

Analisi settoriale e profilo strategico

L'azienda ZANELLATO SRL opera nel settore ATECO 15 12 09- Fabbricazione di articoli da viaggio, borse e simili, pelletteria e selleria, settore da considerarsi maturo e aciclico. Il contesto competitivo di riferimento è composto da PMI che hanno risentito particolarmente della crisi finanziaria del 2007-2008; la crisi ha avuto ripercussioni importanti soprattutto a livello delle condizioni scontate sui capitali presi a prestito dalle banche, in media più onerose di quelle applicate alle grandi imprese, determinando altresì un più intenso razionamento del credito per le piccole imprese. Le recenti tensioni politiche ed economiche hanno condizionato l'andamento dei consumi e compromesso il livello degli acquisti nel settore, determinandone un calo del fatturato del 2% nel 2016 (fonte Aimpes); in controtendenza con l'andamento generale, tuttavia, il segmento composto da imprese di piccole e medie dimensioni si è dimostrato resiliente alle turbolenze internazionali, facendo registrare un aumento medio del fatturato dell'8%. Il livello delle esportazioni si è mantenuto sui valori del 2015 facendo registrare una crescita complessiva dello 0,9%; la forte concorrenza di prezzo esercitata dai paesi asiatici ha costretto le aziende italiane a perseguire strategie di differenziazione, riposizionandosi su segmenti di mercato e di prodotto a maggior valore aggiunto, sfruttando il fascino che il made in Italy da sempre esercita sui consumatori. Le importazioni restano stabili, con la Cina, principale fornitore di pelletteria, che ha visto crescere il volume delle sue vendite attraverso un'offerta prettamente low cost; in crescita i volumi di acquisti dall'Est-Europa. Si segnala, infine, il trend positivo dei prodotti sintetici e la sostanziale stabilità dei prodotti in pelle, segno, da un lato, di un generale rinnovamento dei prodotti, dall'altro, dell'aumento dell'attenzione dei consumatori alla sostenibilità dei prodotti acquistati e al rispetto dell'ambiente.

L'attività principale della società consiste nella produzione e commercializzazione di articoli di pelletteria, producendo borse ed accessori destinati al mercato di fascia medio-alta, puntando su prodotti ad alta marginalità. I fattori critici di successo sono il rispetto nelle consegne, l'elevata qualità dei prodotti venduti ed un'ampia rete relazionale che consenta di espandere l'attività. Nel corso del 2016 l'azienda ha intrattenuto rapporti commerciali con l'azienda controllata BLANDINA SRL con cui ha anche sottoscritto un credito di finanziamento per finanziare l'attività di commercio al dettaglio nel nuovo negozio di Milano.

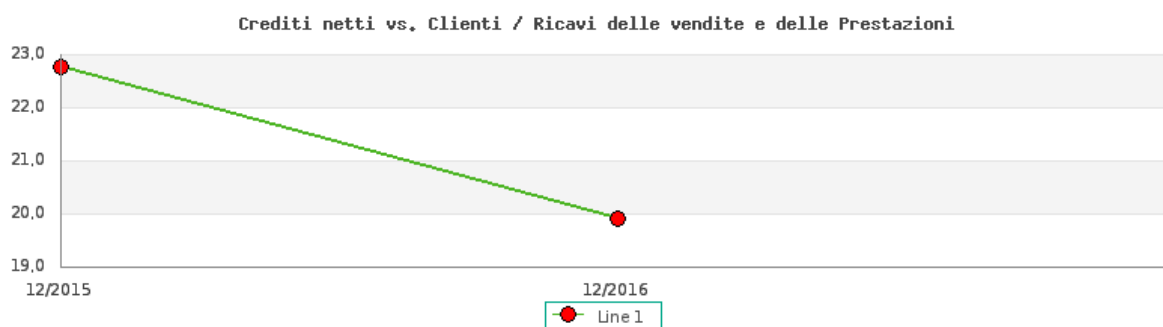
Qualità dei dati contabili

L'ambiente contabile in cui opera è disciplinato dalle norme del Codice Civile italiano coadiuvato dai principi contabili nazionali OIC.

