



ScuDo

Scuola di Dottorato ~ Doctoral School
WHAT YOU ARE, TAKES YOU FAR

Tesi di Dottorato
Dottorato in Gestione, Produzione e Design (29° Ciclo)

Modelli di misura delle performance competitive

di

Paolo Saluto

Supervisor:
Prof. S. Guelfi

Commissione di Dottorato Esaminatrice:
Prof. G. Giovando, Referee, Università degli Studi di Torino
Prof. E. Sorano, Referee, Università degli Studi di Torino

Politecnico di Torino
2016

Dichiarazione

Dichiaro che i contenuti e l'organizzazione di questa tesi costituiscono il mio lavoro originale e non compromette in alcun modo i diritti di terzi, comprese quelle relative alla sicurezza dei dati personali.

Paolo Saluto

2017

* This dissertation is presented in partial fulfillment of the requirements for **Ph.D. degree** in the Graduate School of Politecnico di Torino (ScuDo).

A Sofia e Michela

Acknowledgment

Ci sono molte persone che hanno contribuito in maniera molto significativa al completamento di questo lavoro, in particolare l'Ing. Matteo Malisan. Inoltre, vorrei ringraziare tutto il personale docente e amministrativo del dipartimento di Ingegneria Gestionale e della Produzione del Politecnico di Torino che in questi anni mi ha accompagnato in questo percorso. Sono anche grato a tutte le aziende che da sempre hanno creduto in questo lavoro, in particolare tutti i componentisti, distributori, ricambisti e professionisti del settore dell'Automotive After Market Indipendente che mi hanno sostenuto e consentito di conoscere le principali dinamiche del business e hanno permesso di far nascere il Gruppo di Ricerca Rischio Competitivo e Valore d'impresa.

Infine, un ringraziamento particolare al Prof. Silvano Guelfi, responsabile scientifico del Gruppo di Ricerca e relatore che mi ha fatto nascere la passione per la ricerca e la continua ricerca del miglioramento.

Abstract

L'obiettivo dell'impresa è creare valore economico per i propri azionisti attraverso la competizione ed è necessario determinare quanto di tale valore è attribuibile alla "raccolta" dei risultati nel presente e quanto alla "semina" per il futuro. Il valore dell'impresa è correlato alla qualità dell'impresa e la qualità dell'impresa è legata alla qualità della strategia operativa.

La ricerca sviluppata durante il percorso di Dottorato ha l'obiettivo di analizzare uno dei principali modelli classici di valutazione delle performance aziendali in termini economico finanziari, creare un nuovo modello di valutazione delle performance aziendali economico/finanziarie/competitivo/strategiche utile a determinare la qualità competitiva dell'impresa, applicare tale modello ad un determinato settore dell'economia italiana con l'ambizione di diventare il riferimento scientifico nazionale ed internazionale, confrontare i risultati del nuovo modello con i risultati ottenuti dal modello classico e contribuire al trasferimento della conoscenza sia agli esperti di valutazione delle performance aziendali sia a non addetti ai lavori ma operativi nel business in esame.

Il nuovo modello di valutazione delle performance economico/finanziarie/competitivo/strategiche denominato "EFCS 2" che si propone per il calcolo della qualità dell'impresa è basato sull'analisi delle informazioni contenute nel bilancio (Stato Patrimoniale, Conto Economico e Flussi di Cassa) rese pubbliche dalle società di capitali e messe in relazione con la conoscenza approfondita del modello di business e organizzativo dell'azienda,

conoscenza maturata dalla forte collaborazione con molte aziende del settore oggetto dell'analisi. La qualità competitiva dell'impresa è pari alla somma dei punteggi ottenuti da cinque parametri: Dimensione/Sviluppo, Profittabilità, Patrimonializzazione, Flussi di Cassa Operativi e Strategia Competitiva. Il punteggio è compreso in una scala da 0 a 110 e tramite la suddivisione dell'intervallo in cinque categorie è possibile assegnare un giudizio alla qualità competitiva dell'impresa compresa tra Forte (qualità elevata), Consistente, Normale, Mediocre e Debole (qualità molto bassa). In particolare per il driver della Profittabilità è utilizzata la metodologia della creazione di valore economico per tanto sono esplicitati i modelli per il calcolo delle variabili che la compongono.

Questo nuovo modello di valutazione delle performance competitive ha l'obiettivo di fornire ai proprietari delle imprese e ai manager delle stesse uno strumento per l'analisi dello stato di salute della propria impresa, per l'analisi dei propri clienti e fornitori in modo da distinguere quali sono i clienti e fornitori strategici da quelli tattici e infine, per lo studio dei propri competitori con il fine di analizzare i loro punti di forza e di debolezza e ottenere un vantaggio competitivo.

Il settore economico oggetto di studio è l'Automotive Independent After Market (IAM), ovvero la filiera che produce e distribuisce fino al consumatore finale i pezzi di ricambio di qualità equivalente all'originale per le autovetture, i motocicli e i veicoli industriali. In particolare, il modello EFCS 2 è applicato ai 160 Distributori IAM Automotive Italia per il periodo dal 2012 al 2015.

Contents

1. L'impresa Competitiva	1
1.1 Introduzione.....	1
1.2 L'Equilibrio Competitivo	5
1.3 L'Equilibrio Patrimoniale.....	7
1.4 L'equilibrio Economico.....	8
1.5 L'Equilibrio Finanziario	9
2. La logica della Creazione di Valore Economico	11
2.1 Introduzione.....	11
2.2 Creazione Corrente di Valore Economico.....	18
2.2.1 Risultato operativo netto	20
2.2.2 Costo Medio Ponderato del Capitale	22
2.2.3 Valore del Capitale Investito Netto Operativo	25
2.2 Creazione Strategica di Valore Economico.....	28
2.2.1 Avviamento.....	30
2.2.1 Periodo di Vantaggio Competitivo	31
2.2.2 Tasso di sviluppo del Profitto Economico.....	34
3. Modelli di valutazione delle performance	36
3.1 Modelli classici.....	36
3.2 Modelli EFCS	39
3.2.1 Modello EFCS 2	40
3.3 Scheda di Valutazione delle Performance Aziendali	50

4. Automotive After Market	53
4.1 Filiera OES e IAM.....	53
4.2 Automotive IAM performance 2012-2015.....	62
4.2.1 Applicazione modello Z' Score	63
4.2.2 Applicazione modello EFCS 2	66
5. Conclusioni	76
6. References.....	77
7. Allegati.....	81
Allegato A1	81

Lista delle Figure

Figura 1: Il Sistema Impresa	3
Figura 2: Equilibri Strategici.....	5
Figura 3: Capitalizzazione di Borsa	16
Figura 4: La Strategia Operativa	18
Figura 5: Capitale Investito Netto Operativo	27
Figura 6: Dimensione Economica	42
Figura 7: Dimensione Patrimoniale	44
Figura 8: Dimensione Finanziaria	45
Figura 9: Dimensione Competitiva	47
Figura 10: Quadrante Strategico	47
Figura 11: Valutazione Competitiva e Matrice Competitiva	51
Figura 12: Valutazione Z' Score aggregato Distributori Automotive IAM....	74
Figura 13: Valutazione EFCS 2 aggregato Distributori Automotive IAM	74

Lista delle Tabelle

Tabella 1: Conto Economico.....	21
Tabella 2: Rischio Operativo	25
Tabella 3: Qualità del Business.....	33
Tabella 4: Tabella per la definizione del Periodo di Vantaggio o Svantaggio Competitivo	34
Tabella 5: Tasso di Sviluppo del Profitto Economico	35
Tabella 6: Modello EFCS.....	40
Tabella 7: Punteggi Quadrante Strategico.....	48
Tabella 8: Valutazione di sintesi.....	49

Tabella 9: Valutazione Competitività	49
Tabella 10: Parco Circolante europeo	57
Tabella 11: Parco Circolante.....	58
Tabella 12: Anzianità Parco Circolare	59
Tabella 13: Nuove immatricolazioni.....	60
Tabella 14: Valutazione sintetica modello Z' Score.....	63
Tabella 15: Indici modello Z' Score.....	64
Tabella 16: Primi venti Distributori IAM per ricavi	65
Tabella 17: Valutazione Z' Score Distributori IAM	66
Tabella 18: Valutazione EFCS 2 Aggregato Distributori IAM Italia	67
Tabella 19: Valore della Produzione e Margini 2011-2015	68
Tabella 20: Struttura Finanziaria 2011-2015	69
Tabella 21: Giorni di Dilazione e Giacenza Media Magazzino 2011-2015...70	
Tabella 22: Valutazione EFCS 2 Distributori IAM	72
Tabella 23: Confronto valutazione Z' Score e EFCS 2.....	75

Lista dei Grafici

Grafico 1: Dinamica economica, patrimoniale, incassi-pagamenti-magazzino	51
Grafico 2: ASE RON e contributi variazione DFN.....	52
Grafico 3: Quote di mercato OES-IAM e Self-Repair.....	56
Grafico 4: Parco Circolante.....	58
Grafico 5: Vendita di carburante in Italia.....	61
Grafico 6: Prezzi medi di vendita del carburante in Italia.....	62
Grafico 7: Matrice Competitiva	67
Grafico 8: Valore della Produzione e Margini 2011-2015.....	68
Grafico 9: Struttura Finanziaria 2011-2015	69
Grafico 10: Giorni di Dilazione e Giacenza Media Magazzino 2011-2015 ...70	

Grafico 11: Analisi degli Scostamenti Elementari del RON.....71

Grafico 12: Contributi alla variazione dei Debiti Finanziari Netti.....71

Capitolo 1

L'impresa Competitiva

1.1 Introduzione

L'impresa è un sistema complesso di relazioni interne ed esterne che coordinate tra di loro devono raggiungere l'obiettivo di essere utili a tutti i suoi interlocutori. L'utilità nel business si raggiunge creando valore ai portatori di interesse ma non è così scontato, infatti il business prima di premiare le imprese le obbliga a relazionarsi con diversi contesti e il primo è il contesto economico (Figura 1). Il contesto economico è l'insieme di tutte le variabili esogene che non sono direttamente governate dalle decisioni manageriali ma che influiscono sulle dinamiche e sulle performance aziendali. Basti pensare agli effetti della globalizzazione non solo in termini economici, ma anche in termini sociali, politici, culturali e tecnologici, che hanno cambiato profondamente il modello di business di molte imprese, oppure l'effetto delle politiche monetarie e fiscali a livello nazionale e internazionale che negli ultimi anni hanno incentivato le imprese ad investire in innovazione tramite l'agevolazione all'accesso al credito e agli incentivi fiscali. Anche la variazione dei tassi di interesse, ai minimi storici, influenza direttamente le performance fiscali dell'impresa e quindi il risultato d'esercizio, infatti, il costo del denaro molto basso permette alle aziende molto indebitate di avere un minor costo del debito da fonti di finanziamento esterne e quindi un vantaggio economico e finanziario, che di certo si tramuterà in svantaggio nel momento in cui i tassi di interesse invertiranno la rotta. Altre variabili appartenenti al contesto economico sono: la legislazione del paese in cui l'impresa, i clienti, i fornitori e i competitori operano, i modelli e i valori della società, i tassi di cambio

delle valute, i mercati finanziari, il prodotto interno lordo, i prezzi delle commodity, etc. Questi sono solo alcuni esempi di come l'impresa è molto influenzata da variabili di sistema che non è in grado di modificare ma ha il dovere di governare gli effetti sulle proprie performance per raggiungere l'obiettivo di creazione di valore. Il secondo contesto con il quale l'impresa si deve continuamente confrontare è il contesto competitivo, ovvero l'insieme di tutte le variabili e le relazioni che fanno parte del business in cui l'azienda opera. L'impresa ha il dovere di essere competitiva, ovvero deve distinguersi positivamente rispetto ai propri competitori affinché i clienti scelgano il prodotto o servizio offerto dall'azienda stessa. Quindi è fondamentale comprendere il proprio contesto competitivo analizzando la qualità dei propri clienti, distinguendoli tra strategici, tattici, normali mediocri o dannosi, analizzando il proprio portafoglio fornitori in modo da servire clienti strategici con fornitori strategici e clienti dannosi con fornitori tattici e inoltre analizzando la qualità economico finanziaria dei propri competitori in modo da determinare i punti di forza e di debolezza. Altre variabili del contesto competitivo sono le barriere in ingresso e in uscite del settore, la pressione competitiva, le fusioni e le acquisizioni etc. Tutte queste informazioni sono utile per definire la strategia aziendale e creare un differenziale competitivo. Tale differenziale competitivo può essere raggiunto attraverso almeno tre strategie. La prima definita differenziazione di costo, ovvero a parità di prodotto, l'azienda "A" propone al pubblico un costo inferiore rispetto all'azienda "B". La seconda strategia denominata differenziazione di prodotto, in questo caso l'azienda "A" è in grado di proporre un prodotto diverso dall'azienda "B" by passando la battaglia sul prezzo di vendita e infine la terza strategia è scegliere di servire i potenziali clienti di una nicchia di mercato focalizzando l'attenzione su un determinato segmento di mercato.

L'ultimo contesto con il quale il sistema impresa si deve confrontare e deve governare in modo efficiente è il contesto interno. Esso è l'insieme di tutte le funzioni aziendali, processi, organizzazione, relazioni interne, relazione esterne, eventuali passaggi generazionali e attività che devono essere organizzate e coordinate in modo da raggiungere gli obiettivi aziendali. I manager hanno il dovere di prendere le corrette decisioni al momento opportuno e devono essere consapevoli che le loro decisioni hanno un impatto vitale sulla sopravvivenza dell'azienda. La vera sfida per l'impresa è quella di essere costituita da risorse umane in grado di formulare una strategia vincente in modo da essere dei leader nel contesto competitivo di riferimento e governare abilmente i cambiamenti del contesto economico.



Figura 1: Il Sistema Impresa

Prima di definire la strategia aziendale che è frutto dell'attenta conoscenza delle dinamiche di queste variabili e il loro impatto sulle performance aziendali è fondamentale l'analisi e la consapevolezza del proprio stato in essere. Inoltre, la parola strategia è accompagnata dalla parola obiettivo oppure scopo. La strategia per essere vincente deve possedere un obiettivo S.M.A.R.T. di breve o medio lungo termine, ovvero deve essere Specifico (Specific) nei contenuti sia in termini qualitativi sia in termini quantitativi e quindi chiaro per coloro che dovranno realizzarlo, deve essere Misurabile (Measurable) ovvero oggettivo e facilmente identificabile attraverso degli indicatori chiave di performance che consentono di monitorare l'andamento dei risultati in essere rispetto a quelli definiti a budget in modo da modificare eventualmente step by step il modo di operare. Inoltre, l'obiettivo deve essere Raggiungibile (Attainable) ovvero sfidante, realistico e soprattutto coerente con le forze messe in gioco per raggiungerlo. Oltre che raggiungibile, l'obiettivo deve essere Rilevante (Relevant) infatti è fondamentale in fase di definizione della strategia determinare se raggiungere l'obiettivo ha un impatto rilevante sulle performance aziendali e quindi se i costi diretti e indiretti indotti dal cambiamento strategico sono inferiori rispetto al beneficio programmato. Infine, l'obiettivo deve essere Temporizzato (Time-Based) ovvero deve essere temporizzato definendo la durata tra l'inizio e la fine e di conseguenza tempificato

definendo la data di inizio e di fine. Tutte queste caratteristiche relazionate tra di loro aiutano a definire tanti sub obiettivi sequenziati e coerenti utili a perseguire l'obiettivo finale. Molto spesso il fallimento non è legato all'incapacità manageriale ma alla mancanza di una strategia S.M.A.R.T. L'assenza di un obiettivo e quindi di una strategia, qualifica negativamente l'operato dei manager e predispose l'azienda a produrre risultati negativi, aumentando la volatilità degli stessi e di conseguenza incrementando il livello di rischio competitivo.

La creazione di valore economico è il risultato di una strategia economicamente profittevole e finanziariamente sostenibile che è stata tradotta in termini operativi utilizzando negli assi quattro equilibri strategici: competitivo, economico, patrimoniale e finanziario (Figura 2). Questi equilibri oltre ad essere correlati tra di loro, non sono interscambiabili e di conseguenza la positività di un equilibrio non può sopperire alle debolezze di un altro. Prima di definire una nuova strategia e quindi determinare le azioni per raggiungere l'obiettivo è necessario verificare lo stato in essere dei propri assi in modo da identificare quali non sono in equilibrio e pertanto intervenire tempestivamente e in modo mirato per sanare gli squilibri e permettere alla nuova strategia di partire da delle basi solide. Tutti gli equilibri sono importanti ma l'equilibrio alla base di tutto è quello competitivo, seguito dall'equilibrio patrimoniale, economico e finanziario. Essendo tutti gli equilibri in sequenza e correlati tra di loro la sfida per il management è governare tutte le leve gestionali e impedire in anticipo che un'eventuale disequilibrio inneschi una reazione a catena influenzando negativamente gli altri equilibri.

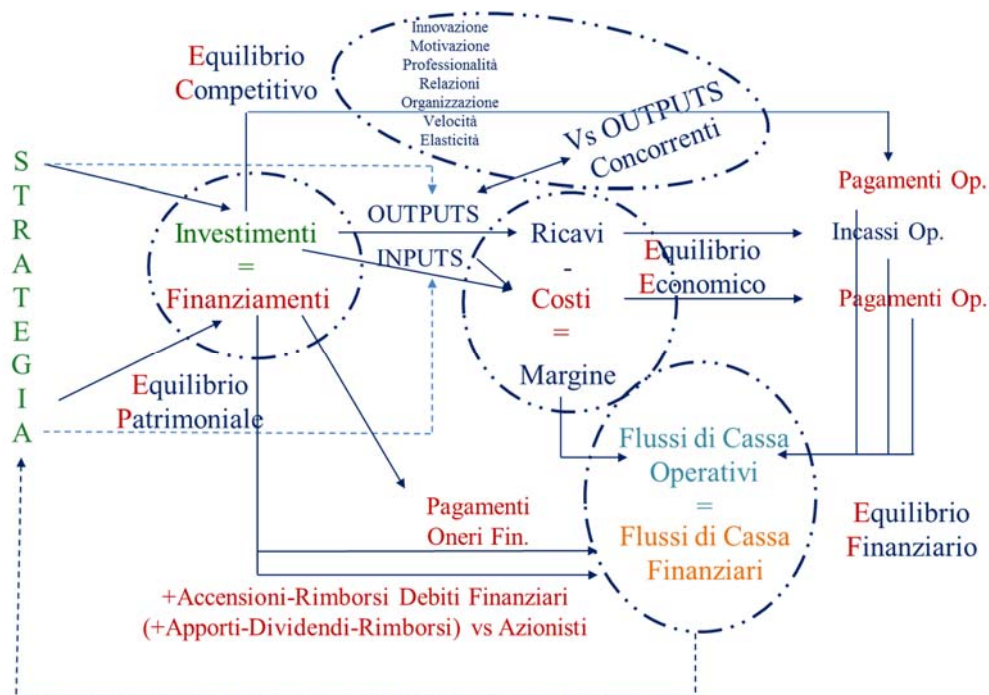


Figura 2: Equilibri Strategici

1.2 L'Equilibrio Competitivo

“Per migliorare bisogna cambiare ma cambiare non significa migliorare¹”. Il cambiamento è un processo indispensabile per migliorare ma modificare il proprio stato in essere può spaventare e la paura è un fattore negativo per il miglioramento. Per comprendere meglio il significato della parola migliorare è possibile utilizzare la traduzione in inglese *Improve* e utilizzare l'acronimo per individuare sette caratteristiche del miglioramento. “I” come Innovare, ovvero cercare di fare in modo diverso e migliore quello che si è sempre fatto, sconfiggendo l'alibi dell'aver sempre fatto così fino a quel momento, con l'obiettivo di cercare nuove sfide per risolvere problemi non ancora risolti, o proporre qualcosa di utile per soddisfare nuove esigenze. “M” come Motivare tutti gli attori coinvolti nel processo di miglioramento in modo da relazionarsi con persone allineate con l'obiettivo e ottenere da ognuno di loro un apporto positivo e costruttivo. “P” come Professionalità, nel business non è ammessa l'improvvisazione e le competenze di ogni collaboratore devono essere allineate con il ruolo ricoperto in modo da contribuire positivamente alla realizzazione del miglioramento e quindi nella

