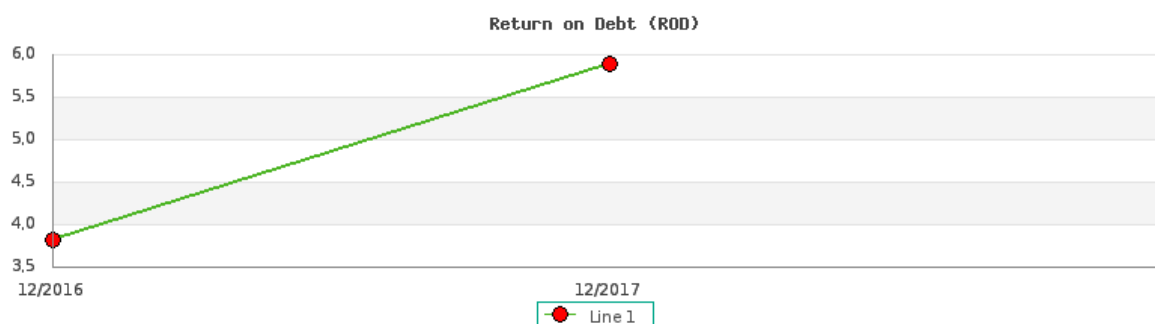
La produttività del capitale cresce rispetto all'anno precedente, grazie a una maggior salvaguardia, nella realizzazione delle vendite, delle politiche commerciali. Confrontando il dato con i competitors, che si attestano su un CT medio di 1,57, si può apprezzare la buona gestione del management delle leve del ciclo operativo.



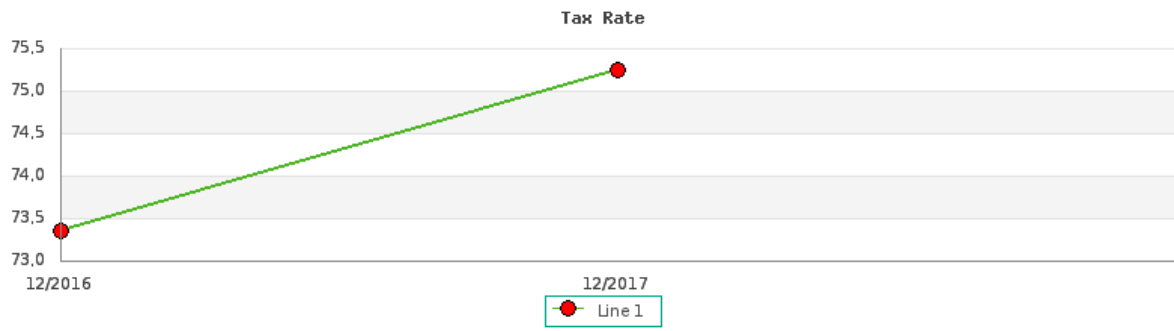
Guardando la redditività delle vendite, si nota come il suo valore subisca un notevole incremento nel corso dell'ultimo anno, riuscendo a superare quanto fatto dai concorrenti, i quali mostrano un ROS medio del 4,03%. Questo risultato era in parte prevedibile dall'aumento subito dal valore aggiunto, a cui si aggiunge una miglior gestione del costo del personale, in notevole discesa, come testimoniato da un CLUP che scende di oltre 20 punti percentuali, raggiungendo una quota vicino al 50%.



A frenare la crescita del ROE è l'aumento del ROD, il quale fa diminuire lo spread ROI-ROID. Comunque, dato l'importante aumento visto del ROI, lo spread del 2017 risulta essere ben superiore a quello del precedente anno e, nonostante un calo del D(E in questo esercizio, si rende evidente come l'azienda abbia ancora leva finanziaria e sia riuscita pure a ridurre il proprio rischio finanziario, grazie al contemporaneo aumento del ROI e alla diminuzione del D/E.



Infine, una minor imposizione fiscale, come testimoniato dall'aumento del tax rate, contribuisce a far correre in alto il ROE.