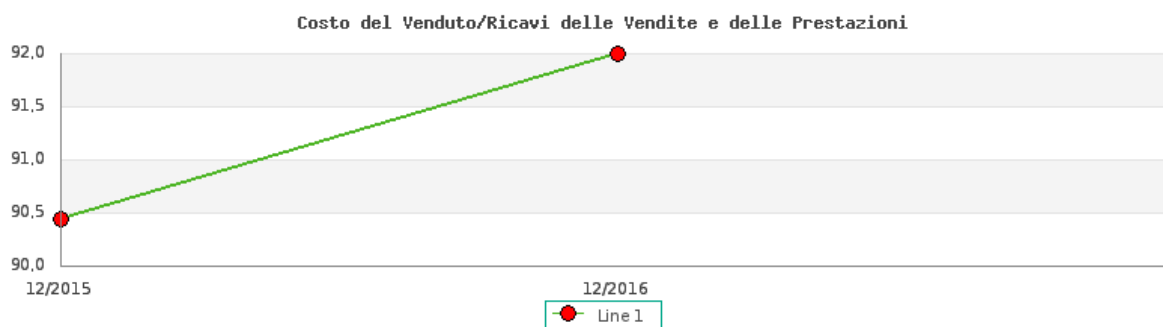
Alla luce dell'analisi settoriale e del profilo strategico dell'azienda, ai fini di verificare la qualità dei dati contabili della società, le poste su cui porre maggiore attenzione sono: Immobilizzazioni materiali, Crediti e Rimanenze. Le immobilizzazioni materiali sono iscritte al costo di acquisto, aumentato degli eventuali oneri accessori sostenuti, ed ammortizzati sistematicamente in ragione della loro vita residua. I crediti sono stati rilevati in bilancio secondo il criterio del costo ammortizzato. Il costo delle rimanenze è stato calcolato con il metodo del LIFO in alternativa al costo specifico stante l'impossibilità tecnica o amministrativa di mantenere distinta ogni unità fisica in rimanenza. Da questa breve analisi, emerge come l'azienda abbia adottato politiche contabili di stampo conservativo.

Si procede ora all'analisi dei Red Flags al fine di evidenziare eventuali manipolazioni contabili.

L'indicatore presenta un andamento decrescente, non facendo pensare a svalutazioni omesse o fenomeni di channel stuffing.



L'indicatore, seppur in crescita, non presenta variazioni significative, non facendo pensare a possibili manovre sulle rimanenze.

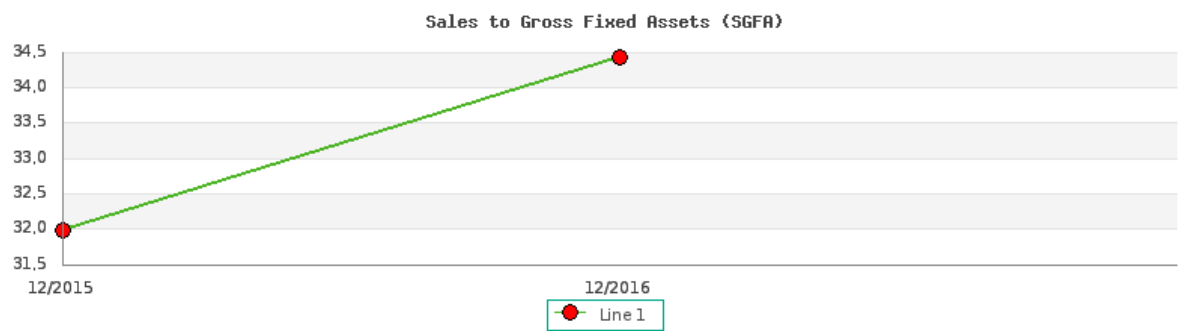


La qualità dei dati contabili può quindi dirsi buona, avvalorando il giudizio offerto dall'analisi.