¹ Aforisma di Winston Churchill

creazione del vantaggio competitivo. La professionalità è un segno distintivo dell'impresa competitiva. "R" come Relazioni, l'obiettivo è costruire e mantenere delle relazioni sane con tutti gli stakeholder sia interni che esterni all'impresa. Le relazioni sono principalmente di due tipologie, quelle interne ad esempio tra i vari collaboratori delle diverse aree strategiche di affare (ASA) o business unit e quelle esterne come ad esempio tra l'impresa e i fornitori, i clienti, i competitori, le istituzioni etc. Non è possibile fare business senza il governo delle relazioni e quindi è fondamentale coniugare il giusto relatore con il corretto interlocutore. "O" come organizzazione. Le imprese sono fatte da persone ed è per questa ragione che un corretto processo di miglioramento ha inizio con una corretta organizzazione aziendale, dove ogni mansione è assegnata al collaboratore con le competenze adeguate. Inoltre, ogni funzione deve avere una leadership in grado di guidare le risorse coinvolte e capace di prendere decisioni da tradurre in azioni. Nelle organizzazioni sane i manager hanno il dovere di coordinare e governare le risorse umane e monetarie per il raggiungimento dell'obiettivo, quando non è presente un modello organizzativo chiaro del chi fa che cosa, il sistema impresa non è in grado di coordinarsi e raggiungere l'obiettivo prefissato. L'impresa per migliorare oltre ad essere innovativa, motivata, professionale, relazionale, organizzata, deve essere Veloce, "V". Il concetto di velocità è in relazione sia alla variabile tempo sia al concetto di spazio. Infatti, il trade-off da governare dopo aver dichiarato l'obiettivo, ovvero la strada da voler percorrere è minimizzare il tempo impiegato e minimizzare il costo per percorrerla. La velocità per avere un effetto positivo deve essere accompagnata dalla tempestività, per tanto è fondamentale prendere le giuste decisioni al momento corretto, ovvero bisogna essere tempestivi nell'individuare un'esigenza, pensare a come soddisfarla e infine realizzarla operativamente. Infatti, potrebbe essere inefficace oppure dannoso prendere una corretta decisione nel momento sbagliato, rischiando così di investire risorse, non illimitate, nel modo scorretto sottraendole per qualcosa che sarebbe stato più utile, oppure prendere una decisione sbagliata nel momento giusto. La vera sfida per l'impresa è regolare la corretta velocità, infatti così come la lentezza può risultare dannosa anche la velocità può indurre agli errori o anticipare i tempi, ad esempio programmare e realizzare un corretto time to market di un prodotto o di un servizio è una delle chiavi di successo. La storia insegna che molte aziende hanno perso l'opportunità di avere un business profittevole o perché hanno raggiunto il mercato con il proprio prodotto o servizio dopo troppo tempo rispetto i loro concorrenti e quindi non sono stati in grado di essere veloci, oppure, hanno proposto al mercato la propria offerta molto in anticipo e il mercato non è stato pronto ad accogliere l'innovazione. Infine, nel processo di miglioramento è necessaria l'Elasticità "E", perché così come in

natura qualsiasi materiale troppo rigido è più propenso a rompersi, anche un'impresa che non è in grado di monitorare il proprio stato di avanzamento strategico ed eventualmente modificarne la direzione è più incline a non raggiungere l'obiettivo di creazione di valore. Anche quest'ultima caratteristica deve essere governata mantenendo l'equilibrio tra la rigidità organizzativa utile a mantenere una linea guida e di comando e l'elasticità funzionale a non interrompere i processi decisionali e a creare colli di bottiglia. Innovazione, Motivazione, Professionalità, Relazione, Organizzazione, Velocità ed Elasticità sono i driver fondamentali per migliorare e ottenere un vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti. Infatti, l'impresa per creare utilità deve affrontare come prima sfida la realizzazione di un output e la vendita ai potenziali clienti in modo da generare un ricavo (quantità vendute per prezzo unitario di vendita). La vendita si verifica solo se il potenziale cliente riconosce nel bene o servizio offerto dall'impresa un valore superiore al prezzo richiesto e questa equazione deve essere superiore al differenziale tra il valore del bene o servizio e il prezzo richiesto del concorrente. Per realizzare un output di vendita è necessario sostenere degli investimenti e dei costi.

1.3 L'Equilibrio Patrimoniale

Lo scopo di realizzare un prodotto o servizio (output) è di essere venduto sul mercato per realizzare un ricavo. Per realizzare l'output sono necessarie un insieme di attività produttive (input) che se governate tra di loro in modo efficiente ed efficace sono la base per la creazione di valore economico. I fattori produttivi si distinguono tra costi e investimenti. L'investimento si contraddistingue dal costo perché la sua durata è superiore ai 12 mesi e quindi in termini economici l'investimento produce un costo annuale denominato ammortamento, ovvero l'importo dell'investimento diviso il numero di anni di vita utile, mentre il costo è imputato interamente nell'anno fiscale di competenza. Se in termini economici l'investimento e il costo sono molto diversi, in termini finanziari entrambi possono essere soggetti a trattamenti molto simili. Ogni investimento deve essere finanziato o dagli azionisti tramite l'apporto di capitale o attraverso l'autofinanziamento tramite il reinvestimento dell'utile, oppure dall'apporto di capitale dalle banche. In qualsiasi caso l'investimento deve essere specifico nell'importo, nella durata e nel rendimento. L'equilibrio patrimoniale si ottiene quando tutti gli investimenti (attività) sono finanziati da fonti di finanziamento interne o esterne all'azienda (passività). I finanziatori oltre a finanziare gli investimenti relativi a terreni, fabbricati, macchine, impianti, brevetti, licenze etc., devono finanziare l'importo

dei crediti verso clienti (vendite effettuate ma non ancora incassate) e l'importo della merce acquistata e o prodotta ma non ancora venduta e quindi stoccata nel magazzino di prodotti finiti, semilavorati o materie prime. L'esposizione dei crediti e del magazzino può essere in parte o totalmente compensata dai fornitori, ossia dai debiti verso fornitori per merce acquistata ma non ancora pagata. Gli investimenti sono correlati con l'innovazione e quindi con il miglioramento. Gli investimenti non coerenti con la propria strategia aziendale inizialmente possono non creare un disequilibrio patrimoniale ma impattano sull'equilibrio competitivo che è alla base di tutti gli equilibri. Se l'equilibrio competitivo viene meno anche i rapporti con i finanziatori dell'impresa si indeboliscono e quindi potranno non supportare futuri investimenti e di conseguenza verrà meno l'equilibrio patrimoniale.

1.4 L'equilibrio Economico

L'obiettivo dell'impresa è creare valore economico, ovvero in estrema sintesi produrre un margine positivo pari alla differenza tra i ricavi ottenuti dalle quantità vendute moltiplicato il prezzo unitario di vendita e tutti i costi correlati alla produzione del bene o del servizio. Affinché i costi siano inferiori ai ricavi è fondamentale che l'impresa governi i fattori produttivi in modo efficace ed efficiente, ricordandosi che i costi devono possedere quattro caratteristiche, devono essere: coerenti, sostenibili, bassi e variabili. Coerenti, significa che il costo deve essere utile al proprio business nel momento giusto, infatti lo stesso costo potrebbe risultare non adeguato in due momenti differenti. Inoltre, il costo deve essere sostenibile cioè a parità di coerenza l'impresa deve essere in grado di pagare i propri fornitori per il bene o servizio ricevuto senza andare in sofferenza finanziaria. A parità di coerenza e sostenibilità il costo deve essere basso, ossia confrontando due costi con le stesse caratteristiche l'impresa efficiente sceglie quello con un costo minore e infine, a parità di tutte le altre condizioni l'impresa dovrebbe essere in grado di poter rinunciare al costo in qualsiasi momento e quindi il costo dovrebbe essere variabile sia in funzione dell'utilità del costo in quel determinato momento sia in funzione delle quantità prodotte e di conseguenza vendute. Per governare i costi è necessaria una analisi che distingua gli stessi tra costi operativi ossia quelli relativi alla gestione caratteristica del business e quelli finanziari legati al costo per l'approvvigionamento del denaro da fonti di finanziamento esterne. Inoltre, i costi si possono distinguere tra fissi, variabile e semi variabili in base se si modificano al variare delle quantità prodotto e tra diretti e indiretti in funzione se sono riconducibili in maniera specifica al prodotto o al bene realizzato. Per governare i costi è utile il confronto tra le performance attuali e quelle ottenute nello stesso periodo

precedente, sia in termini assoluti sia in termini relativi rispetto a una grandezza di riferimento come ad esempio i ricavi del relativo anno. Se i ricavi sono superiori a tutti i costi allora si realizza un margine positivo e quindi si ottiene l'equilibrio economico. L'equilibrio economico è influenzato dall'equilibrio competitivo, infatti in presenza di disequilibrio competitivo l'impresa è incapace di essere attrattiva verso i propri clienti potenziali e quindi non realizza i ricavi che sono il punto di partenza per ottenere un margine positivo. Di conseguenza in presenza di un disequilibrio patrimoniale, l'impresa non ha la possibilità di finanziare gli investimenti e quindi o è costretta a sopperire all'innovazione tramite costi più elevati oppure è costretta a pagare un elevato costo del denaro per finanziare i propri investimenti. In ogni caso avere costi molto elevati mette a repentaglio la creazione di un margine positivo e quindi dell'equilibrio economico.

1.5 L'Equilibrio Finanziario

Nel business ogni azione in termini, competitivi, economici e patrimoniali se ben governata ha un impatto positivo in termini finanziari. Infatti, per produrre un prodotto o un servizio sono necessari dei fattori produttivi come ad esempio le materie prime, la forza lavoro, i servizi (luce, affitto, consulenze, etc.) che devono essere approvvigionati da fornitori esterni o interni e quindi remunerati finanziariamente con la diretta conseguenza che producono un flusso di cassa operativo negativo. Anche gli investimenti in beni materiali (terreni e fabbricati, impianti e macchinari, etc.) o immateriali (licenze e brevetti, ricerca e sviluppo etc.) generano un flusso di cassa operativo negativo che deve essere compensato dal flusso di cassa finanziario, ovvero tramite l'apporto di capitale dagli azionisti o mediante l'accensione di un debito bancario o con l'utilizzo della cassa. Dopo aver sostenuto i costi e gli investimenti necessari per produrre un bene o un servizio l'obiettivo dell'impresa è vendere gli stessi e quindi realizzare i ricavi che nel momento dell'incasso si traducono in flussi di cassa operativi positivi. Nel caso in cui l'azienda è in grado in termini operativi di produrre flussi di cassa operativi positivi (la differenza tra i flussi di cassa operativi positivi e negativi è superiore a zero) l'eccedenza di liquidità può essere utilizzata per ridurre il debito verso le banche di breve o medio lungo termine o distribuire i dividendi agli azionisti o essere reinvestiti in azienda (autofinanziamento). Se invece la differenza tra i flussi di cassa operativi positivi e negativi è inferiore a zero, sono necessari flussi di cassa finanziari almeno pari allo stesso importo per risanare il deficit e nel caso in cui gli azionisti non apportassero nuovi capitali oppure le banche o altri finanziatori non volessero erogare nuove fonti di finanziamento, l'impresa non sarebbe in grado di

assolvere i propri impegni finanziari verso i fornitori e dipendenti e quindi sarebbe costretta a dichiarare lo stato di insolvenza. L'equilibrio finanziario si ottiene quando è soddisfatta l'equazione tra i flussi di cassa operativi e i flussi di cassa finanziari.

Essere in equilibrio competitivo, patrimoniale, economico e finanziario è il risultato di una strategia, infatti, il business non è un insieme casuale di azioni oppure di risultati estemporanei, ma la combinazione di scelte strategiche coerenti con la consapevolezza del proprio stato in essere, la pianificazione della strada da percorrere e la trasformazione in azioni operative utili a raggiungere l'obiettivo prefissato. Inoltre, dato che nel business le imprese non operano in un sistema stand-alone, per conservare l'equilibrio della propria impresa è necessario accompagnarsi con fornitori sani adatti a servire clienti strategici conoscendo la qualità dei competitori.

Capitolo 2

La logica della Creazione di Valore Economico

2.1 Introduzione

L'impegno dell'uomo nel mondo del lavoro ha l'obiettivo di produrre ricchezza, ovvero creare un differenziale positivo tra il costo generato per produrre l'output e il ricavo realizzato dalla vendita del bene o un servizio prodotto. Questa definizione è applicabile a tutti i mestieri, ad esempio l'obiettivo del contadino è trasformare la propria forza lavoro e le materie prime, ad esempio i semi e l'acqua, in un output, i frutti, la cui vendita al netto dei costi per la realizzazione produce un differenziale positivo, denominato margine. Anche nel mondo aziendale l'obiettivo è realizzare un differenziale positivo tra i ricavi, non sempre certi sia nella realizzazione sia nell'incasso e i costi certi e sicuramente da pagare. Il margine si realizza se e solo se sono soddisfatti gli equilibri aziendali (competitivo, patrimoniale, economico e strategico) e la sua utilità è di remunerare tutti i portatori di interesse dell'impresa, gli stakeholder. Gli stakeholder sono soggetti o gruppi di soggetti che permettono all'azienda di sopravvivere e si distinguono tra interni ed esterni. Gli stakeholder interni sono la proprietà, il management e i dipendenti, mentre gli stakeholder esterni sono i clienti, fornitori, lo Stato, la società, i creditori e tutti quelli individui che entrano in relazione e quindi influenzano le performance aziendali. Ogni stakeholder ha l'obiettivo di massimizzare il proprio interesse, ad esempio l'obiettivo dei clienti è massimizzare la relazione tra valore percepito e prezzo pagato, l'obiettivo dei fornitori è massimizzare la relazione tra vendita, margine e incasso, etc. L'impresa nasce perché l'imprenditore desidera raggiungere due obiettivi, il primo creare un profitto, ovvero vuole investire il proprio capitale in una attività che produce un rendimento positivo e superiore al costo del capitale utilizzato per il funzionamento della stessa e il secondo che il valore dell'impresa si incrementi nel tempo. Dato che il raggiungimento di questi obiettivi non è banale e la posta in gioco per l'azionista è la perdita del capitale investito, l'azionista

diventa il principale attore, lo stakeholder forte interno, perché si assume tutto il rischio imprenditoriale. L'imprenditore per raggiungere il proprio obiettivo necessita principalmente della collaborazione di stakeholder interni, i dipendenti e i manager. L'obiettivo dei dipendenti è ottenere una remunerazione almeno commisurata alla forza lavoro messa a servizio dell'impresa mentre i manager hanno due obiettivi: massimizzare la crescita dell'impresa, in linea con quanto suggerito inizialmente dalla teoria classica (Adam Smith, David Ricardo e Carl Marx) e massimizzare il proprio compenso in parte funzione della crescita. Non è possibile massimizzare contemporaneamente gli interessi di tutti gli stakeholder interni ed esterni e dato che l'azionista è lo stakeholder più forte, l'obiettivo di creare valore economico a breve e medio lungo termine, ovvero profitto economico nel breve termine e incremento del valore dell'impresa a medio lungo termine prevale nonostante la contrattazione con gli altri portatori di interesse. In relazione al difficile equilibrio tra la massimizzazione degli interessi tra dipendenti, manager e azionisti è sufficiente considerare che uno dei principali ingredienti del profitto economico sono i costi operativi aziendali. Generalmente il costo del lavoro, composto dagli stipendi dei dipendenti e dei manager è tra i costi operativi aziendali più importanti e quindi l'obiettivo di questi ultimi di percepire uno stipendio elevato è in conflitto con l'obiettivo di creare profitto economico per l'imprenditore. Per incentivare gli imprenditori a investire nell'impresa è necessario raggiungere un equilibrio di sistema affinché tutti gli attori coinvolti siano soddisfatti in termini economici, etici e sociali in modo da focalizzare le proprie energie nella stessa direzione. Uno dei meccanismi utili per raggiungere l'equilibrio tra la proprietà, il management e i dipendenti è remunerare le risorse in base al raggiungimento di risultati condivisi ex-ante e misurabili ex-poste. Nella definizione del modello incentivante è fondamentale chiarire e comunicare i risultati che si desiderano raggiungere, definire una strategia funzionale ad ottenere questi risultati ma ancor di più dichiarare lo strumento di monitoraggio e di misurazione delle performance. Il sistema di contabilità classico presente nelle imprese non considera l'imprenditore come attore principale e non mette in evidenza il costo che l'impresa deve riconoscere all'azionista per aver investito i propri capitali, ma gli riserva, dopo aver remunerato tutti i fattori produttivi come ad esempio gli stipendi dei dipendenti, del management e i prodotti e servizi acquistati dai fornitori, gli eventuali utili di esercizio. Questo è uno dei motivi principali per il quale non è corretto utilizzare modelli incentivanti basati su indicatori classici di performance come ad esempio il Return on Equity (ROE) calcolati sull'utile netto aziendale senza considerare il costo del capitale dell'azionista. L'utilizzo di indicatori classici di performance potrebbe indurre il management a massimizzare i propri interessi,

grazie all'utilizzo di informazioni solo in loro possesso e non condivisi con la proprietà, infatti in questo caso l'asimmetria informativa gioca un ruolo fondamentale, gli insider (i manager) conoscono meglio degli outsider (gli azionisti) lo stato presente e futuro dell'impresa e quindi possono usare le informazioni in loro possesso per assecondare i propri obiettivi (Jensen M., Meckling W.M., 1976). Infine, gli indicatori classici di performance non considerano la variabile del rischio e la variabile temporale. Il rischio è un elemento fondamentale in tutti gli investimenti ed è parte integrante nella definizione del costo del capitale dell'azionista. La variabile del tempo è utile a definire il periodo di vantaggio o svantaggio competitivo rispetto i propri competitori, ovvero il numero di anni o di mesi che l'azienda ha a disposizione prima di essere raggiunta dai propri competitori se fermasse il proprio processo di miglioramento. Il tempo è inoltre fondamentale perché i manager sono incentivati a massimizzare i propri obiettivi nel breve periodo al contrario dell'imprenditore che solitamente ha una visione temporale di medio lungo termine. Il compromesso si realizza mediante il riconoscimento ai proprietari di un profitto soddisfacente, che induce costoro (il principale) a rinnovare il contratto al management (l'agente), garantendosi la continuità operativa. Per quanto concerne la distribuzione del profitto, i manager cercano inoltre di comprimere a un livello minimo i dividendi, al fine di privilegiare l'autofinanziamento che consente di disporre di risorse finanziarie senza dover ricorrere al mercato (fonti di finanziamento esterne o aumenti di capitale). Lo strumento corretto per incentivare i dipendenti e il management sui risultati e per definire le performance aziendali è il modello della Creazione di Valore Economico. Il concetto di Creazione di Valore Economico nasce negli Stati Uniti agli inizi degli anni '80, infatti in quel periodo le performance di redditività delle public companies erano di livelli prossimi allo zero o negativi e per cambiare i risultati furono fatte molte operazioni di fusioni, acquisizioni, leverage by out, etc. inoltre fu cambiato il modello di gestione focalizzando l'obiettivo sul raggiungimento del profitto per gli azionisti (Rappaport A., 1998). Il nuovo modello di gestione fu definito Value Based Management, ovvero "un approccio formale, sistematico, alla gestione delle imprese mirato a raggiungere l'obiettivo di massimizzare la creazione di valore per gli azionisti nel lungo termine" (Mc Taggart J., et al, 1994), oppure in altre parole "un approccio al management in base al quale gli obiettivi dell'impresa, le tecniche e i processi di gestione sono coordinati allo scopo di massimizzare il valore dell'impresa stessa. "Gli obiettivi sono raggiunti concentrando le decisioni del management sui "drivers" del valore" (Copeland T., Koller T., Murrin J., 1996) che significa avere "un approccio manageriale il cui primo obiettivo è la massimizzazione del valore per gli azionisti. Le strategie

dell'impresa, i processi, le tecniche di gestione, la misura delle performance e la cultura dell'organizzazione sono guidate dall'obiettivo di massimizzare il valore per gli azionisti" (Arnold G., Davies M., 2000). Dopo un trentennio la maggior parte delle mission aziendali fanno riferimento a questo modello. Nonostante l'elevata diffusione terminologica le aziende meno strutturate fanno molta fatica ad applicare tale modello e sono ancorate ai modelli classici contabili per valutare le performance aziendali, come ad esempio l'utile di bilancio. L'utile netto di bilancio è una misura miope delle performance realizzate dall'impresa in quanto rileva la ricchezza creata nell'anno, ovvero i frutti che l'azienda ha saputo raccogliere, ma trascura il lavoro della semina che sta effettuando per la raccolta dei frutti futuri, ovvero l'avviamento. Inoltre, l'utile netto non prende in considerazione il costo del capitale degli azionisti e quindi anche in presenza di utile netto positivo non è detto che l'impresa stia creando valore economico. Infatti, a differenza dell'utile netto, la creazione di valore economico è il reddito residuale calcolato in termini assoluti che residua dopo aver sottratto ai ricavi delle vendite tutti i costi operativi, finanziari e il costo per la remunerazione del capitale dell'azionista (Bennett Stewart G., 2013; Donna G., 1999). Se il reddito residuale è positivo, allora l'azienda è stata in grado di creare valore economico, altrimenti avrà distrutto valore, nel senso che non è stata in grado di remunerare tutti i portatori di interesse, compreso lo stakeholder più forte, l'azionista. Il valore dell'impresa (capitalizzazione di Borsa) si ottiene sommando all'importo della creazione di valore economico il patrimonio netto dell'impresa.