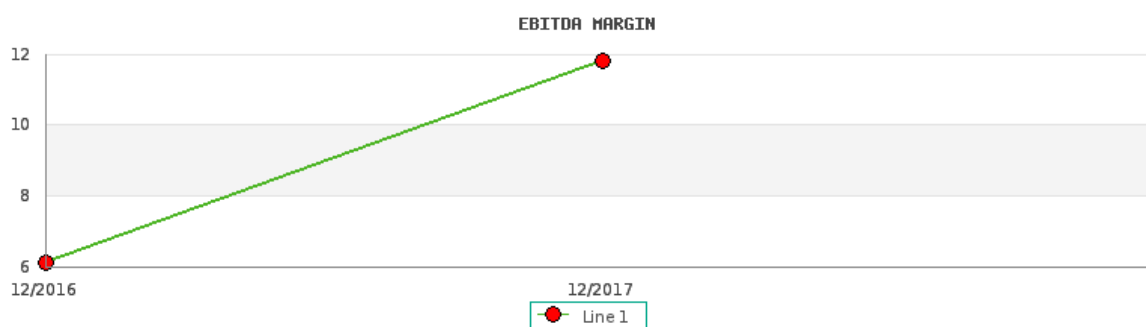






## Condizioni di liquidità

La capacità dell'azienda di estrarre flussi di cassa dalle vendite è praticamente raddoppiata nel corso del 2017, passando da un valore simile a quello dei competitors (6%) a un valore del 12%. Ciò testimonia che, nonostante le vendite siano state pcoo superiori a quelle dell'esercizio precedente, il management abbia saputo manovrare le leve per estrarre una maggior liquidità da queste. Considerando poi il netto calo dell'incidenza degli ammortamenti sull'EBITDA, si evince anche un miglioramento della qualità di quest'ultimo.



Focalizzando l'analisi della liquidità sul rendiconto finanziario, si nota come l'azienda rispetti le condizioni minime di solvibilità richieste dagli istituti bancari: il suo autofinanziamento operativo netto, infatti, riesce a coprire sia l'importo del Capex che quello degli oneri finanziari netti. Concentrandoci sui vari movimenti del rendiconto, si nota che l'ammontare dell'autofinanziamento operativo netto viene accresciuto dal rilascio di liquidità operato dalla riduzione del circolante. A questo punto, una volta sostenute le esigenze del Capex, il FCFO riesce a servire completamente il debito, cosicché, con il contributo di un aumento di capitale, vi sia un incremento delle disponibilità liquide alla fine dell'esercizio, senza la necessità di aver contratto nuovi debiti. Si può quindi notare come l'azienda sia pure in una condizione di equilibrio finanziario.



## Conclusioni

La NATURIS ha concluso positivamente l'anno, con una crescita del proprio fatturato, nonostante un periodo di sostanziale stabilità del mercato, a cui tuttavia non sono seguiti importanti investimenti di ammodernamento, che potrebbero risultare necessari negli anni a venire. Dal consolidamento della sua posizione di mercato deriva un continuo autofinanziamento da utili netti, il che ha reso possibile una diminuzione del debito, sia a medio/lungo che a breve termine, traducendosi in una discesa del rapporto D/E. A ciò non è corrisposta una diminuzione del ROD, ma grazie alla strepitosa performance del ROI operativo, il ROE ha raggiunto risultati notevoli, molto lontani da quelli dei competitors. Emerge così un'azienda in equilibrio finanziario, capace di creare una notevole liquidità dalle proprie vendite nonostante il quasi appiattimento dei ricavi. E' proprio su questo ultimo fronte che dovrebbero essere effettuati miglioramenti, sensata appare quindi la scelta del management di incrementare le proprie reti commerciali in paesi in cui al momento è presente solo in modo sporadico.

Viene così in risalto un quadro di una società solida e redditizia, la quale probabilmente continuerà il proprio percorso di crescita, come testimoniato dal risultato del primo trimestre del 2018, superiore alle aspettative di budget e dalle stime di crescita del settore pari al +0,8% (fonte Centro Studi Intesa San Paolo).



# Indice dei contenuti

<i>Analisi settoriale e profilo strategico</i> .....	2
<i>Qualità dei dati contabili</i> .....	3
<i>Crescita</i> .....	5
<i>Struttura patrimoniale e finanziaria</i> .....	6
<i>Redditività</i> .....	7
<i>Condizioni di liquidità</i> .....	10
<i>Conclusioni</i> .....	11