Crescita

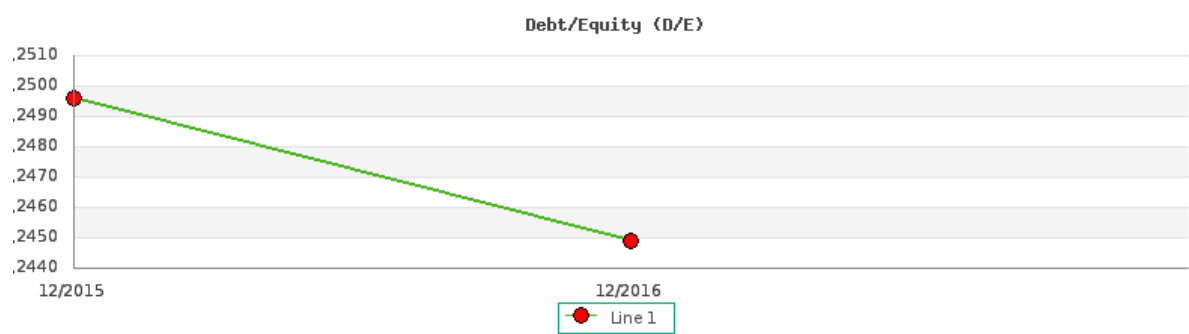
ZANELATO presenta una crescita del fatturato pari al 25,22%, di molto superiore rispetto alla crescita dei fatturati medi del settore (8%), testimoniando l'elevata competitività dell'azienda che è riuscita a conquistare quote di mercato a scapito dei competitors. Tale crescita è attribuibile alle politiche commerciali adottate ed a prodotti di elevata qualità, in linea con le richieste dei clienti. A sorprendere è l'evoluzione del valore aggiunto, che cresce più che proporzionalmente rispetto al fatturato, segnando, nel periodo in esame, un incremento del 50%. A spingere verso l'alto il valore aggiunto non vi è solo l'aumento del volume di affari, ma un significativo calo dei costi di approvvigionamento; questo può essere imputabile a notevoli sconti ottenuti dai fornitori, in cambio di dilazioni di pagamento significativamente più basse (circa 40 giorni in meno).

Guardando alla componente strutturale, l'azienda non pare puntare su politiche espansive di investimento, come testimoniato dal tasso di sostituzione degli investimenti materiali, che si attesta vicino allo 0. Sebbene qualche piccola operazione di ammodernamento sia comunque stata effettuata (impianti e macchinari ed attrezzature), ZANELATO sceglie di tenere bassa la componente strutturale, che si riflette in un elevato grado di sfruttamento della capacità produttiva, a fronte di più cospicui investimenti in marchi e politiche commerciali.

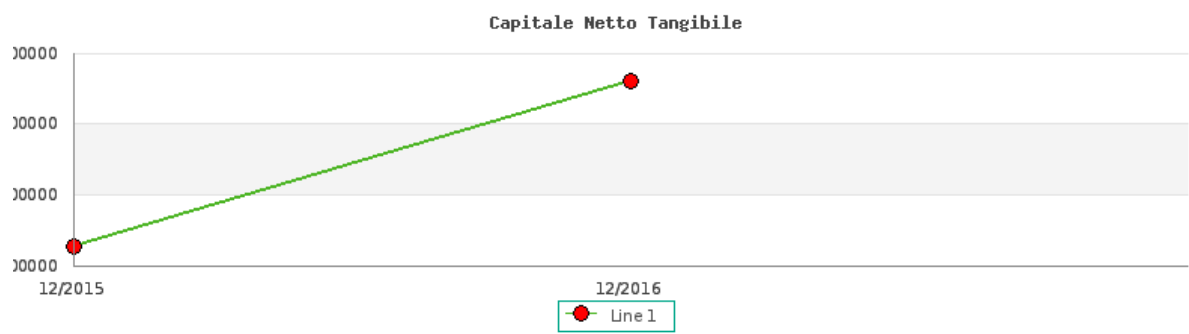


Struttura patrimoniale e finanziaria

Il CIN dell'azienda risulta, in entrambi gli anni, prevalentemente composto da CCNc, evidenziando una struttura ad elevato grado di elasticità; nel 2016 la gestione finanziaria tocca il 6% del CIN per via del credito di finanziamento nei confronti della controllata. A generare il maggiore fabbisogno finanziario è comunque il circolante, finanziato in entrambi gli anni da debiti a breve termine e, prevalentemente, capitale netto. Adeguatamente coperto anche il capitale strutturale investito netto da un corretto mix di debiti a m/l e capitale netto. Emerge un'azienda ad elevato grado di patrimonializzazione e quindi solida, che ricorre al debito principalmente per il finanziamento delle attività correnti. Al'elevata disponibilità di capitale netto consegue un basso rapporto d'indebitamento, che si mantiene più o meno costante e comunque molto al di sotto della soglia limite di 2. Ciò si riflette in una limitata incidenza degli oneri finanziari sul fatturato, grazie all'effetto frenante esercitato dal tasso d'intensità dell'indebitamento.