Il valore dell'impresa è il risultato della strategia operativa e dei risultati operativi che l'azienda consegue ogni giorno, infatti come è mostrato in figura 3 il valore unitario dell'azione è pari al rapporto tra la capitalizzazione di Borsa e il numero delle azioni. La capitalizzazione di Borsa è pari alla somma del valore del patrimonio netto e la creazione di valore economico integrata (CVI). La creazione di valore economico integrata è pari alla sommatoria della creazione di valore economico corrente (CVC) ossia il profitto economico e la creazione di valore economico strategico (CVS). La creazione di valore economico strategico è pari alla differenza del valore dell'avviamento tra due periodi, mentre il profitto economico è pari alla moltiplicazione tra lo spread value e il capitale investito netto operativo. Lo spread value è pari alla differenza tra il rendimento del capitale investito (ROI) e il costo medio ponderato del capitale (wacc). Il ROI è pari alla moltiplicazione tra il rendimento del capitale rispetto ai ricavi (ROS) e l'indice di rotazione del capitale investito (NAT). Il ROS è pari al rapporto tra il risultato operativo netto e i ricavi ed è conseguenza del livello di efficienza ed efficacia dei costi, dei processi e della politica commerciale (prezzi, volumi e mix di vendita,

etc.). Il NAT è pari al rapporto tra i ricavi e il capitale investito netto operativo e il risultato è condizionato per quanto riguarda i ricavi della politica commerciale, mentre in relazione al capitale investito netto operativo della gestione del capitale fisso netto operativo, ovvero degli investimenti e del capitale circolante netto operativo, ossia la politica di gestione delle dilazioni di incasso dai clienti (DSO, *days sales outstanding*), di pagamento dei fornitori (DPO, *days payable outstanding*), della gestione delle giacenze di magazzino (DWO, *days warehouse outstanding*). L'altro elemento dello spread value è il costo medio ponderato del capitale (wacc) funzione della politica di finanziamento del capitale investito netto operativo, del costo del capitale dalle fonti di finanziamento esterne (K_d) e del costo del capitale dell'azionista (K_e) direttamente correlato con il livello di rischio competitivo (β_c) risultato della posizione competitiva dell'impresa rispetto al sistema competitivo del business in cui opera (qualità dei clienti, competitori, fornitori, fattori politici, economici, sociali, tecnologici, etc.). In sintesi, si evidenzia come il valore dell'impresa e la conseguente relazione con i mercati finanziari è influenzata direttamente dai risultati ottenuti nella gestione operativa giornaliera, per questo motivo la sfida di ogni impresa è responsabilizzare tutti i suoi collaboratori a prendere parte attiva nel processo di miglioramento e di massimizzazione del valore dell'azienda sapendo che l'incremento della creazione di valore economico integrata è un trade-off tra la massimizzazione dei risultati di breve periodo (CVC) e quelli di medio lungo termine (CVS) e per tanto è fondamentale monitorarle per poter mantenere e migliorare il valore dell'impresa attraverso gli strumenti del controllo di gestione.

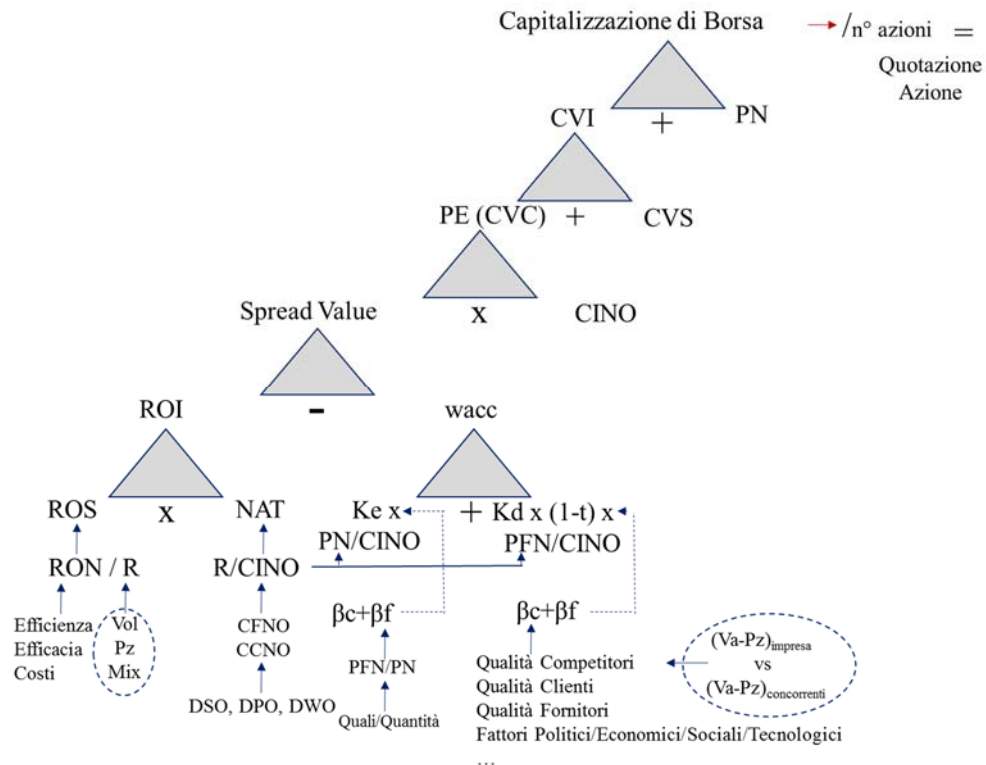


Figura 3: Capitalizzazione di Borsa

Determinare l'esatto valore dell'impresa non è un esercizio banale in quanto sono diverse le sfide scientifiche da affrontare, come ad esempio il calcolo della creazione di valore economico strategico, ovvero il delta avviamento tra due periodi, il periodo di vantaggio competitivo, il tasso di crescita del profitto economico e il valore del rischio competitivo per il calcolo del costo medio ponderato del capitale utile per la determinazione del profitto economico.

Per facilitare la comprensione della qualità della strategia operativa dell'impresa, ovvero la capacità di generare CVC e CVS è proposta la Matrice Competitiva (Figura 4). La matrice è composta da quattro quadranti (Guelfi S., 2013) dove in ascissa vi è l'incidenza percentuale della creazione di valore strategico rispetto i ricavi che può assumere valori positivi (+ Semina), negativi (- Semina) o pari a zero (Neutra) e in ordinata l'incidenza percentuale della creazione di valore corrente rispetto i ricavi e anche essa può assumere valore positivi (+ Raccolto), negativi (- Raccolto) o pari a zero (Neutra). Nella matrice è presente la bisettrice che rappresenta la frontiera tra CVI negativo e positivo, se l'incrocio tra il valore di CVC e CVS è a destra della bisettrice allora la creazione di valore

integrata (CVI) è positiva, altrimenti è negativa. In relazione ai quattro quadranti, se la strategia dell'impresa è in grado di raccogliere risultati nel presente, ovvero CVC positivo ed è capace di seminare per il futuro, ovvero CVS positivo, allora la creazione di valore integrata è positiva e la strategia dell'impresa è definita Lungimirante (I quadrante) ciò significa che potenzialmente la strategia è in grado di creare valore in modo continuativo. Se l'impresa distrugge valore strategico (il valore di avviamento dell'anno in corso è inferiore al valore di avviamento dell'anno precedente) ma è in grado di raccogliere risultati nel presente, allora l'impresa è in Rilassamento oppure in Miopia (II quadrante). La distinzione tra rilassamento e miopia dipende dalla posizione della strategia operativa nell'anno precedente, ad esempio se per due anni consecutivi la strategia dell'impresa si posiziona nel II quadrante oppure la posizione della strategia nell'anno precedente si posizionava nel III o IV quadrante allora l'impresa è Miope, altrimenti se l'anno precedente la strategia operativa si trovava nel I quadrante allora l'attuale strategia presente nel II quadrante è definita in rilassamento. Il III quadrante è relativo alla Criticità o Cecità, ovvero l'azienda non è stata in grado di perseguire un valore positivo di CVC e CVS e quindi ha distrutto valore sia nel breve che nel medio lungo periodo. Persistere per diversi anni nel quadrante della cecità senza alimentare l'azienda con apporti di capitale da parte degli azionisti o da parte delle banche conduce la stessa al fallimento. Il IV quadrante è relativo alla Messa a Fuoco, ciò significa che l'impresa è in cambiamento strategico ovvero nel presente non è in grado di generare creazione di valore corrente, ma sta investendo per il futuro e il valore dell'avviamento generato nell'anno in corso è superiore al valore di avviamento dell'anno precedente. Infine, se i valori di CVC e CVS sono in prossimità dell'origine essi rientrano in una zona Multifocale, ovvero non è chiara la posizione della strategia operativa dell'impresa e quindi non è possibile definire nettamente l'appartenenza a un quadrante. Evidenziare nella matrice la posizione attuale dell'impresa e il percorso degli ultimi 4 anni permette di definire la qualità della strategia competitiva e la sua coerenza nel tempo. Per le aziende più strutturate la matrice competitiva può essere uno strumento per definire la posizione obiettivo per l'anno a venire e quindi determinare i cambiamenti operativi necessari per modificare i driver che definiscono la creazione di valore corrente e strategico.



Figura 4: La Strategia Operativa

2.2 Creazione Corrente di Valore Economico

La prima componente della creazione di valore economico integrata e la creazione di valore economico corrente. Utilizzando un paragone borsistico, essa è assimilabile al dividendo che l'azienda distribuisce ai propri azionisti dopo aver conseguito l'utile di esercizio. Il profitto economico (PE) misura la creazione o distruzione di ricchezza economica che l'azienda ha generato nel presente, massimizzando la "raccolta" dei risultati di breve termine ed è pari alla differenza tra il risultato operativo netto (RON) e il prodotto tra il costo medio ponderato del capitale (wacc) e l'importo del valore del capitale investito netto operativo (VCINO), $PE = RON - (wacc * VCINO)$.

Rispetto alla misura di performance dell'utile netto il profitto economico non prende in considerazione i proventi e gli oneri finanziari, straordinari e non inerenti ma considera solo i ricavi e i costi operativi. Infatti, l'obiettivo del profitto economico è determinare se la gestione caratteristica dell'impresa è stata in grado di generare un extra profitto utile a remunerare il costo del capitale investito nell'impresa da parte degli azionisti e da parte di terzi finanziatori. La sfida dell'impresa è generare un risultato operativo elevato attraverso il governo dei costi discriminando quelli utili e coerenti con il business in modo da rendere l'impresa più competitiva e generare dei ricavi profittevoli e incassabili, il tutto con il minimo importo di capitale investito a basso costo.

Oltre alla performance puntuale del profitto economico e utile analizzare le cause

della variazione. La variazione del profitto economico è data dalla variazione delle sue componenti fondamentali, cioè del risultato operativo netto, del capitale investito operativo e del costo medio del capitale. Essa può essere così rappresentata:

$$\frac{\Delta PE}{PE} = \frac{\Delta RON - (\Delta wacc * VCINO_0 + wacc_{,1} * \Delta VCINO)}{RON - wacc_{,0} * VCINO_0}$$

La variazione del profitto economico può essere analizzata più nel dettaglio analizzando la formula precedente e prendendo in considerazione i determinanti fondamentali della crescita:

$$\frac{\Delta PE}{PE} = \frac{\frac{\Delta RON}{RON} - \left(\frac{\Delta wacc * VCINO_0}{RON} + \frac{wacc_{,1} * \Delta VCINO}{RON} \right)}{\frac{RON - wacc_{,0} * VCINO_0}{RON}}$$

ne consegue che maggiore è la differenza tra i risultati netti attesi dall'attività caratteristica e la remunerazione da riconoscere ai finanziatori, e maggiore a parità di altre condizioni, è il valore economico atteso connesso all'impiego del capitale.

Il valore del CVC può variare positivamente o negativamente principalmente per quattro cause:

- 1- positivamente grazie a un'ottima performance economica operativa dell'impresa nell'anno causata ad esempio dalla presenza di nuovi clienti oppure dalle migliori condizioni di acquisto, oppure, negativamente da una pessima performance a causa della perdita di efficienza produttiva;
- 2- eventi esterni legati alla congiuntura macro economica del paese in cui opera il settore oppure del business di appartenenza;
- 3- una stima ottimistica o pessimistica degli elementi per il calcolo del rischio operativo e di conseguenza del costo medio ponderato del capitale;
- 4- frequente variazione del mix delle fonti di finanziamento dell'impresa.

Per la determinazione del profitto economico in alternativa alla formula precedente è possibile moltiplicare lo spread value tra il rendimento del capitale investito (ROI) e il costo medio ponderato del capitale (wacc) con il valore del capitale investito netto operativo (VCINO), $PE = (ROI - wacc) * VCINO$.

Maggiore è la differenza tra il rendimento del capitale investito e il costo medio

ponderato del capitale e maggiore, a parità di altre condizioni, è la creazione di valore economico corrente.

Per determinare la qualità operativa dell'impresa è utile suddividere il CVC tra la componente operativa CVC_o e la componente finanziaria CVC_f . Per calcolare la creazione di valore corrente operativa è sufficiente ipotizzare che tutto il capitale investito netto operativo fosse finanziato dagli azionisti senza l'apporto di capitale di terzi, di conseguenza la prima condizione è che il valore del capitale investito netto operativo è uguale al valore del patrimonio netto unlevered, $VCINO=VPN_u$, dove il valore del patrimonio netto è pari alla somma del patrimonio netto contabile e il valore dell'avviamento unlevered, $VPN_u=PN+AV_u$, mentre la seconda condizione è che il costo medio ponderato del capitale è uguale al costo del capitale dell'azionista unlevered (K_{eu}). Con questa ipotesi il CVC_o è pari alla differenza tra il risultato operativo netto e la moltiplicazione tra costo del capitale unlevered e il valore del patrimonio netto, $CVC_o=RON-(K_{eu}*VPN)$.

La creazione di valore corrente finanziaria CVC_f misura la creazione di valore realizzata dalla gestione finanziaria di breve termine ed è pari alla differenza tra quanto il capitale investito (VPN_u) costerebbe (K_{eu}) se gli azionisti lo finanziassero interamente (ipotesi unlevered) e quanto effettivamente costa tenendo conto degli oneri finanziari al netto dell'imposizione fiscale ($OF*(1-t)$) pagati per remunerare il capitale ricevuto a titolo di prestito e del maggiore rischio (K_e) che grava sul capitale di rischio (VPN), $CVC_f=K_{eu}*VPN_u-OF*(1-t)-K_e*VPN$.

Il calcolo della creazione di valore economico corrente si basa sia su valori oggettivi derivanti dalle voci economiche di bilancio sia su elementi determinati da modelli di calcolo soggettivi e alimentati dall'esperienza e dalla conoscenza delle dinamiche del business oggetto dell'analisi. Per tale motivo per calcolare i valori del CVC, CVC_o e CVC_f non è possibile applicare le stesse metriche e scale a diverse tipologie di business e quindi i modelli assumono una dinamica sempre meno soggettiva se l'analisi è effettuata da esperti sia del settore sia della metodologia di analisi. Esperti di settore non si nasce ma si diventa frequentando per molto tempo, conoscendo di persona e analizzando le performance delle imprese appartenenti al business oggetto dell'analisi con l'ambizione di diventarne il riferimento scientifico.

2.2.1 Risultato operativo netto

Il Risultato Operativo Netto (RON) è il primo ingrediente della formula del Profitto Economico. Esso misura la capacità dell'impresa di generare in termini operativi un differenziale positivo tra i ricavi, i costi operativi sia fissi sia variabili

e le imposte di competenze (Tabella 1). I ricavi sono pari alla moltiplicazione dei volumi venduti per il prezzo di vendita. I costi operativi fissi sono tutti i costi che non variano al variare delle quantità prodotte e sono generalmente i costi per servizi, i costi del godimento beni di terzi, i costi del personale (non interinale), gli ammortamenti, gli accantonamenti e gli oneri diversi di gestione. I costi operativi variabili sono tutti i costi che variano al modificare delle quantità prodotto, come ad esempio i costi delle materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci e la variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci. Il RON è pari alla differenza tra il Risultato Operativo Lordo (ROL), l'imposizione IRES+IRAP teorica attinente al ROL e la quota interessi del canone di leasing. Il ROL è pari alla differenza tra il Valore della Produzione (voce A della IV direttiva CEE) principalmente composto dai ricavi delle vendite e delle prestazioni (quantità vendute per prezzo di vendita unitario) e tutti i Costi della Produzione (voce B della IV direttiva CEE), pari alla somma di tutti i costi necessari a produrre l'output (costo delle merci, dei servizi, del godimento beni di terzi, del personale, degli ammortamenti, etc.).

Tabella 1: Conto Economico

CONTO ECONOMICO	
A) VALORE DELLA PRODUZIONE	
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni	
2) Variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e	
3) Variazione dei lavori in corso su ordinazione	
4) Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	
5) Altri ricavi e proventi, con separata indicazione dei contributi in conto esercizio	
Totale (A)	
B) COSTI DELLA PRODUZIONE	
6) Per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	
7) Per servizi	
8) Per godimento beni di terzi	
9) Per il personale	
a) Salari e stipendi	
b) Oneri sociali	
c) Trattamento di fine rapporto	
d) Trattamento di quiescenza e simili	
e) Altri costi	
10) Ammortamenti e svalutazioni	
a) Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	
b) Ammortamento delle immobilizzazioni materiali	
c) Altre svalutazioni delle immobilizzazioni	
d) Svalutazione dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità	
11) Variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	
12) Accantonamenti per rischi	
13) Altri accantonamenti	
14) Oneri diversi di gestione	
Totale (B)	
DIFFERENZA TRA VALORE E COSTI DELLA PRODUZIONE (A-B)	

L'imposizione IRES+IRAP teorica attinente al ROL è pari alla somma tra la moltiplicazione dell'aliquota fiscale sul reddito societario (IRES) e la base imponibile operativa teorica IRES (pari alla somma tra il Risultato Operativo Lordo (ROL) e la quota di interessi dei canoni di leasing) e la moltiplicazione tra l'aliquota dell'imposta regionale sulle attività produttive (IRAP) e la base imponibile operativa teorica dell'IRAP (pari alla somma della base imponibile operativa teorica IRES, il Costo per il Personale (B.9) e la Svalutazione dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide (B.10d)).

2.2.2 Costo Medio Ponderato del Capitale

Il secondo ingrediente della formula del Profitto Economico è il Costo Medio Ponderato del Capitale (*weighted average cost of capital*) e indica il costo del capitale che l'impresa deve riconoscere ai propri finanziatori. Esso è la media pesata tra il costo del capitale proprio dell'azionista K_e per la quota parte del valore del patrimonio netto rispetto al totale del valore del capitale investito netto operativo e l'eventuale costo del debito da fonti di finanziamento esterne K_d per la quota parte tra l'importo del debito e il valore capitale investito netto operativo nettata dall'impatto fiscale (Modigliani F., Miller M., 1958) $wacc = K_e * VPN / VCINO + K_d * DF / VCINO * (1 - ts)$. Pertanto, per il calcolo del wacc è necessario conoscere il costo del capitale da riconoscere alle fonti di finanziamento esterne K_d e il costo del denaro da riconoscere all'azionista per aver investito nella propria azienda. In relazione al costo del denaro da fonti di finanziamento esterne, esso è un termine noto perché è definito dagli istituti di credito al momento della richiesta di un nuovo finanziamento sulla base della rischiosità dell'impresa nell'assolvere l'impegno assunto di ripagare il debito, mentre il costo opportunità dell'azionista non è un termine esplicitato ma è in funzione del rischio dell'impresa (Bennet Stewart G. III, 1991; Sharpe W.F., 1964). Il ritorno del capitale per l'azionista deve essere coerente con il livello di rischio dell'impresa che tramite il modello del Capital Asset Pricing Model (Ross S.A., 1977) è possibile rappresentare con la somma tra il tasso risk free, ovvero pari al ritorno ottenuto dagli investimenti privi di rischio e quindi corrispondenti ai titoli di stato di lunga scadenza (decennali) e il prodotto del coefficiente di rischio beta asset, β_a e il Premio di Mercato, $K_e = rf + \beta_a * PM$. Il beta asset β_a è pari alla somma del beta finanziario β_f e del beta operativo β_o (o beta competitivo β_c) e a sua volta il beta finanziario β_f è pari al beta operativo β_o moltiplicato il rapporto tra l'importo del debito finanziario verso terzi e il valore del patrimonio netto sottratto dell'imposizione fiscale (ts), $\beta_f = \beta_o * [DF * (1 - ts) / VPN]$. Ne consegue che minore è il

profilo di rischio competitivo e finanziario e maggiore, a parità di altre condizioni, è il valore economico attribuibile al capitale investito. Il rischio competitivo è una variabile fondamentale per definire il contesto in cui opera l'impresa, e il management deve avere ben chiaro "che programmare e controllare il valore economico implica innanzitutto pianificare e monitorare il rischio competitivo, ed i frutti di tale processo di governo manageriale del rischio competitivo ECMR (*enterprise competitive risk management*) si chiamano consistenza, durate e volatilità (sana) dei risultati attesi" (Guelfi S., 2009). Maggiore è la volatilità dei risultati sia in termini positivi sia in termini negativa e maggiore è il livello di rischio associato ad essi. Infine, l'ultimo elemento della formula per il calcolo del costo del capitale dell'azionista è il Premio di Mercato pari alla differenza tra il rendimento di mercato ed il tasso di interesse privo di rischio. La vera sfida nella determinazione del costo del capitale dell'azionista per le aziende non quotate nei mercati finanziari è il calcolo del rischio competitivo. In questi casi è necessario utilizzare un approccio bottom-up, ovvero basato su un modello ad hoc per il settore oggetto dell'analisi che utilizzi i fondamentali dell'impresa. In riferimento al settore dell'Automotive Independent After Market è stato creato un modello di valutazione del rischio competitivo basato su sette indicatori di performance economico finanziari. Per ogni indicatore è determinato un intervallo di valutazione e per ogni intervallo è associato un valore di rischio, il valore di rischio operativo finale è pari alla media semplice dei rischi calcolati per ciascun indicatore. Il primo indicatore è la Leva Operativa sui volumi (LOv) pari al rapporto tra il margine di contribuzione e il risultato operativo lordo, $LOv = MdC/ROL$, e misura la sensibilità del risultato operativo lordo alla variazione dei volumi di vendita. Questo significa che maggiore è la percentuale di costi fissi rispetto al valore della produzione e superiore è la leva operativa, ad esempio se la LO è pari a 2 e vi è un incremento dei volumi venduti del 5%, a parità di altre condizioni il risultato operativo lordo aumenterà del 10%, quindi maggiore è il risultato dell'indicatore è maggiore sarà la volatilità del risultato del ROL e di conseguenza sarà maggiore il livello di rischio competitivo. Il secondo indicatore utilizzato per il calcolo del rischio competitivo è lo Sviluppo del Valore della Produzione ed è pari all'incremento o decremento in percentuale del valore della produzione dell'anno corrente (VP a.c.) rispetto l'anno precedente (VP a.p.), $\Delta\%VP = (VP\ a.c.) / (VP\ a.p.) - 1$. A parità di altre condizioni maggiore è il valore della produzione e minore è il livello di rischio competitivo associato. Il terzo indicatore di performance del modello è il Valore Aggiunto rispetto il valore della produzione (VA%). Il Valore Aggiunto è pari alla differenza tra il valore della produzione e tutti i costi operativi esterni (COe) dell'impresa, ovvero tutti i costi relative a forniture di bene e servizi acquistati dall'azienda come ad esempio il costo

delle materie prime, dei servizi, $VA\%=(VP-COE)/VP$. Esso indica quanto valore le risorse interne sono in grado di aggiungere ai fattori produttivi acquistati dall'esterno consentendo all'impresa di proporre i propri beni al mercato con un prezzo accettabile. Maggiore è l'indicatore Valore Aggiunto % e minore è il livello di rischio associato. Il quarto indicatore è la Leva Finanziaria (LF) pari al rapporto tra la posizione finanziaria netta (PFN) e il patrimonio netto (PN), $LF=PFN/PN$, più è elevato l'importo dell'indicatore e maggiore è l'esposizione del debito finanziario dell'impresa e quindi maggiore è il rischio operativo associato. In caso di negatività dell'indicatore per presenza di liquidità sul conto corrente il rischio associato è minimo, in caso di negativa per effetto del patrimonio netto negativo il rischio è massimo. Il quinto indicatore è la Vocazione Finanziaria del MOL (VFM), ovvero il rapporto tra la posizione finanziaria netta e il margine operativo lordo, $VFM=PFN/MOL$, esso indica a parità di margine operativo lordo il numero di anni necessari per ripagare il debito finanziario al netto della liquidità. Maggiore è il numero indice e maggiore è il numero di anni necessari per ripagare il debito, quindi maggiore è il rischio associato. In caso di negatività per effetto della posizione finanziaria netta il rischio è minimo, altrimenti se la negatività dell'indicatore è causata dalla negatività del margine operativo lordo oppure dalla contemporanea negatività della posizione finanziaria netta e del patrimonio netto il livello di rischio associato è massimo. Il sesto indicatore è la Dimensione del valore della produzione dell'impresa. A parità di altre condizioni un'azienda con il valore della produzione maggiore rispetto a un'altra è meno rischiosa. L'ultimo indicatore per il calcolo del rischio operativo è il Margine Operativo sul Venduto, ovvero il rapporto tra Margine Operativo Lordo e il Valore della Produzione, $MOS=MOL/VP$. Misura la capacità dell'impresa di generare un differenziale positivo tra il valore della produzione e tutti i costi operativi dell'impresa tranne gli ammortamenti, gli accantonamenti e le svalutazioni. Maggiore è il valore percentuale dell'indicatore e minore è il livello del rischio operativo associato. La media semplice dei risultati dei sette indicatori determina il valore di rischio operativo. Di seguito sono riportati per ogni indicatore il modello per il calcolo del rischio (Tabella 2):

Tabella 2: Rischio Operativo

Leva Operativa sui Volumi			Sviluppo del Valore della Produzione		
Risultato Indicatore	Impatto	Livello di Rischio	Risultato Indicatore	Impatto	Livello di Rischio
16,0	Alto	3,00	1,15	Alto	0,33
8,0	Medio alto	1,73	1,10	Medio alto	0,58
4,0	Medio	1,00	1,05	Medio	1,00
2,0	Medio basso	0,58	1,00	Medio basso	1,73
1,0	Basso	0,33	0,95	Basso	3,00

Valore Aggiunto %			Leva Finanziaria		
Risultato Indicatore	Impatto	Livello di Rischio	Risultato Indicatore	Impatto	Livello di Rischio
10%	Alto	3,00	1,75	Alto	3,00
15%	Medio alto	1,73	1,75	Medio alto	1,73
20%	Medio	1,00	1,25	Medio	1,00
25%	Medio basso	0,58	0,75	Medio basso	0,58
30%	Basso	0,33	0,25	Basso	0,33

Vocazione Finanziaria del MOL			Dimensione		
Risultato Indicatore	Impatto	Livello di Rischio	Risultato Indicatore	Impatto	Livello di Rischio
8,00	Alto	3,00	< 7.500.000	Alto	3,00
6,00	Medio alto	1,73	7.500.000	Medio alto	1,73
4,00	Medio	1,00	12.500.000	Medio	1,00
2,00	Medio basso	0,58	20.000.000	Medio basso	0,58
0,00	Basso	0,33	> 20.000.000	Basso	0,33

Margine Operativo Lordo vs VP		
Risultato Indicatore	Impatto	Livello di Rischio
3,00%	Alto	3,00
4,50%	Medio alto	1,73
7,00%	Medio	1,00
11,00%	Medio basso	0,58
15,00%	Basso	0,33

Gli indicatori di performance utilizzati nel modello per il calcolo del rischio operativo sono scelti in base alle caratteristiche del business oggetto dell'analisi e tutte le scale sono calcolate in relazione ai valori delle aziende appartenenti al settore.

2.2.3 Valore del Capitale Investito Netto Operativo

Dopo aver calcolato il costo medio ponderato del capitale, il quarto ingrediente per il calcolo del profitto economico è il valore del capitale investito netto operativo dell'azienda (VCINO). Il valore del capitale investito netto operativo può differenziarsi dall'importo del capitale investito netto operativo (CINO) in quanto

il capitale investito netto operativo è l'ammontare di denaro investito nell'impresa utile a produrre un prodotto o servizio destinato alla vendita e iscritto nello Stato Patrimoniale nel Bilancio in IV direttiva CEE. Lo Stato Patrimoniale è composto dall'attivo dove sono presenti gli investimenti, dal passivo contenente i finanziamenti. L'investimento si differenzia da un costo perché la sua durata è pluriennale e l'importo è superiore a 516,23 €. Gli investimenti si dividono in medio lungo termine o di breve termine, quelli di medio lungo termine si caratterizzano per la durata superiore ai dodici mesi e si suddividono in:

- Immobilizzazioni Immateriali, ripartiti tra i costi di impianto e ampliamento, costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità, i diritti e brevetti, le concessioni, licenze e marchi, l'avviamento, le immobilizzazioni in corso e acconti e le altre immobilizzazioni;
- Immobilizzazioni Materiali, ovvero i beni strumentali come i terreni e fabbricati, impianti e macchinari, attrezzature industriali e commerciali, le immobilizzazioni in corso e acconti e gli altri beni;
- Immobilizzazione Finanziarie, suddivisi in partecipazioni in imprese controllate, collegate, controllanti e verso altri, in crediti verso imprese controllate, collegate, controllanti e verso altri, in altri titoli e in azioni proprie.

Gli investimenti di breve termine, denominati anche Attivo Circolante, hanno avere una durata inferiore ai dodici mesi e sono composti da:

- Rimanenze, tra cui le materie prime, sussidiarie e di consumo, i prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti, i lavori in corso su ordinazione e gli acconti;
- Crediti verso i clienti, imprese controllate, collegate, controllanti, crediti tributari, le imposte anticipate e i crediti verso altri, suddivisibili in entro e oltre dodici mesi;
- Attività finanziarie, tra cui le partecipazioni in imprese controllate, collegati, controllanti, in altre imprese, le azioni proprie e gli altri titoli;
- Disponibilità liquide, suddivise in depositi bancari e postali, assegni e denaro e valori in cassa.

Completano il totale dell'attivo i ratei e risconti attivi, ovvero costi di competenza di più esercizi, in parte già maturati nell'esercizio corrente.

Tutti gli investimenti devono essere finanziati, quindi il totale del passivo è la contropartita del totale dell'attivo. I finanziamenti si suddividono in:

- Patrimonio netto ossia i capitali propri dell'azionista, suddivisi in capitale sociale, riserve, utile portato a nuovo e utile dell'esercizio;
- Fondi per rischi e oneri, tra cui il trattamento di quiescenza, le imposte e altri rischi e oneri;
- Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato (T.F.R.), ovvero i soldi che i

dipendenti hanno maturato negli anni e che vanno restituiti nel momento dell'uscita dall'azienda;

- Debiti, suddivisibili tra operativi e finanziari ed entro e oltre i dodici mesi. In particolare, i debiti operativi sono correlati alla gestione caratteristica dell'impresa come ad esempio gli acconti, i debiti verso fornitori, debiti verso imprese controllate, imprese collegate e controllanti, i debiti tributari, i debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale e gli altri debiti. I debiti finanziari sono le obbligazioni, obbligazioni convertibili, i debiti verso soci per finanziamenti, i debiti verso le banche e i debiti verso altri finanziatori.

Infine, vi sono i ratei e risconti passivi utili a registrare ad esempio un ricavo già rilevato nel presente esercizio, ma di competenza di esercizi successivi.

Il Capitale Netto Operativo (CINO) (Figura 5) è pari alla somma del Capitale Fisso Netto Operativo (CFNO), del Capitale Circolante Netto Operativo (CCNO) al netto dei Fondi per rischi e oneri e del Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato. Il CFNO rappresenta il capitale operativo investito in azienda nel medio lungo termine, in immobilizzazioni materiali e immateriali al netto dei valori del fondo ammortamento. Il CCNO è il capitale impiegato in azienda con una rotazione di più volte durante l'anno ed è pari alla somma delle rimanenze, dei crediti operativi e dei ratei e risconti attivi al netto dei debiti operativi. I crediti operativi sono i denari che l'impresa avanza dai propri clienti, imprese collegate, controllate e controllanti, i crediti tributari e le imposte anticipate e altri crediti. Il CINO pari alla somma del CFNO e del CCNO rettificato dai fondi ammortamento e dai fondi per rischi e oneri e dal fondo T.F.R.. Il CINO deve essere interamente finanziato o dagli azionisti attraverso il Patrimonio Netto oppure attraverso la Posizione Finanziaria Netta (PFN). La PFN è pari alla somma dei debiti finanziari al netto delle attività finanziarie di breve termine e delle disponibilità liquide.

+	Capitale Fisso Netto Operativo (CFNO)	Capitale Investito Netto Operativo (CINO)	+	Patrimonio Netto (PN)
-	T.F.R.		+	Posizione Finanziaria Netta MLT (PFN MLT)
+	Capitale Circolante Netto Operativo (CCNO)		+	Posizione Finanziaria Netta BT (PFN BT)

Figura 5: Capitale Investito Netto Operativo

Il valore del capitale investito netto operativo (VCINO) si differenzia rispetto al CINO in quanto esso è pari alla somma del valore del patrimonio netto (VPN) e l'ammontare del valore della posizione finanziaria netta (VPFN). Se determinare l'importo del patrimonio netto non è un problema, perché disponibile nel bilancio d'esercizio, per determinare il valore del patrimonio netto esistono due modelli: il modello finanziario e il modello economico (Donna G., 1999). Il modello finanziario è pari alla sommatoria dei flussi di cassa futuri attesi dagli azionisti (dividendi, Div) scontati al costo medio ponderato del capitale $VPN = \sum Div_i / (1 + wacc)^i$. Il modello economico è pari alla somma tra il patrimonio netto e l'avviamento, $VPN = PN + AV$, dove l'avviamento è pari al valore attuale netto dei profitti economici futuri attesi attualizzati al costo medio ponderato del capitale, $VPN = PN + \sum PE_i / (1 + wacc)^i$. Entrambi i modelli producono lo stesso risultato, ma per calcolare il valore del patrimonio netto è preferibile l'uso del modello economico perché si fonda interamente su entità economiche e permette di calcolare direttamente il valore dell'avviamento. In relazione al valore della posizione finanziaria netta essa corrisponde alla posizione finanziaria netta perché l'importo è a valori correnti ($VPFN = PFN$).

2.2 Creazione Strategica di Valore Economico

L'obiettivo di creazione di valore economico non si esaurisce con la realizzazione della creazione di valore corrente. Oltre a massimizzare i risultati di breve periodo, l'impresa deve essere in grado di "seminare" ricchezza economica per il futuro, infatti chi investe in un titolo quotato in Borsa oltre a massimizzare i risultati di breve periodo attraverso il dividendo desidera che il valore della propria azione aumenti nel tempo. La capacità dell'impresa di "seminare" per il futuro e quindi di incrementare il valore economico dell'impresa rispetto a ieri è definita creazione di valore economico strategico (CVS). La parola "strategia" presente nel concetto di creazione di valore evidenzia la necessità da parte dell'impresa di determinare a priori gli obiettivi da raggiungere definendo i mezzi e i tempi del risultato così come descritto nei capitoli precedenti. La capacità dell'impresa di creare valore economico strategico è determinata attraverso il calcolo dell'avviamento e dalla differenza di tale valore rispetto a due periodi, $CVS = AV_n - AV_{n-1}$. Se la differenza di avviamento tra due anni è positiva allora l'impresa è stata in grado di seminare per il futuro e il valore economico a parità di CVC sarà più elevato, altrimenti se il valore di CVS è negativo l'impresa avrà distrutto valore in termini strategici. La presenza della creazione di valore strategico ha l'obiettivo di non rendere miope la valutazione del valore aziendale focalizzata solo sui risultati

di breve periodo e quindi sulle performance realizzata nell'anno ma di introdurre metriche di valutazione dei risultati futuri dando una visione lungimirante agli azionisti dell'impresa. Per il calcolo del CVS è necessario tradurre in termini numerici la qualità del business frutto dell'impatto delle variabili di sistema come la pressione competitiva e l'analisi delle variabili politiche, economiche, sociali e tecnologiche sulle performance dell'impresa correlate allo sviluppo atteso della domanda e alla profittabilità del business. Anche se le analisi presentano molti elementi di soggettività, tanto più elevata è la qualità degli esperti di settore e maggiore sarà il grado di affidabilità del risultato ottenuto, infatti sarebbe un errore maggiore non considerare il valore della creazione di valore strategico per timore di utilizzare modelli non fondati su valori oggettivi.

Così come per la creazione di valore economico corrente è molto utile per l'impresa determinare se la creazione o distruzione di valore economico strategico è derivata dalla componente operativa oppure finanziaria e in quale misura. La creazione di valore economico strategico operativo (CVSo) misura la capacità dell'impresa di seminare per il futuro utilizzando i mezzi propri ed è pari alla differenza dei valori di avviamento tra due periodi calcolati come se l'impresa fosse finanziata solo da capitale proprio degli azionisti (unlevered), $CVCS_o = AV_{u_n} - AV_{u_{n-1}}$.

La creazione di valore strategico finanziario (CVSf) misura la capacità dell'impresa di creare valore con la semina attraverso l'uso di fonti di finanziamento esterne, ed è pari alla differenza dell'avviamento finanziario (AVf) tra due periodi, $CVSf = AV_{f_n} - AV_{f_{n-1}}$. L'avviamento finanziario è ottenuto per differenza tra l'importo dell'avviamento calcolato considerando che il capitale investito è finanziato da fonti di finanziamento esterne e l'avviamento derivato dall'ipotesi che il capitale investito fosse finanziato solo dal capitale degli azionisti.

Prima di determinare gli ingredienti utili per il calcolo del CVS come analogamente fatto per il CVC è utile ipotizzare che esso può variare positivamente o negativamente principalmente per quattro cause:

- 1- positivamente se l'impresa ha effettuato investimenti che hanno aumentato il valore del patrimonio netto o viceversa se ha effettuato investimenti non strategici che hanno decrementato il valore del patrimonio netto;
- 2- è diminuita o è aumentata la pressione competitiva del mercato quindi è migliorata o peggiora la qualità del business;
- 3- è migliorato o peggiorato l'impatto delle variabili politiche, economiche sociali e tecnologiche sulle performance dell'impresa;
- 4- incremento o decremento delle stime dello sviluppo atteso della domanda con impatto positivo o negativo sulla qualità del business.

2.2.1 Avviamento

L'avviamento (*goodwill*, AV) si realizza quando la differenza tra il valore del patrimonio netto (VPN) e l'importo del patrimonio netto contabile (PN) è positiva, altrimenti se il valore del capitale degli azionisti è inferiore al valore del patrimonio netto contabile l'impresa sta distruggendo avviamento ovvero sta creando Disavviamento (*badwill*).

Utilizzando per il calcolo dell'avviamento la formula inversa del valore del patrimonio netto $VPN=PN+AV=PN+\sum PE_i/(1+wacc)^i$ l'avviamento è uguale a $AV=\sum PE_i/(1+wacc)^i$ (Donna G., 2003; Rappaport A., Maboussin M., 2001). Si evince che l'avviamento è positivo solo se il profitto economico è positivo e di conseguenza è positiva la differenza tra il rendimento del capitale e il costo del capitale medio ponderato del capitale (spread), in caso contrario ci sarà disavviamento. Inoltre, se si ipotizza che il profitto economico abbia un tasso di sviluppo (gPE) e che il profitto economico non sia perpetuo ma della durata pari al periodo di vantaggio competitivo (CAP) (Besanko D. et al., 2000; Greenwald et al., 2001) la formula dell'avviamento è pari a:

$$AV=PE*(1+gPE)*\{1-[(1+gPE)/(1+wacc)]^{CAP}\}/(wacc-gPE).$$

Per il calcolo del valore dell'avviamento unlevered (AVu) è necessario considerare l'ipotesi che tutto il capitale investito netto operativo dell'impresa fosse finanziato dal capitale proprio degli azionisti e quindi la formula dell'avviamento unlevered è pari a: $AVu=PEu*(1+gPEu)*\{1-[(1+gPEu)/(1+Keu)]^{CAP}\}/(Keu-gPEu)$.

In relazione all'avviamento finanziario esso è ottenuto dalla differenza tra il valore dell'avviamento e il valore dell'avviamento unlevered, $AVf=AV-AVu$.

Il calcolo del valore dell'avviamento rimane un valore soggettivo in quanto gli ingredienti da considerare per il calcolo sono molteplici e non tutti derivanti da dati oggettivi di bilancio e di pubblico dominio. In questi casi è fondamentale condividere la logica sottostante e il modello di calcolo dei vari elementi perché il valore dell'avviamento è utile per determinare la creazione di valore economico strategico dell'impresa e il cambiamento del valore nel tempo, ma è anche adatta alla valutazione di diverse opzioni strategiche, quindi trattandosi in tutti i casi di differenze tra due diversi valori di avviamento l'eventuale imprecisione di calcolo verrebbe molto attenuata. Rispetto alla creazione di valore corrente la sfida per il calcolo della creazione di valore strategico si alimenta con il calcolo del periodo di vantaggio competitivo (CAP) e del tasso di sviluppo del profitto economico (gPE).

2.2.1 Periodo di Vantaggio Competitivo

La variabile del tempo è tra gli elementi fondamentali nella scelta degli investimenti e di conseguenza nella definizione di qualsiasi opzione strategica. È stata introdotta nella formula dell'avviamento perché il periodo di vantaggio competitivo (Competitive Advantage Period) dell'impresa non è perpetuo ma è variabile. Il CAP è la misura di quanti anni l'azienda è in vantaggio rispetto ai propri competitori e l'obiettivo dell'impresa è mantenere e amplificare tale periodo, infatti se l'azienda non continua a migliorare il periodo di vantaggio rispetto ai propri competitori diminuisce fino ad annullarsi o essere negativo, in questi casi si definisce Periodo di Svantaggio Competitivo (Competitive Svantage Period, CDP). Se il CAP è positivo allora il profitto economico è positivo mentre se il CAP è negativo il profitto economico è negativo. Così come l'avviamento il calcolo del CAP non è oggettivo e necessita di un modello di calcolo utile a determinare, insieme ad altre variabili lo stato di salute dell'impresa.