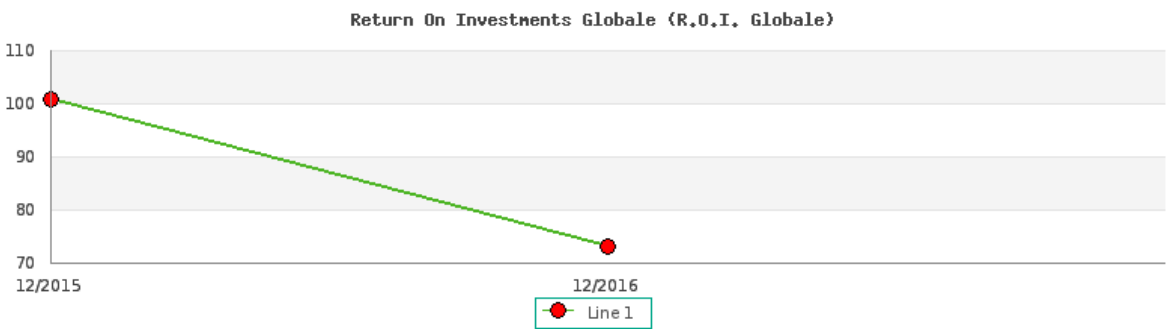
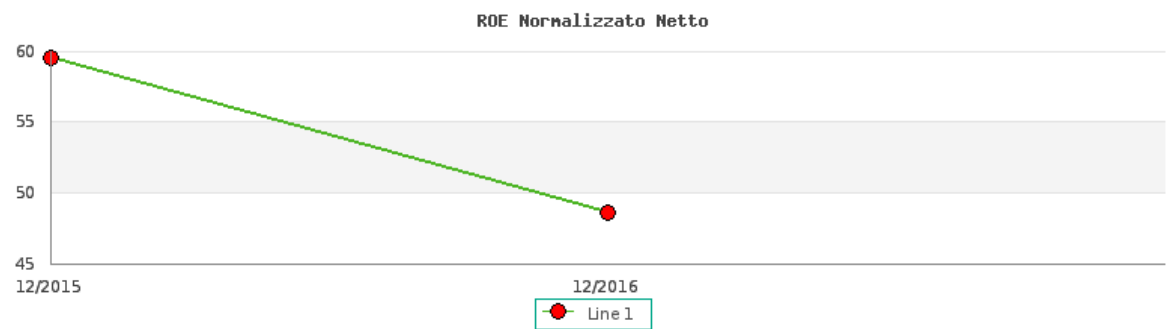


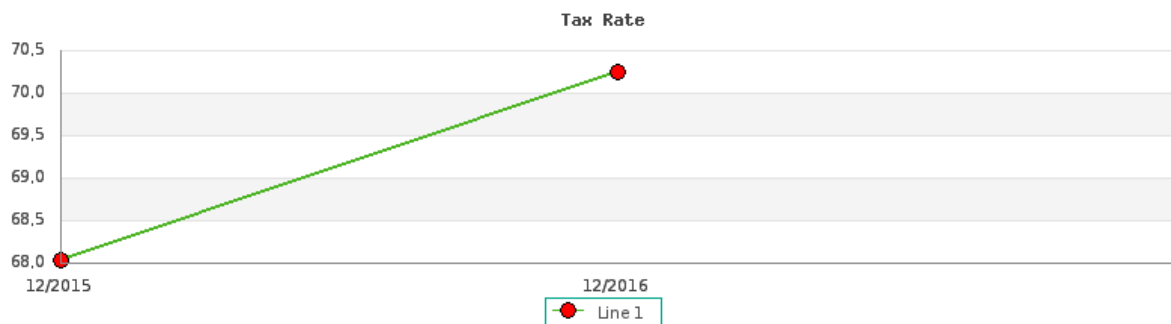
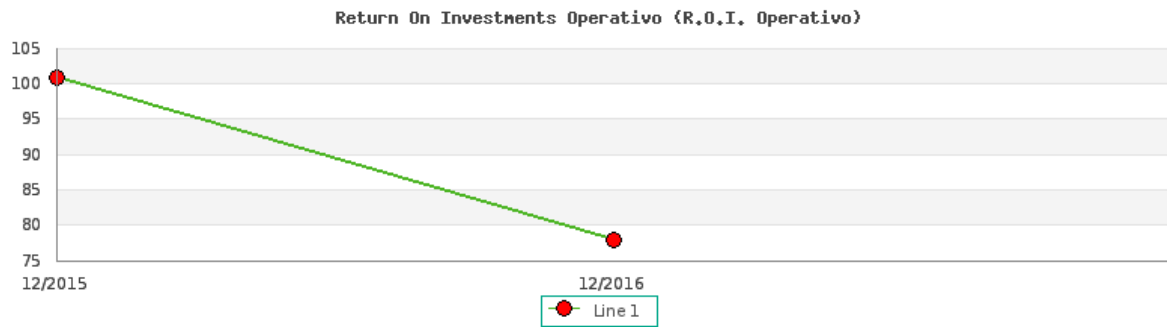
Infine, il raffronto dell'evoluzione e dell'importo del capitale netto tangibile con quella del D/E, permette, in un'ottica di liquidazione, di assicurare i creditori sociali.