Oltre a determinare il valore del CAP è interessante distinguere tale periodo tra la componente operativa (CAPo) ossia quanti anni di vantaggio o svantaggio competitivo l'impresa ha maturato rispetto ai propri competitori grazie alle scelte operative, rispetto alla componente finanziaria (CAPf) ovvero quanti anni di vantaggio o svantaggio competitivo sono stati generati o consumati dalle scelte di finanziamento. Il modello proposto per il calcolo del CAP prende in considerazione l'analisi semi-qualitativa della Qualità del Business e l'analisi quantitativa della Qualità del Profitto. Le due variabili sono inserite all'interno di una matrice di dimensioni dieci per diciannove. Il risultato della Qualità del Business è pari alla somma dei punteggi ottenuti dal modello dello Sviluppo Atteso della Domanda del Business, dal modello della Pressione Competitiva, dall'analisi PEST e dalla Profittabilità. Il modello dello Sviluppo Atteso della Domanda del Business prende in considerazione la percentuale dello sviluppo del valore della produzione, ricavata dall'analisi del settore e dalle proiezioni di crescita dei tre anni successivi. In relazione al settore dell'Automotive Independent After Market se lo sviluppo atteso della domanda è inferiore allo 0% il punteggio associato è pari a 1, se è compreso (estremi inclusi) tra lo 0% e il 2,5% il punteggio è pari a 1,5, se è compreso tra 2,5% e 5% il punteggio è pari a 2, tra il 5% e il 10% il punteggio è 2,5 infine se lo sviluppo atteso della domanda è superiore al 10% il punteggio è pari a 3. Il modello della Pressione Competitiva fa riferimento al modello delle Forze Competitive di Porter allargato (Porter M.E., 1979), in aggiunta al modello classico delle cinque forze sono addizionate le variabili dell'impatto degli enti regolatori e la presenza di prodotti complementari (Rispoli M., 1998). In relazione al settore dell'Automotive

Independent After Market, a ogni forza è assegnata un punteggio da 0 (giudizio positivo) a 1 (giudizio negativo) con intervalli di 0,25. Il punteggio finale è ottenuto inserendo la somma delle sette forze all'interno di una scala suddivisa in cinque intervalli. Se la somma dei punteggi assegnati ad ogni forza è inferiore a 2 il punteggio associato è pari a 4 e la pressione competitiva è bassa, caso opposto se la pressione competitiva è superiore a 5 il punteggio è pari a 0 e la pressione competitiva è alta, altrimenti in tutti gli altri il punteggio finale è un numero continuo compreso tra 3,9 e 0,1 in relazione all'intervallo di appartenenza.

Il terzo elemento per il calcolo dell'analisi della Qualità del Business è la Discontinuità, ovvero l'analisi PEST. Essa prende in considerazione l'analisi delle variabili Politiche, Economiche, Sociali e Tecnologiche che caratterizzano il business e il paese in cui le imprese operano. Attraverso lo studio dell'impatto di ciascun variabile si ha un'indicazione di quando il business è più o meno discontinuo. Per il calcolo del punteggio relativo all'analisi PEST del settore dell'Automotive Independent After Market a ciascuna variabile è associata un punteggio da 0 (variabile non influente sul business) a 1 (variabile molto influente sul business), la somma dei quattro punteggi produce un risultato compreso in un intervallo da 0 (business non impattato dalle quattro variabili) a 4 (business molto impattato dalle quattro variabili) ed è inserito all'interno di una scala di cinque intervalli costruita ad hoc per il business oggetto dell'analisi. Se la somma dei punteggi ottenuti nelle quattro variabili è inferiore a 1 la discontinuità sarà pari a 2, discontinuità bassa, se il punteggio è superiore a 3 la discontinuità sarà pari a 0, alta discontinuità, in tutti gli altri casi, il valore della discontinuità è un valore continuo compreso tra 1,9 e 0,1 a seconda dell'intervallo in cui appartiene il punteggio dell'analisi PEST. Infine, l'ultimo modello per il calcolo della Qualità del Business è il modello della Profittabilità. Esso è pari al calcolo del profitto economico dell'aggregato delle aziende appartenenti al settore dell'Automotive Independent After Market ed è inserito all'interno di una scala di cinque intervalli. Se il profitto economico dell'aggregato è inferiore all'1% il punteggio della profittabilità è pari a 0 (bassa profittabilità), se il profitto economico è superiore all'1% il punteggio è pari a 2, in tutti gli altri casi il punteggio è un valore continuo tra 0,1 e 1,9 a seconda dell'intervallo di appartenenza del profitto economico. La Qualità del Business è pari alla somma dei punteggi ottenuti dalle quattro diverse analisi (Sviluppo Atteso della Domanda, Pressione Competitiva, Discontinuità e Profittabilità). Di seguito sono riassunti i modelli relativi alle quattro variabili per il calcolo della Qualità del Business (Tabella 3).

Tabella 3: Qualità del Business

Sviluppo Atteso Domanda			Pressione Competitiva (7 forze)				
Impatto	Scala		Punteggio	Impatto	Scala		Punteggio
Alto	>10%		3,0	Alto	5		0,0
Medio alto	5%	10%	2,5	Medio alto	4	5	1,0
Medio	2,5%	5%	2,0	Medio	3	4	2,0
Medio basso	0%	2,5%	1,5	Medio basso	2	3	3,0
Basso	<0%		1,0	Basso	2		4,0
Discontinuità (PEST)			Profittabilità				
Impatto	Scala		Punteggio	Impatto	Scala		Punteggio
Alto	>3		0,0	Alto	>1		2,0
Medio alto	2	3	0,5	Medio alto	0%	1%	1,5
Medio	2		1,0	Medio	0%		1,0
Medio basso	1	2	1,5	Medio basso	-1%	0%	0,5
Basso	<1		2,0	Basso	<1		0,0

Se la Qualità del Business è un amplificatore o un attenuatore del periodo di vantaggio o svantaggio, la Qualità del Profitto definisce se l'impresa è in vantaggio o svantaggio competitivo. Se la Qualità del Profitto è superiore a 1 l'impresa è in vantaggio competitivo, pari a 1 è neutra mentre se inferiore a 1 è in svantaggio. In relazione alla Qualità del Profitto, per il calcolo del CAP essa è pari al rapporto tra il rendimento del capitale investito netto operativo $ROI=RON/CINO$, e il costo del capitale medio ponderato (wacc). Incrociando i valori ottenuti nel modello della Qualità del Business e nel calcolo della Qualità del Profitto si ottiene il valore del periodo di vantaggio (CAP) o svantaggio (CDP) competitivo (Tabella 4). Per il calcolo del CAPo è necessario utilizzare l'ipotesi che il capitale investito è finanziato esclusivamente dal capitale degli azionisti e per tanto la qualità del profitto è pari al rapporto tra il rendimento del capitale del Valore del Patrimonio Netto (ROVPN) e il costo del capitale dell'azionista unlevered (K_{eu}), dove il ROVPN è pari al rapporto tra il risultato operativo netto (RON) e il valore del patrimonio netto (VPN), $ROVPN=RON/VPN$. In relazione all'Automotive Independent After Market il limite di vantaggio o svantaggio competitivo è pari a 21 anni. L'obiettivo dell'impresa è mantenere e mantenere la Qualità del Profitto superiore a 1 e la Qualità del Business elevata attraverso la gestione delle diverse leve gestionali a propria disposizione.

Tabella 4: Tabella per la definizione del Periodo di Vantaggio o Svantaggio Competitivo

Qualità Business	10	1,93	1,93	1,93	1,19	0,73	0,46	0,34	0,23	0,11	0	1,00	2,00	3,00	5,00	8,00	13,00	21,00	21,00	21,00
	9	3,06	3,06	3,06	1,89	1,16	0,73	0,44	0,29	0,15	0	0,79	1,57	2,36	3,93	6,29	10,22	16,51	16,51	16,51
	8	4,56	4,56	4,56	2,83	1,74	1,09	0,56	0,37	0,19	0	0,62	1,24	1,85	3,58	5,72	9,30	15,02	15,02	15,02
	7	6,43	6,43	6,43	3,98	2,45	1,53	0,71	0,47	0,24	0	0,49	0,97	1,46	3,11	4,98	8,09	13,07	13,07	13,07
	6	8,57	8,57	8,57	5,31	3,26	2,04	0,90	0,60	0,30	0	0,38	0,76	1,15	2,58	4,13	6,72	10,85	10,85	10,85
	5	10,85	10,85	10,85	6,72	4,13	2,58	1,15	0,76	0,38	0	0,30	0,60	0,90	2,04	3,26	5,31	8,57	8,57	8,57
	4	13,07	13,07	13,07	8,09	4,98	3,11	1,46	0,97	0,49	0	0,24	0,47	0,71	1,53	2,45	3,98	6,43	6,43	6,43
	3	15,02	15,02	15,02	9,30	5,72	3,58	1,85	1,24	0,62	0	0,19	0,37	0,56	1,09	1,74	2,83	4,56	4,56	4,56
	2	16,51	16,51	16,51	10,22	6,29	3,93	2,36	1,57	0,79	0	0,15	0,29	0,44	0,73	1,16	1,89	3,06	3,06	3,06
	1	21,00	21,00	21,00	13,00	8,00	5,00	3,00	2,00	1,00	0	0,11	0,23	0,34	0,46	0,73	1,19	1,93	1,93	1,93
		-1,00	-1,00	-1,00	0,27	0,68	0,85	0,93	0,97	0,98	1,00	1,02	1,03	1,07	1,15	1,32	1,73	3,00	3,00	3,00
		Qualità Profitto																		

Per determinare il periodo di vantaggio o svantaggio competitivo finanziario è sufficiente sottrarre al valore del CAP il valore del CAPo, $CAP_f = CAP - CAP_o$.

2.2.2 Tasso di sviluppo del Profitto Economico

L'ultima variabile per il calcolo dell'avviamento e di conseguenza della creazione di valore strategico è il Tasso di Sviluppo del Profitto Economico (gPE). Dato che il profitto economico non è perpetuo nel tempo è necessario introdurre il valore del tasso di sviluppo (o inviluppo) del profitto economico. Per il calcolo del Tasso di Sviluppo del Profitto Economico sono utilizzati i punteggi ottenuti nell'analisi del CAP in particolare nella dimensione della Pressione Competitiva, della Discontinuità (analisi PEST) e dall'analisi della Profittabilità Puntuale. In aggiunta ai modelli per l'analisi della Profittabilità Tendenziale e dello Sviluppo del Valore della Produzione e degli Investimenti. Ad ogni dimensione è applicata una scala costruita ad hoc (Tabella 5) che permette di calcolare tramite la somma di tutti i risultati il Tasso di Sviluppo del Profitto Economico. In relazione ai modelli di calcolo della Pressione Competitiva, della Discontinua e della Profittabilità Puntuale si rimanda al capitolo relativo al Periodo di Vantaggio Competitivo, mentre la Profittabilità Tendenziale è pari alla differenza tra lo spread value (ROI-wacc) dell'anno_n rispetto all'anno_{n-1}. La variabile dello Sviluppo è pari alla media tra la percentuale di Sviluppo del Valore della Produzione del business oggetto dell'analisi e degli indici di Sviluppo dei Nuovi Investimenti. Sono due le relazioni che legano le quattro variabili per il calcolo del gPE. La prima riguarda la Pressione Competitiva e la Discontinuità, minore è l'impatto e maggiore è il tasso di sviluppo, mentre la seconda è in relazione alla Profittabilità Puntuale, Tendenziale e allo Sviluppo, maggiore è l'impatto e maggiore è il tasso di sviluppo. In riferimento, all'Automotive Independent After Market i valori massimi e minimi del gPE sono pari a +3,5% e -3,5%.

Tabella 5: Tasso di Sviluppo del Profitto Economico

Pressione Competitiva (7 fattori)			Discontinuità (PEST)		
Impatto	Scala	%	Impatto	Scala	%
Alto	1,00	-0,7%	Alto	0,00	-0,7%
Medio Alto	2,00	-0,5%	Medio Alto	0,50	-0,5%
Medio	3,00	0,0%	Medio	1,00	0,0%
Medio Basso	4,00	0,5%	Medio Basso	1,50	0,5%
Basso	5,00	0,7%	Basso	2,00	0,7%

Profittabilità Puntuale			Profittabilità Tendenziale		
Impatto	Scala	%	Impatto	Scala	%
Alto	2,00	0,7%	Alto	4%	0,7%
Medio Alto	1,00	0,5%	Medio Alto	1%	0,5%
Medio	0,80	0,0%	Medio	-1%	0,0%
Medio Basso	0,50	-0,5%	Medio Basso	-5%	-0,5%
Basso	0,00	-0,7%	Basso	-10%	-0,7%

Sviluppo (VP e Investimenti)		
Impatto	Scala	%
Alto	1,30	0,7%
Medio Alto	1,15	0,5%
Medio	1,00	0,0%
Medio Basso	0,90	-0,5%
Basso	0,70	-0,7%

Anche in questo caso è possibile distinguere il tasso di sviluppo del profitto economico nella componente operativa (gPEo) e finanziaria (gPEf). In relazione alla componente operativa è necessario utilizzare l'ipotesi unlevered sostituendo nel modello della profittabilità puntuale e tendenziali il wacc con il Keu. Il valore del Tasso di Sviluppo del Profitto Economico finanziario è pari alla differenza tra il gPE e gPEo, $gPEf = gPE - gPEo$.

Capitolo 3

Modelli di valutazione delle performance

3.1 Modelli classici

I modelli di valutazione delle performance sia in ambito economico sia in altri contesti hanno lo scopo di analizzare, valutare e riassumere la qualità dell'impresa, del processo oggetto dell'analisi. Normalmente sono consultati solo al verificarsi di determinati eventi generalmente negativi. In ambito economico sono stati sviluppati molti modelli di valutazione delle performance con lo scopo di conoscere in anticipo e prevenire eventuali criticità economico finanziarie. I modelli quantitativi sono alimentati dai dati pubblici di bilancio e per tanto per un'analista esterno all'impresa solo le società di capitali sono oggetto dell'analisi, mentre per le società di persone che non hanno l'obbligo di deposito di bilancio si devono utilizzare modelli qualitativi. Uno dei modelli quantitativi di valutazione delle performance economiche più famosi è lo Z-Score.

Z-score è il primo modello sviluppato da Altman (1968) con lo scopo di valutare le performance economico finanziarie delle imprese manifatturiere quotate in Borsa e in particolare determinare la probabilità di fallimento. Il modello è composto da otto indicatori: i ricavi (a), il risultato operativo lordo (b), il capitale circolante (c), il totale dell'attivo (d), il totale dei debiti (e), l'utile non distribuito (f) e il valore di mercato delle azioni (g). Per validare il modello è stato utilizzato un campione di 66 aziende, composto da 33 imprese solide e 33 in fallimento. Ad ogni azienda è stato assegnato un punteggio denominato Z-score che è uguale a $1,2*(c/d)+1,4*(f/d)+3,3*(b/d)+0,6*(g/e)+1,0*(a/d)$. Il punteggio ottenuto è traslato in una scala suddivisa in tre intervalli ognuno dei quali descrive uno stato di affidabilità economico finanziaria. In particolare, rientrano nella zona delle imprese a rischio insolvenza i punteggi inferiore a 1,81, nella zona di incertezza i punteggi compresi tra 1,81 e 2,99, mentre i punteggi superiori a 2,99 sono in una zona di non rischio. Alcuni limiti di questo modello sono: non considerare la dinamica del trend

economico, l'impatto delle immobilizzazioni immateriali ovvero dell'avviamento e il rapporto tra i debiti finanziari e i soldi investiti dall'azionista, infine il modello non può essere applicato alle imprese non quotate in Borsa. Successivamente Altman per analizzare anche le imprese non quotate in Borsa ha sviluppato lo Z' Score (Altman E., 1993). Rispetto al primo modello l'utile non distribuito (f) è stato sostituito con il risultato netto (h) e il valore di mercato delle azioni (g) con il patrimonio netto contabile (i). Il punteggio Z' è pari a :

$$0,717*(c/d)+0,847*(h/d)+3,10*(b/d)+0,420*(i/e)+0,998*(a/d)$$

e gli intervalli per definire le zone sono: zona di rischio insolvenza se Z' è minore 1,23, zona di incertezza se Z' è compreso tra 1,23 e 2,90 e zona di non rischio se Z' è maggiore di 2,90. Anche in questo modello permangono i limiti evidenziati nella prima versione. Nel 1995, Altman ha sviluppato un terzo modello, Z'' Score (Altman E., 1995) con lo scopo di analizzare le aziende non appartenenti al settore manifatturiero e presenti nei paesi emergenti, in particolare le imprese operanti in Messico. Rispetto al modello precedente per permettere la comparazione tra aziende non appartenenti allo stesso settore è stato eliminato il rapporto tra i ricavi (a) e il totale dell'attivo (d) e sono variati i coefficienti $6,56*(c/d)+3,26*(h/d)+6,72*(b/d)+1,05*(i/e)$. Nonostante i continui miglioramenti le criticità riscontrate nel primo modello permangono. I modelli di valutazione di Altman e delle successive evoluzioni sono tra i principali strumenti utilizzati dagli istituti di credito, dalle banche e dalle società di rating per il supporto delle decisioni nel concedere linee di credito o fidi bancari alle imprese, nella scelta degli investimenti finanziari o nella stima di determinazione delle probabilità di fallimento. Inoltre, sono uno strumento molto utilizzato dal management dell'azienda che ha il piacere di determinare utile a determinare lo stato di salute economico/finanziario della propria azienda, dei propri clienti e dei propri fornitori in modo da poter costruire delle relazioni sane con operatori sani (Altman E., 1970).

In Italia una delle principali aziende di rating e di valutazione economico finanziaria è Cerved Group (www.cerved.com). Dal 1974 analizza lo stato di salute economico finanziario di tutte le imprese società di capitali e fornisce una scheda di valutazione con un giudizio di sintesi relativo al merito creditizio, ovvero alla capacità di assolvere ai propri impegni finanziari verso terzi. La valutazione di sintesi è basata su sei parametri:

- la situazione economico finanziaria ricavata analizzando il conto economico, stato patrimoniale e flussi di cassa. L'analisi è tradotta in una scala di dieci valutazione comprese tra rischio molto elevato (in caso di alta probabilità di fallimento) a sicurezza elevata;

- gli eventi negativi registrati sull'impresa ed entità collegate, tradotti in una scala con cinque valori da gravissimi ad assenti e sono correlati alla presenza di protesti, la presenza di fallimenti e procedure concorsuali, l'esistenza di pregiudizievoli di conservatorio e infine dalla ricerca nella rassegna stampa di articoli negativi, tramite l'analisi giornaliera di cento quotidiani nazionali, regionali e provinciali;
- la dilazione di pagamento ai fornitori monitorata mediante il database della community Payline che monitora le abitudini di pagamento delle aziende partecipanti. Inoltre, è evidenziato il trend di pagamento negli ultimi dodici mesi. La valutazione della dilazione di pagamento è suddivisa in cinque intervalli tra ritardi significativi e regolari, mentre il peggioramento o il miglioramento è suddiviso tra consistente, leggero o stazionario;
- il rischio connesso al numero di consultazioni richieste a Cerved negli ultimi dodici mesi distinguendo per ogni mese se il richiedente è una Banca, una Finanziaria, un'Impresa o Altri. Maggiore è la consultazione della valutazione dell'azienda e maggiore è il rischio, la scala è composta da tre intervalli: segnali di rischio, deboli segnali di rischio e assenza di segnali di rischio;
- il profilo strutturale legato alle informazioni anagrafiche, settoriale e dimensionale derivate dalle informazioni ufficiali del Registro delle Imprese. Il giudizio può essere o potenziali segnali di rischio oppure assenza di segnali di rischio.

La scheda è composta da molte altre informazioni relative all'attività svolta dall'impresa, all'indicazione di unità immobiliare, dal numero dell'organico, dall'elenco delle sedi, dall'assetto societario corrente, dall'elenco delle partecipazioni, dall'indicazione degli esponenti attuali ovvero quali sono e da chi sono ricoperte le cariche aziendali, dalle notizie storiche, dalle caratteristiche commerciali, dalle recensioni di stampa, all'intervista ai fornitori dell'impresa analizzata, l'indicazione delle relazioni bancarie e il segnale se l'azienda opera in impor/export.

Queste analisi presentano qualche criticità sia in termini di poca comprensione dei giudizi di valutazione per i non addetti ai lavori, osservazione evidenziata al Gruppo di Ricerca Rischio Competitivo da parte di molte aziende appartenenti al settore dell'Automotive Independent After Market, sia dal punto di vista tecnico perché le analisi si basano sulle competenze del Gruppo Cerved, ma le fonti e il processo di analisi dei suoi elementi, come ad esempio la scelta e l'utilizzo degli indicatori e la definizione di molti giudizi qualitativi, non sono chiari e i punti di forza e di debolezza non sono così evidenti. I punti critici sono il poco uso di indicatori che relazionano l'azienda con il sistema micro e macroeconomico, l'assenza di un chiaro

riferimento al settore di appartenenza delle imprese analizzate e il mantenimento e aggiornamento dell'eccessiva mole di informazioni.