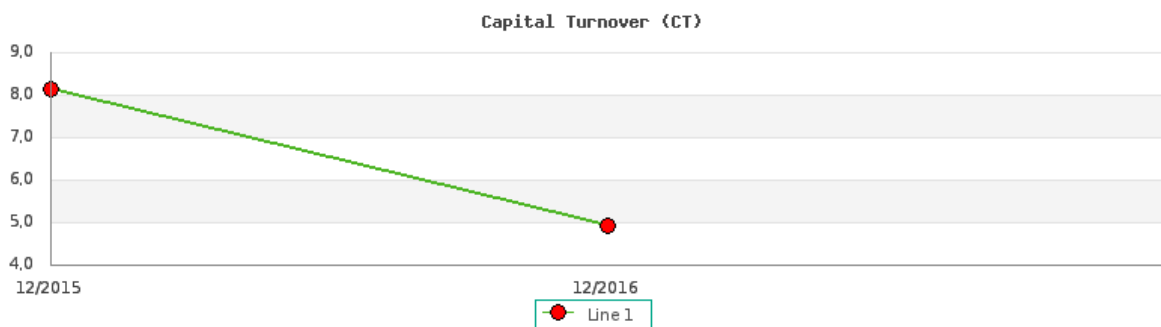
Redditività

ZANELATO presenta un ROE in decrescita, sebbene si mantenga sempre molto al di sopra della media del settore (20%). Ciò è indicativo dell'elevato grado di redditività dell'azienda che, nonostante un patrimonio netto significativo, riesce a mantenere altissima la redditività del capitale di rischio. Ad influire maggiormente su tale diminuzione pare essere il calo del ROI globale, rallentato dalla minore imposizione fiscale sopportata, quest'ultima evidenziata dalla crescita del tax rate. Comunque, il calo del ROI globale non solleva particolari preoccupazioni, in quanto si mantiene sempre su valori molto elevati. Inoltre, il sostanziale allineamento del ROI globale con il ROI operativo, segnala come principale fonte di redditività sia il core business dell'azienda.

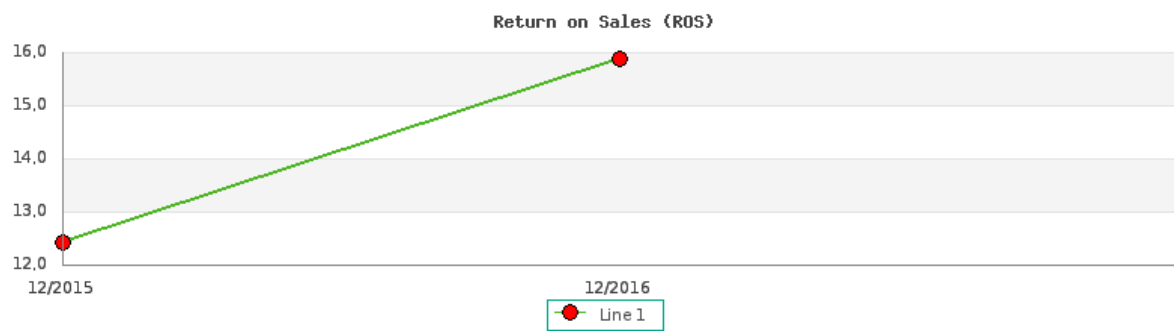




Concentrando l'analisi sul profilo della redditività operativa, si nota come ad influire maggiormente sul calo del ROI operativo, sia il peggioramento della produttività del capitale. Ciò non deve destare preoccupazioni in quanto il CT resta comunque molto elevato e ben al di sopra della media del settore (1,7%), ad ulteriore riprova dell'efficienza del management nella gestione operativa.