3.2 Modelli EFCS

Nel 2009 è nato all'interno del Politecnico di Torino il Gruppo di Ricerca "Rischio Competitivo e Valore d'Impresa" (CREV) con la missione di: sviluppare metriche di misurazione delle performance d'impresa integrando conoscenze di business e modelli di strategia, finanza e programmazione e controllo, pubblicare articoli e libri di natura scientifica e divulgativa, organizzare convegni e workshop e diventare il riferimento scientifico nazionale e internazionale della filiera economica oggetto della ricerca. Il gruppo coinvolge docenti, dottorandi, assegnisti di ricerca, borsisti ed esperti della materia con competenze complementari e la strategia operativa è identificare e analizzare filiere economiche in termini economici, finanziari, competitivi e strategici, coinvolgere attivamente e continuamente le imprese nelle attività di ricerca permettendo al gruppo di autofinanziarsi e costruire standard di riferimento e valutativi per la filiera oggetto della ricerca. Il CREV ha creato un modello di valutazione delle performance economiche, finanziarie, competitivo, strategiche con l'obiettivo di far comprendere all'azienda in modo trasparente e organizzato lo stato di salute della propria impresa, dei suoi clienti, dei suoi fornitori e dei suoi competitori e generare un processo di apprendimento in modo da incentivare la curiosità degli operatori a capire meglio i punti di forza e di debolezza delle proprie performance e migliorarne lo stato in essere. Il CREV ha sviluppato inizialmente un report di valutazione delle performance economico, finanziarie, competitivo, strategico (EFCS) con lo scopo di fornire al settore oggetto della ricerca una valutazione sullo stato di salute della propria azienda, dei clienti, fornitori e competitori. L'analisi prendere in considerazione otto variabili: economica (margine e creazione di valore economico), patrimoniale (struttura delle fonti di finanziamento), finanziaria (flussi di cassa), competitiva (struttura dei costi), sviluppo dei ricavi, efficienza dei processi e performance delle risorse, capitale circolante (importo del magazzino, crediti verso clienti e debiti verso fornitori) e la sostenibilità economico finanziaria (coerenza economico finanziaria). Ogni variabile include due indicatori principali, il primo relativo all'importo in valore assoluto, il secondo relativo al trend rispetto all'anno precedente. Da tutte queste variabili è generato un punteggio che produce una valutazione in relazione a cinque gradi di giudizio: forte, consistente, normale, mediocre o debole. La somma pesata del punteggio di ogni variabile fornisce il punteggio e la valutazione finale (Tabella 6).

Tabella 6: Modello EFCS

Clienti	Margine	Cassa	Sviluppo	Rigidità Costi	Solidità	Efficienza	Qualità del Circolante	Durata del Debito	Rischio Competitivo	Orientamento alla Semina	Dimensione	Punteggio	Valutazione Cliente
Cliente 1	Debole	Normale	Debole	Debole	Forte	Debole	Consistente	Normale	Normale	Debole	Consistente	14,47	Normale
Cliente 2	Debole	Consistente	Normale	Debole	Consistente	Debole	Forte	Forte	Normale	Mediocre	Normale	15,97	Normale
Cliente 3	Debole	Consistente	Debole	Mediocre	Mediocre	Consistente	Mediocre	Mediocre	Mediocre	Normale	Mediocre	12,24	Mediocre

Quest'analisi permette al lettore di interrogarsi sulle performance di ogni singola variabile in esame focalizzando la propria attenzione soprattutto alle variabili critiche. Dopo l'utilizzo di questo modello sono stati riscontrati alcuni limiti, come ad esempio: le limitate definizioni del significato gestionale delle singole variabili e del processo valutativo, molti parametri che devono essere monitorati e spesso modificati, difficile attivazione del processo di apprendimento utile a definire una strategia di azioni per migliorare i punti di debolezza.

3.2.1 Modello EFCS 2

In relazione a queste criticità è stato creato per gli operatori del settore oggetto della ricerca un nuovo modello più strutturato e organizzato nel sistema di valutazione, denominato EFCS 2, che facilita la visualizzazione e la comprensione dei giudizi e agevola soprattutto il trasferimento della conoscenza di queste tematiche anche a non addetti ai lavori. In questo nuovo modello sono stati individuati quattro dimensioni: economico, patrimoniale, finanziario e competitivo. Ogni dimensione è caratterizzata da uno o due criteri e per ogni criterio sono presenti almeno due indicatori. In totale sono presenti cinque criteri e diciassette indicatori chiave di performance. Ad ogni criterio è associato un giudizio di sintesi e la valutazione è correlata alle proprietà della scala utilizzate per esprimere il giudizio. La comprensione dell'analisi per l'utente finale è semplice e la comprensione del processo valutativo è facilitato ma il modello può essere ulteriormente perfezionato, migliorando la procedura valutativa di qualche criterio e verificando l'utilizzo di un metodo multicriterio per meglio riassumere la conoscenza.

Negli ultimi anni sono stati sviluppati molti strumenti dedicati all'acquisizione e alla conoscenza di strutture di dati e di indicatori, come ad esempio le reti neurali, con l'obiettivo di ottenere delle regole generali da applicare a casi specifici. L'analisi EFCS 2 ha l'obiettivo di generare un processo di apprendimento attraverso l'uso di strutture rappresentate in modo trasparente e legate alla conoscenza orientate a uno specifico settore, al fine di stimolare la curiosità degli operatori nel comprendere l'importanza di conoscere in primis il proprio stato in essere e di

conseguenza di tutti gli attori del business.

Le rappresentazioni astratte sviluppate in un processo cognitivo, per acquisire, organizzare, presentare e riorganizzare la conoscenza sia a livello individuale che collettivo, possono essere presentate molto semplicemente o attraverso teorie molto complesse. Queste dovrebbero evolvere ed includere osservazioni e inferenze più raffinate che, a loro volta, migliorano la struttura rappresentativa. La metodologia Multiple Criteria Decision Aid (MCDA) (Roy B., 1996; EURO WG MCDA, 2015) permette di utilizzare metodi Multi Criterio (MC) attraverso uno specifico modus operandi su differenti rappresentazioni riguardanti un problema decisionale e coinvolgendo esperti e attori coinvolti nel processo decisionale. Rappresentazioni formali (modelli MC), che includono differenti punti di vista e dimensioni del problema, possono essere creati e, al momento opportuno, essere uno dei metodi MC (Belton V., Stewart T.J., 2013; Figueira et al, 2005) utilizzabili per semplificare la decisione. La possibilità di occuparsi di tutti i tipi di dato, rappresentando i punti di vista significativi grazie ad una semplice struttura rappresentativa, e scegliendo un metodo MC adeguato al tipo di dati e al problema specifico permette l'uso di vincoli di natura descrittiva, interpretativa e comunicativa. Tutti i differenti aspetti connessi alle finalità e al sistema economico delle parti interessate, potranno essere trattati con l'utilizzo di modelli MC ed evoluti con l'obiettivo di ottenere una famiglia di criteri. La consistenza interna di un modello MC, garantita da verifiche di esaustività e non ridondanza (Roy B., Bouyssou D., 1993), è l'intenzione del modellista ma è anche percepita dagli utenti come un controllo razionale sulle rappresentazioni globali e locali. La possibilità di trattare razionalmente situazioni multidimensionali che coinvolgono molteplici attori diventa un nuovo impulso nella vita organizzativa che può creare meccanismi dialettici nel processo collettivo di apprendimento. L'interazione tra una lunga esperienza sul campo con la conoscenza teorica legata a problemi sia economici che finanziari e con i risultati di MCDA ha prodotto un primo interessante risultato: il passaggio da un insieme di indicatori ad una visualizzazione strutturata del problema di valutazione. Alcuni "punti di vista essenziali" sono stati identificati: i concetti economici, patrimoniali e finanziari in aggiunta alla competitività. Il punto di vista economico è il primo e include due criteri: la Dimensione/Sviluppo dell'impresa e la Profittabilità. Il primo è relativo all'importo dei ricavi e del loro andamento rispetto l'anno precedente. Il secondo prende in considerazione il margine operativo dell'anno in corso (risultato prima degli interessi, imposte, svalutazione e ammortamento) l'andamento rispetto all'anno precedente e la creazione di valore economico in relazione ai ricavi e alla sua variazione rispetto all'anno precedente rispetto ai ricavi dell'anno precedente. L'aspetto patrimoniale è espressione della solidità aziendale, in termini di Leva

Finanziaria, ovvero il rapporto tra il debito finanziario netto (le passività totali delle banche al netto delle disponibilità liquide) e il patrimonio netto (capitale degli azionisti) sia riferiti al singolo anno che alla variazione rispetto l'anno precedente. In relazione all'aspetto finanziario, esso è composto dai Flussi di Cassa Operativi Correnti e dalla dinamica della Dilazione di Pagamento ai Fornitori. Infine, la Strategia Competitiva è la diretta espressione del rischio operativo e può essere analizzata per mezzo di un modello di rischio competitivo (Guelfi S., 2009).

3.2.1.1 Dimensione Economica

La dimensione economica (Figura 6) è la prima dimensione analizzata nel nuovo modello. Essa è relativa alle performance economiche realizzata dall'impresa con l'obiettivo di mantenere l'equilibrio economico. La dimensione economica è composta da due criteri, la Dimensione/Sviluppo e la Profittabilità. Tutti gli indicatori relativi ai due criteri sono compresi in una scala tra 0 and 22 e di conseguenza il punteggio massimo ottenibile dall'impresa nei due criteri è pari a 22 mentre il punteggio minimo è 0.

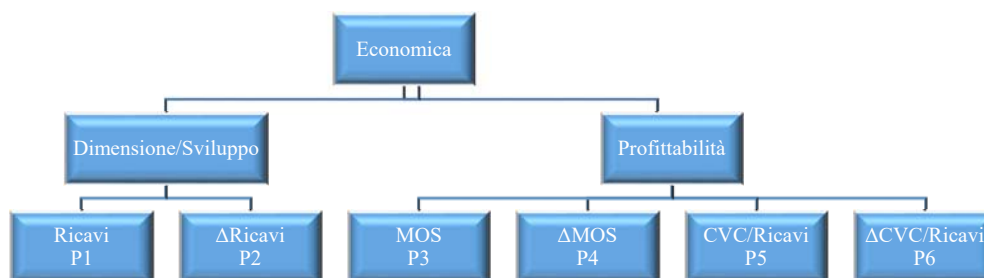


Figura 6: Dimensione Economica

La valutazione del criterio Dimensione/Sviluppo è relativa all'uso di due indicatori P1 e P2. P1 è connesso al valore assoluto dei ricavi dell'anno analizzato, P2 è relative alla variazione percentuale dei ricavi rispetto l'anno precedente. Con riferimento al settore distributivo dell'Independent After Market, il valore P1 è uguale al punteggio 22 se i ricavi dell'azienda sono superiori a 24.000.000 €, altrimenti P1 è pari 0 se i ricavi sono inferiori a 3.500.000 €, infine P1 è pari al risultato della seguente formula $22 * \text{Ricavi} / 24.000.000$ se i ricavi sono compresi tra 24.000.000 € e 3.500.000 €.

In relazione al secondo indicatore P2, il punteggio è pari a 20 se il ΔRicavi rispetto all'anno precedente è superiore al 6%, se il ΔRicavi è negativo allo 0% allora il punteggio di P2 è pari a zero, infine se il ΔRicavi è compreso tra lo 0% e il

6% il punteggio di P2 è pari al risultato della formula $22 \cdot \Delta \text{Ricavi} / 0,06$. Se fosse disponibile solo il bilancio di un anno il punteggio di P2 sarebbe pari a 0. Il punteggio finale associato al criterio Dimensione/Sviluppo è pari a $0,8P1 + 0,2P2$. In relazione al criterio Profittabilità, esso è pari alla media pesata di quattro indicatori: P3 relativo alla percentuale di margine operativo lordo vs il valore dei ricavi dell'anno, P4 pari al delta percentuale del margine operativo lordo rispetto all'anno precedente, P5 uguale al valore di creazione di valore economico corrente operativo rispetto ai ricavi e infine P6 è pari al delta della creazione di valore economico operativo corrente degli ultimi due anni rapportata ai ricavi dell'ultimo anno. L'indicatore P3 è pari a 0 se la percentuale dell'EBITDA è inferiore allo 0%, P3 è uguale a 20 se il valore è superiore al 10%, infine, se la percentuale di EBITDA è compresa tra 0% e 10% (estremi inclusi), P3 è uguale alla formula $\text{EBITDA} / 0,1 \cdot 20$. L'indicatore P4 è pari a 0 se il ΔEBITDA è inferiore a -2,5%, pari a 20 se il ΔEBITDA è superiore al 2,5%, mentre se è compreso tra il -2,5% e 2,5% (estremi inclusi), P4 è uguale a $(\Delta \text{EBITDA} + 0,025) / 0,05 \cdot 20$. L'indicatore P5 è pari a 0 se il rapporto tra CVCo e i ricavi è minore del -6%, pari a 20 se è superiore del +6%, e infine se è compresa tra il -6% e il +6% P5 è uguale a $((\text{CVCo} / \text{ricavi}) + 0,06) / 0,12 \cdot 20$.

Il punteggio finale del criterio della Profittabilità è uguale a $((0,75P3 + 0,25P4) \cdot 0,75) + ((0,75P5 + 0,25P6)) \cdot 0,25$. Il peso relativo a P3 è pari a 0,75, mentre a P4 è assegnato il peso 0,25, entrambi pesati per 0,75. Il peso relativo a P5 è pari a 0,75 e per P6 è uguale a 0,25, mentre la somma pesata di P4 e P5 è moltiplicata per 0,25.

3.2.1.2 Dimensione Patrimoniale

La dimensione patrimoniale (Figura 7) è relativa alla solidità della struttura finanziaria. Il criterio è composto dalla somma pesata di due indicatori chiave di performance, il primo indicatore P7 è l'indice di indipendenza finanziaria pari al rapporto tra la posizione finanziaria netta e il patrimonio netto. Il secondo indicatore è pari al delta dell'indice di indipendenza finanziaria rispetto all'anno precedente ed è associato al coefficiente P8.

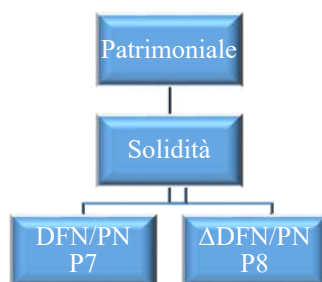


Figura 7: Dimensione Patrimoniale

Essendo un rapporto tra i debiti vs le banche e i soldi degli azionisti, più il numero indice è elevato e più è basso il punteggio che si ottiene, inoltre se il rapporto è negativo perché è presente della liquidità sul conto corrente allora il punteggio di P7 è pari 19,25 altrimenti se è negativo perché è negativo il patrimonio netto il punteggio del coefficiente P7 è pari a 0. I valori associati a P7 e P8 sono compresi in una scala tra 0 e 19,25 e per tanto anche il punteggio finale della dimensione Patrimoniale è compreso nello stesso intervallo. Il valore di P7 è pari a 0 se l'indice di indipendenza finanziaria è superiore a 3 ed è pari a 19,25 (massimo punteggio) se l'indice di indipendenza finanziaria è inferiore a 0,75. Infine se il valore dell'indicatore è compreso tra 0,75 e 3, P7 è uguale a $(3 - \text{DFN/PN})/2,25 * 19,25$. Il coefficiente P8 è calcolato in funzione del delta dell'indice di indipendenza finanziaria rispetto l'anno precedente. P8 è uguale a 19,25 se l'indice è minore di -0,25, uguale a 0 se l'indice è maggiore di 0,25, infine se il risultato dell'indicatore è compreso tra -0,25 e 0,25 (estremi inclusi), il coefficiente P8 è uguale a $-(\Delta\text{DFN/PN} - 0,25)/0,5 * 19,25$. Il punteggio relativo alla dimensione patrimoniale è pari a $0,75P7 + 0,25P8$.

3.2.1.3 Dimensione Finanziaria

La valutazione della dimensione Finanziaria (Figura 8) è la somma pesata dei criteri relativi ai Flussi di Cassa Operativi generati o assorbiti dall'impresa e dalla Dilazione di Pagamento verso i Fornitori. Il valore di tutti i coefficienti di ogni criterio e quindi della valutazione finale della dimensione Finanziaria sono compresi tra 0 e 19,25. In particolare, il criterio dei Flussi di Cassa Operativi è ottenuto attraverso l'analisi dei Flussi di Cassa Operativi Correnti e dai Flussi di Cassa Operativi Netti, maggiori sono le performance è maggiori sono i punteggi ottenuti dai coefficienti.

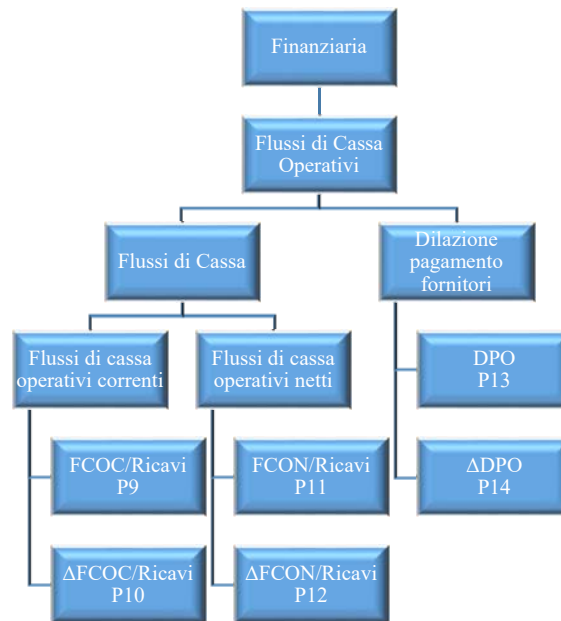


Figura 8: Dimensione Finanziaria

Dai Flussi di Cassa Operativi Correnti sono ricavati i coefficienti P9 e P10. Il coefficiente P9 è ottenuto attraverso l'analisi del rapporto tra il valore dei flussi di cassa operativi correnti e i ricavi (FCOC/Ricavi). P9 è uguale a 0 se il rapporto è minore di -0,025, pari a 19,25 se il rapporto è maggiore di 0,065, mentre se il rapporto tra i flussi di cassa operativi correnti e i ricavi è compreso tra -0,025 e 0,065 (estremi inclusi) il risultato del coefficiente P9 è pari a $(FCOC/Ricavi+0,025)/0,09*19,25$. Il coefficiente P10 è calcolato in funzione del risultato ottenuto dal rapporto tra il Δ dei flussi di cassa operativi correnti rispetto all'anno precedente e i ricavi dell'anno corrente ($\Delta FCOC/Ricavi$). Il valore del coefficiente P10 è pari a 0 se il risultato dell'indicatore è minore di -0,025, invece se il risultato dell'indicatore è maggiore di 0,065 P10 è uguale a 19,25, infine se il rapporto tra il delta dei flussi di cassa operativi correnti e i ricavi è compreso, estremi inclusi, tra -0,025 e 0,065 allora P10 è uguale a $(\Delta FCOC/Ricavi+0,025)/0,09*19,25$. Completano la valutazione del criterio Flussi di Cassa Operativi i Flussi di cassa Operativi Netti. Il coefficiente P11 e P12 sono compresi in un intervallo tra 0 e 19,25, in particolare P11 è uguale a 0 se il rapporto tra i flussi di cassa operativi netti e i ricavi (FCON/Ricavi) è minore di -0,035 oppure è pari a 19,25 se il risultato dell'indicatore è maggiore di 0,055. Infine, se il rapporto tra i flussi di cassa operativi netti e i ricavi è compreso tra -0,035 e 0,055 (estremi inclusi) il coefficiente P11 è uguale a $(FCON/Ricavi+0,035)/0,09*19,25$. Il secondo coefficiente P12 è derivato dal risultato dell'indicatore ottenuto con il

rapporto tra il delta dei flussi di cassa operativi netti tra gli ultimi due anni e i ricavi dell'anno corrente ($\Delta\text{FCON}/\text{Ricavi}$). Se il risultato del rapporto è minore di $-0,035$ allora P12 è uguale a 0, altrimenti P12 è pari a 19,25 se l'indicatore è maggiore di $0,055$, infine il coefficiente P12 è uguale al risultato della formula $(\Delta\text{FCON}/\text{Ricavi}+0,035)/0,09*19,25$ se il risultato dell'indicatore di performance è compreso tra $-0,035$ e $0,055$ (estremi inclusi). Il punteggio dei Flussi di Cassa Operativi è pari alla somma pesata dei Flussi di Cassa Operativi Correnti e dei Flussi di Cassa Operativi Netti moltiplicati per $0,90$ $\{[(0,75P9+0,25P10)*0,25+(0,75P11+0,25P12)*0,75]*0,90\}$. Completa la valutazione dell'aspetto Finanziario il giudizio sulla Dilazione di Pagamento ai Fornitori (DPO). Esso è pari alla somma pesata degli indicatori relativi ai giorni di dilazione tra il ricevimento della fattura e il relativo pagamento e il miglioramento o peggioramento della dilazione rispetto l'anno precedente. Minori sono i giorni di pagamento è maggiore è il punteggio ottenuto. Il coefficiente P13 è pari a 19,25 se i giorni di dilazione pagamento ai fornitori è inferiore a 75 gg, pari a 0 se il risultato dell'indicatore è maggiore di 135, infine se il risultato del kpis è compreso tra 75 e 135, estremi inclusi, il coefficiente P13 è uguale al risultato della seguente formula $(135-DPO)/60*19,25$. Infine, il coefficiente P14 relativo al delta dei giorni di pagamento ai fornitori rispetto l'anno precedente è pari a 19,25 se il delta è minore di -25 gg, pari a 0 se il delta è superiore a 25 gg, infine è pari al risultato della formula $-(\Delta\text{DPO}-25)/50*19,25$ se il delta DPO è compreso tra -25 e $+25$ gg. La valutazione del criterio Dilazione Pagamento Fornitori è pari alla somma pesata tra il coefficiente P13* $0,5$ e P14* $0,5$, moltiplicati entrambi per $0,10$. Il punteggio della Dimensione Finanziaria è pari alla somma dei punteggi pesati ottenuti nei Flussi di Cassa e nelle Dilazioni di Pagamento Fornitori.

3.2.1.4 Dimensione Competitiva

La valutazione della dimensione Competitiva (Figura 9) è utile per la definizione del criterio della Strategia Competitiva ed è pari alla somma pesata di quattro coefficienti, P14 relativo al livello di Rischio Competitivo, P15 corrispondente alla variazione del livello di Rischio Competitivo rispetto l'anno precedente, P16 in funzione del risultato del Quadrante Strategico e infine il coefficiente P17 è relativo alla Coerenza Strategica.



Figura 9: Dimensione Competitiva

Il Coefficiente P14 è pari a 27,5 se il valore del rischio competitivo (RC) è inferiore a 1, è pari a 0 se il valore è superiore a 1,6 mentre se il valore del rischio competitivo è compreso tra 1 e 1,6 estremi inclusi, il valore del coefficiente P14 è uguale al risultato della formula $(1,6-RC)/0,6*27,5$. Il secondo coefficiente P15 relativo alla variazione del valore del rischio competitivo (ΔRC) ha un valore pari a 27,5 se il risultato dell'indicatore è minore di -0,075, P15 è pari a 0 se il delta rischio competitivo è maggiore di 0,075. Infine, se l'indicatore è compreso tra -0,075 e 0,075 il coefficiente P15 è il risultato della formula $-(\Delta RC-0,075)/0,15*27,5$. Il coefficiente P16 è relativo al Quadrante Strategico (Figura 10) e il valore oscilla in un intervallo tra 2,5 e 27,5, ossia derivante dall'incrocio tra il rapporto tra il valore della creazione di valore strategica e i ricavi (asse delle ascisse) e il rapporto tra il delta della creazione di valore strategica tra due periodi e i ricavi dell'anno in corso (asse delle ordinate). Il quadrante strategico è composta da nove quadranti. L'incrocio dei due valori determina il quadrante di competenza e a ogni quadrante è associato un punteggio per il coefficiente P16 (Tabella 7). Il quadrante numero 5 interseca l'asse delle ascisse e delle ordinate a $\pm 2\%$.

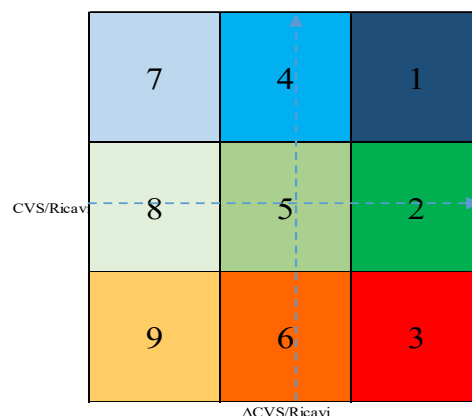


Figura 10: Quadrante Strategico

I punteggi associati ad ogni quadrante sono i seguenti:

Tabella 7: Punteggi Quadrante Strategico

Quadrante = 1	P8 = 27,5
Quadrante = 2;4	P8 = 20
Quadrante = 3;5;7	P8 = 15
Quadrante = 6;8	P8 = 10
Quadrante = 9	P8 = 2,5

Infine, il coefficiente P17 è relativo alla Coerenza Strategica misurata attraverso la valutazione del delta dei ricavi e del delta della creazione di valore strategica ed è compreso tra 1,5 e 9. Se il Δ Ricavi è negativo o pari a zero, il Δ CVS è negativo o pari a zero e Δ VP $\leq\Delta$ CVS allora P17 è uguale a 3, mentre se il Δ VP $>\Delta$ CVS allora P17 è uguale a 1,5. Se il Δ Ricavi è negativo o pari a zero e il Δ CVS è positivo, P17 è uguale a 6. Inoltre, se il Δ Ricavi è positivo e il Δ CVS è negativo o nullo, P17 è uguale a 4,5. Infine, se il Δ Ricavi è positivo, il Δ CVS è positivo e il Δ VP $\leq\Delta$ CVS allora P17 è uguale a 9, altrimenti se Δ VP $\geq\Delta$ CVS P17 è uguale a 7,5.

Se sono presenti solo i dati di un anno la valutazione della dimensione Strategia Competitiva è pari al valore del coefficiente P14. Se $|\Delta$ Ricavi| \leq 0,02, viene confermato il punteggio dell'anno precedente (dal secondo anno disponibile). Il punteggio finale della Strategia Competitiva è pari al risultato della formula $((P14*0,75+P15*0,25)*0,32)+P16*0,32+P17$ ed è compreso in un range tra 0 e 27,5.

3.3 Valutazione EFCS 2

Per ogni dimensione, Economica, Patrimoniale, Finanziaria e Competitiva sono definiti uno o più criteri per un totale di cinque e per ciascun criterio è calcolato un punteggio tramite l'uso di specifici indicatori di performance valutati tramite scale costruite ad hoc per il settore oggetto dell'analisi. In relazione al settore dell'Automotive Independent After Market (Tabella 8) per la valutazione della Dimensione/Sviluppo se il punteggio è compreso tra 0 e 4 il giudizio è debole, se è superiore a 4 e minore o uguale a 8 il giudizio è mediocre, se il punteggio è superiore a 8 e minore o uguale a 12 la valutazione è normale, se è superiore a 12 e inferiore o uguale a 16 è consistente, infine se il punteggio è superiore a 16 il giudizio è forte. Per definire la valutazione del criterio della profittabilità si utilizza la stessa scala del criterio precedente. In relazione alla patrimonializzazione se il punteggio è compreso tra 0 e 3 la valutazione è debole, superiore a 3 e minore o uguale a 7 è mediocre, se il punteggio è superiore a 7 e minore o uguale a 10,5 è normale,

superiore a 10,5 e minore o uguale a 14,5 è consistente, infine se il punteggio è superiore a 14,5 il giudizio è forte. Per valutare il criterio dei Flussi di Cassa Operativi è utilizzata la stessa scala del criterio patrimonializzazione. Infine, la valutazione della Strategia Competitiva è debole se il punteggio è compreso tra 0 e 6, mediocre se superiore a 6 e minore o uguale a 10, normale se è maggiore di 10 e inferiore o uguale a 14, consistente se superiore a 14 e minore o uguale a 19 e infine se il punteggio è superiore a 19,5 il giudizio è forte.

Tabella 8: Valutazione di sintesi

Valutazione di Sintesi	Forte	Consistente	Normale	Mediocre	Debole
1. Dimensione/Sviluppo (da 0 a 22)	22-16	16-12	12-8	8-4	4-0
2. Profittabilità (da 0 a 22)	22-16	16-13	13-8	8-4	4-0
3. Patrimonializzazione (da 0 a 19,25)	19,25-14,5	14,5-10,5	10,5-7	7-3	3-0
4. Flussi di Cassa Operativi (da 0 a 19,25)	19,25-14,5	14,5-10,5	10,5-7	7-3	3-0
5. Strategia Competitiva (da 0 a 27,5)	27,5-19	19-14	14-10	10-6	6-0

La sommatoria algebrica dei risultati ottenuti in ciascun criterio è utile per la definizione del punteggio della Competitività (valore massimo 110 e valore minimo 0). Il range è suddiviso in cinque intervalli, se il punteggio è compreso tra 0 e 20 il giudizio è Debole, se è superiore a 20 e minore o uguale a 40 è Mediocre, se è superiore a 40 e minore o uguale a 60 è Normale (60-40), se il punteggio è superiore a 60 e inferiore o uguale a 80 la valutazione è Consistente (80-60), infine se il punteggio è superiore a 80 il giudizio è Forte (110-80) (Tabella 9). La suddivisione in intervalli permette all'utente dell'analisi di comprendere facilmente lo stato di salute economico, finanziario, competitivo e strategica della propria impresa, dei fornitori, dei competitori o dei propri clienti. Infine, la valutazione è effettuata in relazione agli ultimi quattro anni e per ogni punteggio è calcolata la differenza tra le performance realizzata nell'anno più recente rispetto alle performance realizzate nei tre anni precedenti in modo da evidenziare il trend.

Tabella 9: Valutazione Competitività

Forte 110-80	Consistente 80-60	Normale 60-40	Mediocre 40-20	Debole 20-0
-------------------------------	------------------------------------	--------------------------------	---------------------------------	------------------------------

Rispetto al primo modello EFCS i vantaggi del nuovo modello EFCS 2 sono molteplici: sono dichiarati i criteri di valutazione e per ogni criterio la scala utilizzata, per ogni criterio e per ogni anno è evidenziato il punteggio e il giudizio rispetto ai cinque intervalli (da debole a forte) in modo da poter mettere in evidenza

le aree più critiche ed è esplicitata la modalità per il calcolo finale della Competitività. Nonostante questo nuovo modello l'approccio compensatorio potrebbe creare delle difficoltà e per tanto l'utilizzo di un metodo multi criterio, in particolare ELECTRE, permette le valutazioni di differenti criteri per essere sviluppati utilizzando differenti unità di misura, escludendo di provocare la compensazione. La scelta di uno specifico metodo ELECTRE, ELECTRE Tri (Roy B., Bouyssou D., 1993; Yu W., 1992; Dias et al, 2012) è utile per definire le priorità nella definizione di un problema, consente di valutare delle azioni in base a più criteri e in relazione all'assegnazione di un giudizio, assegnare a una delle categorie pre-specificate e ordinate: C1 (il peggiore),, Ck (il migliore). Ogni categoria Cj è limitata da due azioni di riferimento (profili), i limiti superiore e inferiore. Ogni criterio viene confrontato con tutti i profili ordinati e assegnato a una categoria in relazione ai risultati di tali confronti. I risultati di questo metodo possono aiutare a strutturare e analizzare un portafoglio di clienti o fornitori in relazione alla loro qualità intrinseca e facilitare la comprensione di una situazione critica e quindi di un possibile cambiamento (Norese M.F., 2009; 2010; Norese M.F., Carbone V., 2014). La distinzione in cinque categorie può essere adottata anche nel nuovo modello, ma il processo tecnico per arrivare a questo risultato potrebbe evitare compensazioni, facilitare l'aggiornamento dei parametri e migliorare la comunicazione con gli utenti finali e il loro processo di apprendimento.

Per determinare lo stato di salute economico, finanziario, competitivo e strategico, e la qualità competitiva per gli ultimi cinque anni della propria impresa, o dei propri fornitori, competitori o clienti, oltre al modello EFCS 2 è proposta agli operatori una scheda di valutazione delle performance aziendali che ha l'obiettivo di fornire un'analisi chiara dell'azienda oggetto dell'analisi rispetto agli equilibri competitivi, economici, patrimoniali e finanziari e i punti di forza e di debolezza in relazione al business di appartenenza.

3.3 Scheda di Valutazione delle Performance Aziendali

La scheda di valutazione delle performance aziendali è composta da cinque sessione. La prima sessione riporta le informazioni pubbliche della società tra cui la composizione dell'azionariato, l'elenco delle eventuali partecipazioni e il numero dei dipendenti. La seconda sessione è relativa alla Valutazione Competitiva derivata dal modello EFCS 2 che riassume la qualità competitiva dell'impresa, dalla Matrice Competitiva che evidenzia il percorso della strategia operativa degli ultimi quattro anni, entrambe le analisi sono corredate da un commento tecnico (Figura 11).

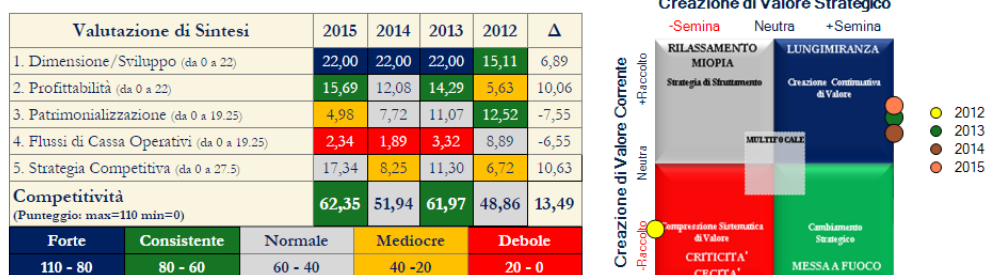


Figura 11: Valutazione Competitiva e Matrice Competitiva

La terza sessione (Grafico 1) evidenzia attraverso l'uso di grafici la dinamica economica, patrimoniale e degli incassi, pagamenti e magazzino. La dinamica economica è composta dal grafico a barre con l'indicazione dell'importo del valore della produzione, sovrapposto al grafico della marginalità commerciale percentuale rispetto i ricavi, l'incidenza dei costi di struttura rispetto ai ricavi e l'incidenza del margine operativo lordo rispetto i ricavi. La dinamica patrimoniale è rappresentata dal grafico a barre della struttura finanziaria con la distinzione tra il patrimonio netto, la posizione finanziaria netta di breve e medio lungo e l'indice di indipendenza finanziaria. Infine la dinamica degli incassi, pagamenti e magazzino è rappresentata con un grafico a barre. Tutti i grafici contengono i valori degli ultimi cinque anni di bilancio.

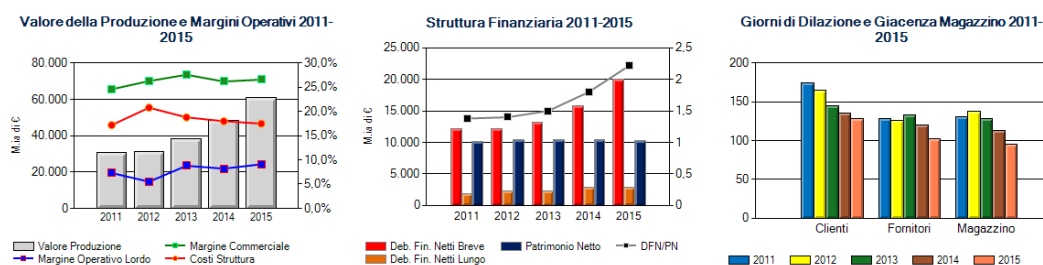


Grafico 1: Dinamica economica, patrimoniale, incassi-pagamenti-magazzino

La quarta sessione (Grafico 2) è composta dall'analisi degli scostamenti elementari del risultato operativo netto (ASE RON) e dall'analisi dei contributi alla variazione dei debiti finanziari netti (contributi variazione DFN). L'analisi degli scostamenti elementari del risultato operativo netto (RON) ha l'obiettivo di evidenziare il contributo di ogni singola variabile che determina lo scostamento globale del risultato operativo netto. I driver che influiscono sulla variazione del RON sono: la variazione del valore della produzione (Δ Valore Prod.), la variazione dei consumi $\Delta(\text{Acq} + \Delta\text{Mag})$, la variazione di costi operativi esterni (Δ Costi Op.

Est.), la variazione del costo del lavoro (Δ Costo Lav.), la variazione degli ammortamenti (Δ Ammort.) e la variazione delle imposte (Δ Imposte). La sommatoria di ogni contributo determina la variazione dello scostamento globale. In relazione, alla variazione dell'importo dei debiti finanziari netti (DFN) tra due periodi l'analisi dei contributi alla variazione dei debiti finanziari netti evidenzia come ogni variabile impatta sull'incremento o decremento della DFN. Le variabili oggetto dell'analisi sono: il margine operativo lordo (MOL), il delta del capitale circolante netto operativo (Δ CCNO), il delta del capitale fisso lordo operativo (Δ CFNO), i flussi di cassa fiscali, il delta del capitale fisso netto finanziario (Δ CFNF) e gli oneri o proventi extra operativi, i proventi e oneri finanziari e i flussi di cassa disponibili per gli azionisti (FCDA). Entrambe le analisi sono seguite da un commento che facilita il lettore nella comprensione.

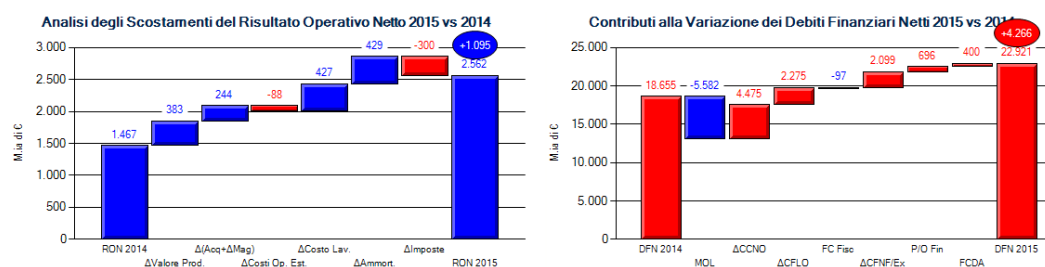


Grafico 2: ASE RON e contributi variazione DFN

Infine, la quinta sessione (Allegato 1) riporta otto principali indicatori classici di performance tra cui la variazione percentuale del valore della produzione (Δ % Valore della Produzione), il margine commerciale in percentuale rispetto il valore della produzione (Margine Commerciale % (vs VP)), l'incidenza del margine operativo lordo rispetto il valore della produzione (MOS % (MOL vs VP)), il punto di pareggio economico normalizzato sul valore della produzione (Bepn), l'incidenza percentuale dei costi fissi rispetto il valore della produzione, il ritorno sul capitale investito (ROI), il ritorno sul valore della produzione (ROS) e la rotazione del capitale investito (NAT). Concludono la quinta sessione gli schemi di conto economico, stato patrimoniale rendiconto finanziario. Le analisi della quinta sessione sono relative agli ultimi cinque anni di bilancio disponibili.

Capitolo 4

Automotive After Market

4.1 Filiera OES e IAM

La filiera economica scelta come oggetto della ricerca dove poter applicare i modelli teorici e costruire standard di riferimento e valutativi è quella dell'Automotive Independent After Market. L'Automotive After Market è il mondo relativo alla produzione, distribuzione, vendita e installazione di tutte le componenti meccaniche, elettriche, di carrozzeria, di prodotti chimici, attrezzature, equipaggiamenti e accessori per le autovetture, moto, veicoli commerciali e industriali. Il consumatore finale per riparare la propria automobile può rivolgersi o alla filiera denominata OES (Original Equipment Services) costituita da aziende legate alle case automobilistiche che oltre a vendere l'automobile forniscono il servizio di riparazione utilizzando solo ricambi originali prodotti dai produttori di ricambi OEM (Original Equipment Manufacturer) oppure presso la rete indipendente costituita da aziende non appartenenti ad alcun brand automobilistico che forniscono ricambi di qualità equivalente, questa filiera è denominata IAM (Automotive Independent After Market). Il canale distributivo originale OES è composto dai Produttori e Componentisti di primo equipaggiamento che dopo aver prodotto il ricambio utile sia alla costruzione dell'auto nuova (primo impianto) sia alla sostituzione del pezzo nel post vendita, vende il ricambio al Concessionario autorizzato che a sua volta rivende all'officina autorizzata. Invece, il canale indipendente IAM è composto dai Produttori e Componentisti indipendenti che non sono legati alle case costruttrici di automobili, che producono pezzi di ricambio omologati e di qualità equivalente e che rivendono ai Distributori indipendenti. A loro volta i Distributori rivendono ai Ricambisti indipendenti e infine il Ricambista indipendente rivende o alle officine indipendenti o al consumatore finale. Negli ultimi anni sono sempre più frequenti le relazioni dal canale OES a quello IAM, perché non sempre i Produttori e i Componenti indipendenti riescono a produrre codici prodotto per auto nuove oppure i volumi di vendita di alcuni codici prodotto con applicazioni su autovetture poco vendute non giustificano l'investimento produttivo. Molto meno frequenti sono le relazioni in senso inverso. Prima del 2002

il consumatore finale dopo l'acquisto dell'automobile nuova era molto legato alla Concessionaria autorizzata, infatti in caso di riparazione del veicolo in un centro non autorizzato durante il periodo della garanzia, questa decadeva. Con l'entrata in vigore del regolamento 461/2010 del 28 maggio 2010 denominato "New Ber" (Block Exemption Regulation) in sostituzione della "Ber 2002" o "Legge Monti" o Regolamento 1400/2002 in scadenza nel giugno 2010, sono state fissate delle norme che tengono conto dell'intensità della concorrenza sui mercati della distribuzione degli autoveicoli nuovi, dei pezzi di ricambio e su quelli della fornitura di servizi di riparazione e di manutenzione. Secondo la Commissione e gli studi realizzati dalla stessa analisi del mercato SEC/2008 del 28 maggio 2008 (Confartigianato Autoriparazione, 2016), la concorrenza sui mercati della riparazione e manutenzione e della distribuzione di pezzi di ricambio appare meno intensa: perciò i consumatori potrebbero essere danneggiati da pratiche anticoncorrenziali che facciano aumentare i costi di riparazione. La Commissione ha pertanto predisposto un regime più rigoroso per i mercati della manutenzione e della riparazione, che faciliterà l'applicazione delle norme. Le aree critiche individuate da parte della filiera OES rispetto alla filiera IAM sono: il negato accesso delle informazioni tecniche, il negato accesso ai pezzi di ricambio originale ed il rifiuto di onorare le garanzie se i consumatori fanno riparare il veicolo presso officine indipendenti. Con la "New Ber" è stata migliorata la concorrenza tra le reti dei costruttori e le officine di riparazione multi marche, infatti il regolamento prevede: l'accesso ai ricambi da parte delle officine indipendenti (i Distributori dei ricambi della rete dei Costruttori devono vendere alle officine indipendenti), la possibilità per i Componentisti e Distributori indipendenti di vendere direttamente alle officine multimarche e ai riparatori delle reti dei costruttori, la possibilità per i Componentisti di apporre il loro marchio sui pezzi accanto al marchio del Costruttore, l'accesso alle informazioni tecniche, evitare gli abusi legati alle garanzie, sia legali che estese e infine l'accesso alle reti di riparatori autorizzati. Tutto questo ha rafforzato la posizione della filiera IAM creando un ambiente molto più competitivo in Europa che ha generato una diminuzione dei prezzi e l'aumento della qualità sia dei pezzi di ricambio sia del servizio di autoriparazione. Un altro elemento che ha contribuito al rafforzamento della filiera IAM è stata la sua anti ciclicità rispetto all'andamento macro economico, infatti durante le fasi di recessione e di crisi economiche il consumatore finale è meno propenso all'acquisto dell'autovettura nuova e quindi il progressivo invecchiamento del parco circolante²