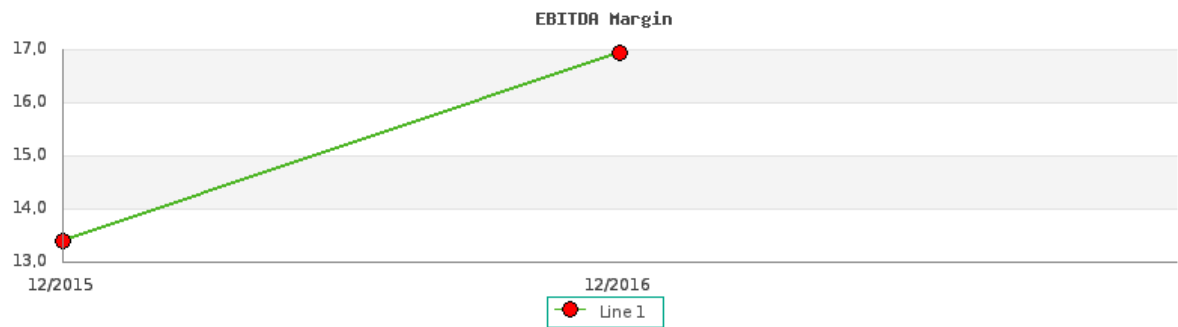
A frenare il calo del CT è la straordinaria crescita del ROS, che va ad attestarsi molto al di sopra della media del settore (7%). Ciò era in parte preannunciato dal netto aumento registrato dal valore aggiunto, a cui si aggiunge una buona gestione del costo del personale, stabile e su valori modesti, come testimoniato dal CLUP, che si attesta intorno al 35%. L'elevata capacità dell'azienda di estrarre margini dalle vendite fornisce evidenza di come il management sia riuscito ad attuare con successo le proprie politiche di differenziazione, rendendo plausibile la ripetizione di tali risultati in futuro.



Condizioni di liquidità

Dall'analisi del rendiconto finanziario emerge un autofinanziamento operativo netto positivo, sebbene questo venga quasi integralmente assorbito dal fabbisogno finanziario corrente, a causa dell'espansione del circolante generata dall'aumento del volume di attività dell'azienda. Il flusso di cassa operativo corrente risulta comunque in grado di far fronte al capex; il Free Cash Flow from Operations, però, non riesce a coprire l'uscita finanziaria derivante dal credito di finanziamento concesso per il rilancio commerciale della controllata e, di conseguenza, neanche il servizio del debito. Si è resa quindi necessaria l'istituzione di nuovi debiti, sia a breve che a m/l termine. Risulta comunque soddisfatta la condizione minima di equilibrio finanziario, in quanto l'autofinanziamento operativo netto è sufficiente a far fronte agli oneri finanziari.

Guardando alla capacità dell'azienda di estrarre flussi di cassa dalle vendite, questa risulta in crescita e comunque molto elevata, a testimonianza della capacità dell'azienda di generare elevati volumi di liquidità. Tale giudizio è avvalorato dalla bassa incidenza degli ammortamenti sul flusso di cassa potenziale dell'azienda, in quanto il tasso di composizione dell'autofinanziamento, in calo, si attesta intorno al 6%; si evidenzia quindi un EBITDA di elevata qualità.



Conclusioni

Il quadro che emerge è di un'azienda solida e ben patrimonializzata, in grado di far fronte ai propri impegni sia nel breve che nel lungo termine. Nel 2016 ZANELLATO ha vissuto un'intensa fase di crescita del volume d'affari, a cui peraltro non è corrisposto un adeguamento della struttura produttiva. Nonostante l'espansione commerciale, il management è rimasto concentrato sulla politica di differenziazione, cercando di tenere alti i margini operativi. In funzione di ciò, si è accettato di registrare un sensibile peggioramento nei tempi di dilazione concessi dai fornitori in cambio di significativi sconti sulle materie prime. Sebbene in termini di margini si sia raggiunto il risultato sperato, ciò ha portato ad un elevato incremento del fabbisogno finanziario per unità di fatturato, cui comunque fa da contrappeso l'elevata capacità dell'azienda nell'estrarre margini dalle vendite. Se l'azienda riuscirà a stabilizzare il circolante nei prossimi esercizi, le condizioni di solvibilità nel breve termine non potranno che migliorare. Positivi anche gli indici inerenti la redditività degli investimenti che mostrano come a fronte di investimenti strutturali modesti, si riesca a generare margini molto elevati.

In conclusione, la strada intrapresa da ZANELLATO pare essere molto profittevole dal punto di vista commerciale; inoltre, lo stato di salute finanziaria in cui versa l'azienda ne attesta la capacità di creare valore sia nel breve che nel medio lungo termine, tutto a chiaro vantaggio dei portatori del capitale di rischio.