² L'Automobile Club d'Italia (ACI) considera il parco circolante come la somma del numero di veicoli iscritti al 31/12 al Pubblico Registro Automobilistico (P.R.A.), al netto dei veicoli radiati

provoca una maggiore manutenzione e la riparazione dell'auto in particolare nel canale indipendente. Il canale indipendente commercializzando pezzi di ricambi equivalenti presenta un costo del prodotto inferiore rispetto all'autorizzato e inoltre dato che ogni attività produttiva o commerciale, dal Componente all'Officina, è indipendente sia in termini operativi che societari, essi sono autonomi nella politica dei prezzi di vendita e manodopera. La crisi globale degli ultimi anni ha permesso all'Automotive After Market Indipendente di conquistare in tutto il mondo quote di mercato a discapito della filiera OES. Gli Stati Uniti sono il primo paese in termini di valore del mercato del post vendita pari a 328 miliardi di dollari nel 2014 (+3,5% rispetto al 2013) (CNBC, 2015) e fatto 100% il totale del mercato IAM+OES la quota di mercato dello IAM è superiore al 60%. Segue l'Europa con un giro d'affari nel 2014 al netto dell'IVA pari 200 miliardi di euro e una quota di mercato dello IAM è pari al 56%. In particolare, la Germania nel 2015 ha sviluppato un giro d'affari pari 38 miliardi di euro con una quota di mercato dello IAM pari al 40%, seguita dal Regno Unito con un valore del mercato del post vendita pari a 31 miliardi di euro e una quota di mercato dell'Independent After Market pari al 58%. Il terzo paese europeo con il giro d'affari più elevato è la Francia pari a 32 miliardi di euro e una quota di mercato dello IAM pari al 45%, seguita dall'Italia con un fatturato totale nel post vendita nel 2014 pari a 27 miliardi di euro e una quota di mercato dello IAM pari al 62%, infine in termini di rilevanza c'è la Spagna con un giro di affari pari a 20 miliardi di euro e una quota di mercato dello IAM pari al 60%. Il giro d'affari dell'After Market è composto sia dalla vendita del ricambio sia dal costo della manodopera per l'intervento della manutenzione pari mediamente al 53% del giro d'affari totale. In particolare, in Germania la manodopera è pari al 52%, nel Regno Unito pari al 57%, in Francia pari al 54%, in Italia pari al 41% e in Spagna pari al 46%. In relazione alla quota di mercato della filiera IAM rispetto all'OES essa varia dal numero di anni di vita del parco circolante, più è nuovo e più è alta la quota dell'OES, mentre più l'autoveicolo invecchia e maggiore è l'utilizzo del canale indipendente. Di seguito (Grafico 3) sono raffigurate le quote di mercato del canale OES, IAM e Self-Repair dei principali paesi europei al variare del numero di anni del parco circolante del relativo paese (ICPD 2016). In Italia, la riparazione dell'auto per i veicoli che hanno circa quattro anni di vita è più propensa a passare dal canale OES al canale IAM e dopo cinque anni la quota di mercato dell'After Market Indipendente raggiunge il 60%. In Regno Unito sono necessari quattro anni e mezzo affinché la riparazione

con riferimento alla data di presentazione della domanda, dei veicoli oggetti di furto o appropriazione indebita e i veicoli confiscati dallo Stato.

dell'autoveicolo passi dal canale OES allo IAM, in Francia sei anni e in Germania sette anni. La quota di mercato del Self-Repair solo dopo dieci anni di vita dell'autoveicolo è mediamente pari al 10%.

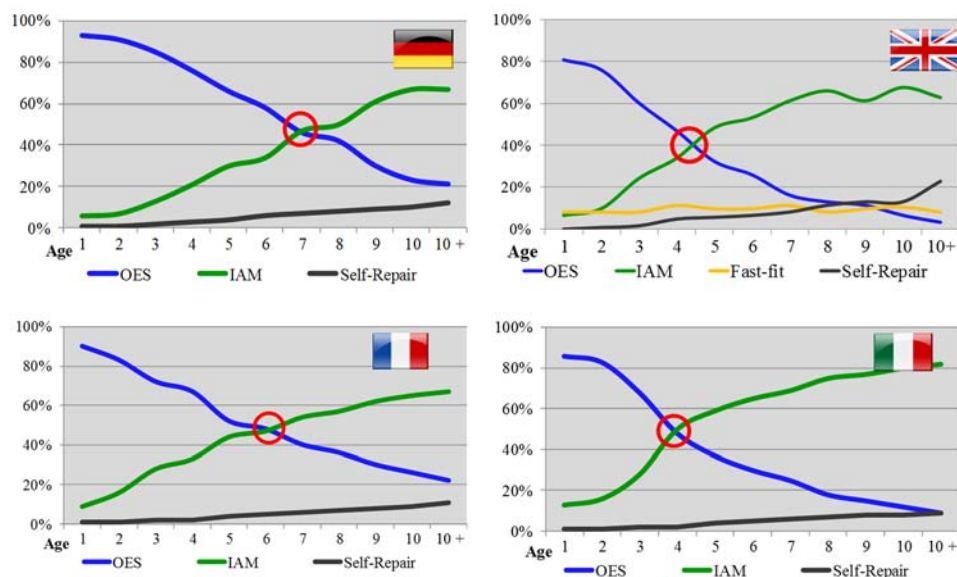


Grafico 3: Quote di mercato OES-IAM e Self-Repair

Negli ultimi anni le case automobilistiche hanno messo in campo iniziative con l'obiettivo di prolungare la presenza dell'auto all'interno del circuito OES, infatti oltre alla vendita dell'autoveicolo offrono servizi di assistenza e manutenzione pluriannuali e tariffe agevolate in funzione dall'età e del modello dall'autoveicolo.

Focalizzando l'attenzione sullo scenario italiano, esso è particolarmente interessante perché nel 2014 rispetto al totale delle autovetture presenti nei ventotto paesi europei e i tre principali paesi EFTA (il dato del Liechtenstein non è significativo) pari quasi a 260 milioni di unità, l'Italia era al secondo (Tabella 10) con 37 milioni di unità pari al 14,27% rispetto il totale. Al primo posto la Germania con quasi 44,5 milioni di automobili pari al 17,09% del totale e al terzo posto il Regno Unito con 32,6 milioni di autovetture pari al 12,55% del totale (Automobile Club d'Italia, 2016).

Tabella 10: Parco Circolante europeo

Nazione	2014	%
Germania	44.403	17,09%
Italia	37.081	14,27%
Regno Unito	32.614	12,55%
Francia	31.800	12,24%
Spagna	22.030	8,48%
Polonia	19.981	7,69%
Olanda	8.193	3,15%
Belgio	5.511	2,12%
Grecia	5.111	1,97%
Repubblica Ceca	4.937	1,90%
Romania	4.906	1,89%
Austria	4.695	1,81%
Svezia	4.586	1,76%
Portogallo	4.459	1,72%
Svizzera	4.384	1,69%
Finlandia	3.195	1,23%
Ungheria	3.108	1,20%
Bulgaria	3.020	1,16%
Norvegia	2.540	0,98%
Danimarca	2.335	0,90%
Slovacchia	1.952	0,75%
Irlanda	1.930	0,74%
Lituania	1.870	0,72%
Croazia	1.474	0,57%
Slovenia	1.077	0,41%
Lettonia	658	0,25%
Estonia	653	0,25%
Cipro	478	0,18%
Lussemburgo	373	0,14%
Malta	266	0,10%
Islanda	216	0,08%
TOTALE	259.834	100,00%

In particolare, il parco circolante italiano dal 2000 al 2015 è quasi sempre in costante incremento (Grafico 4) e si è passati da 32,5 milioni di unità nel 2000 a 37,3 milioni di unità nel 2015 (Automobile Club d'Italia, 2016).

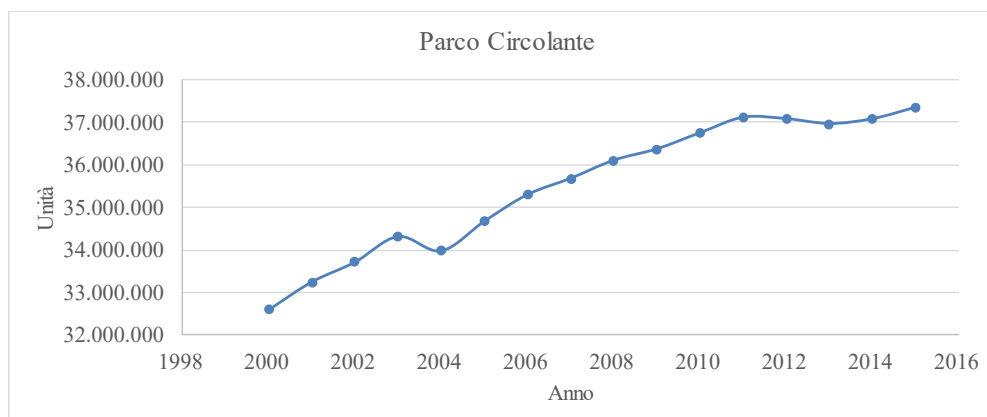


Grafico 4: Parco Circolante

Negli ultimi sedici anni solo tre volte il numero di automobili circolanti è diminuito rispetto l'anno precedente, nel 2004 dello 0,98%, nel 2012 dello 0,09% e nel 2013 dello 0,31% (Tabella 11). In questi tre anni il numero di nuove immatricolazioni è stato inferiore al numero di radiazioni

Tabella 11: Parco Circolante

Anno	Parco Circolante	Δ% vs A.P.	Anno	Parco Circolante	Δ% vs A.P.
2000	32.583.815		2008	36.105.183	1,19%
2001	33.239.029	2,01%	2009	36.371.790	0,74%
2002	33.706.153	1,41%	2010	36.751.311	1,04%
2003	34.310.446	1,79%	2011	37.113.300	0,98%
2004	33.973.147	-0,98%	2012	37.078.274	-0,09%
2005	34.667.485	2,04%	2013	36.962.934	-0,31%
2006	35.297.282	1,82%	2014	37.080.753	0,32%
2007	35.680.097	1,08%	2015	37.351.233	0,73%

Nonostante il trend positivo nell'incremento di unità di automobile un dato molto significativo per il settore dell'Automotive Independent After Market è l'anzianità del parco circolante. I dati disponibili dall'ACI (Tabella 12) evidenzia per gli anni 2000, 2010 e 2015 la percentuale di autovetture suddivisa per anni di vita. Ipotizzando che dopo quattro anni e mezzo la manutenzione ordinaria e straordinaria non è più effettuata nelle officine originali (OES) ma nelle officine indipendenti (IAM) la percentuale di autovetture con un'età superiore a quattro anni fino a oltre vent'anni è in incremento tra gli anni 2000, 2010 e 2015. In particolare, nel 2000 la percentuale cumulata di auto con oltre quattro anni era pari al 70,9%,

nel 2010 pari al 75,6% e nel 2015 pari a 84,6%, in termini assoluti significa che le auto con oltre quattro anni nel 2000 erano 23.099.479 unità, nel 2010 erano 27.783.577 unità e nel 2015 pari a 31.591.305 unità. L'incremento dell'anzianità del parco circolante è correlata alla crisi economica, ovvero alla poca disponibilità economica per l'acquisto dell'auto nuova e si riflette sull'andamento del parco circolante in decremento negli anni 2012, 2014 e in lieve incremento nel 2014 e 2015.

Tabella 12: Anzianità Parco Circolare

ANNI DI ANZIANITA'	2000		2010		2015	
	Totale	%	Totale	%	Totale	%
0-1	2.217.769	6,8%	2.007.099	5,5%	1.641.259	4,4%
1-2	2.418.366	7,4%	2.220.869	6,0%	1.410.711	3,8%
2-3	2.431.152	7,5%	2.198.714	6,0%	1.322.430	3,5%
3-4	2.417.049	7,4%	2.541.052	6,9%	1.385.528	3,7%
4-5	1.702.407	5,2%	2.358.346	6,4%	1.713.038	4,6%
5-6	1.662.139	5,1%	2.237.540	6,1%	1.919.630	5,1%
6-7	1.590.562	4,9%	2.242.335	6,1%	2.101.118	5,6%
7-8	1.578.269	4,8%	2.187.178	6,0%	2.044.993	5,5%
8-9	2.193.354	6,7%	2.146.787	5,8%	2.360.118	6,3%
9-10	1.985.355	6,1%	2.160.642	5,9%	2.158.460	5,8%
10-11	1.898.814	5,8%	2.040.764	5,6%	1.992.838	5,3%
11-12	1.759.370	5,4%	1.705.612	4,6%	1.940.862	5,2%
12-13	1.441.581	4,4%	1.568.211	4,3%	1.809.444	4,8%
13-14	1.124.189	3,5%	1.441.783	3,9%	1.685.990	4,5%
14-15	889.762	2,7%	845.188	2,3%	1.604.902	4,3%
15-16	729.596	2,2%	740.489	2,0%	1.448.460	3,9%
16-17	589.614	1,8%	622.789	1,7%	1.140.003	3,1%
17-18	478.050	1,5%	534.642	1,5%	994.702	2,7%
18-19	404.326	1,2%	634.171	1,7%	872.326	2,3%
19-20	365.010	1,1%	472.937	1,3%	496.809	1,3%
OLTRE 20	2.707.081	8,3%	3.844.163	10,5%	5.307.612	14,2%
TOTALE	32.583.815	100,0%	36.751.311	100,0%	37.351.233	100,0%

In relazione alle nuove immatricolazioni (Tabella 13) dal 2000 al 2007 sono state circa tre milioni ogni anno, mentre dal 2008 al 2013 il numero di auto nuove ha registrato un forte decremento, passando dai 2,9 milioni di auto vendute nel 2008 a 1,6 milioni di auto nuove nel 2013, il CAGR tra il 2013 e il 2008 è stato del

-11,32%. Nel 2014 le nuove immatricolazioni sono state pari a 1,7 milioni in sensibile aumento rispetto il 2013 (+5,47%) e nel 2015 sono state in forte incremento rispetto il 2014 (+14,96%) pari 1,9 milioni (Automobile Club d'Italia, 2016).

Tabella 13: Nuove immatricolazioni

ANNI	TOTALE	Δ%
2000	3.133.308	
2001	3.107.406	-0,83 %
2002	2.966.539	-4,53 %
2003	3.015.897	1,66 %
2004	3.287.603	9,01 %
2005	2.963.467	-9,86 %
2006	3.111.366	4,99 %
2007	3.266.228	4,98 %
2008	2.903.859	-11,09 %
2009	2.814.389	-3,08 %
2010	2.504.501	-11,01 %
2011	2.235.462	-10,74 %
2012	1.756.563	-21,42 %
2013	1.592.471	-9,34 %
2014	1.679.604	5,47 %
2015	1.930.866	14,96 %

La crisi economica iniziata nel 2007 oltre a ridurre progressivamente il numero di auto nuove acquistate ha ridotto anche il consumo di carburante (Automobile Club d'Italia, 2016). In particolare, la vendita di benzina è in riduzione costante dal 2002 ed è stata in parte attenuata con sempre meno intensità fino al 2011 dall'incremento di vendita del gasolio. Dal 2011 al 2013 sia la vendita di benzina che del gasolio sono state in sensibile riduzione, mentre dal 2013 l'incremento della vendita di gasolio ha più che compensato il decremento della vendita della benzina (Grafico 5). Il GPL non presenta volumi significativi per poter modificare il trend generale. Il decremento di vendita di carburante è una diretta conseguenza della riduzione dei chilometri medi percorsi e quindi di un fermo macchina maggiore. È

noto che i componenti dell'auto si consumano con l'usura del veicolo in movimento ma è anche vero che molti di essi si guastano anche se l'auto è ferma come ad esempio le batterie auto e tutti i componenti esposti direttamente agli agenti atmosferici.

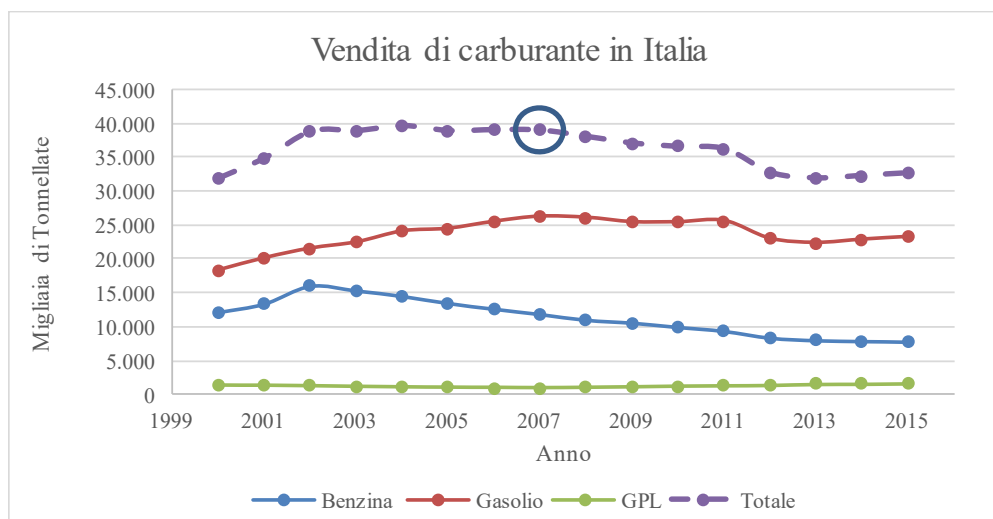


Grafico 5: Vendita di carburante in Italia

La vendita di carburante è correlata al prezzo medio del carburante (Automobile Club d'Italia, 2016). Se il costo della benzina dal 2003 al 2008 è stato in costante incremento, il costo del gasolio e il GPL è rimasto stabile fino al 2009. Dal 2009 al 2012 sia il costo della benzina che del gasolio hanno registrato un forte aumento per poi decrementare e nel 2015 ritornare al valore del 2011 (Grafico 6).

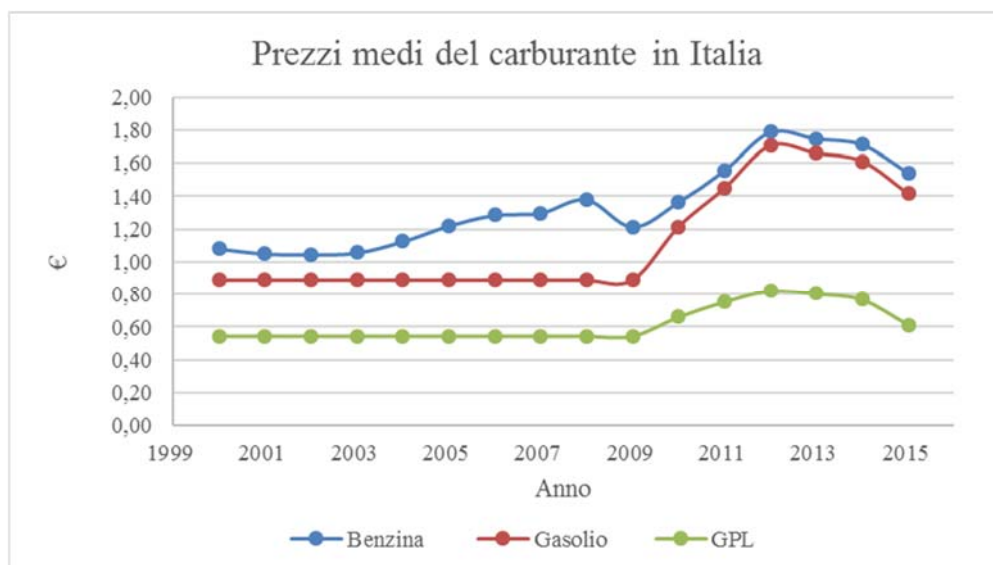


Grafico 6: Prezzi medi di vendita del carburante in Italia

L'incremento dell'anzianità del parco circolante, il numero quasi costante di automobili tra il 2011 e il 2015, il decremento di immatricolazioni tra il 2008-2013 e la minor disponibilità economica ad acquistare l'auto nuova e quindi a riparare l'auto in possesso, ha permesso al settore dei ricambi auto indipendente (IAM) di incrementare le proprie vendite a discapito della filiera originale (OES) che ha subito un forte indebolimento a causa della forte riduzione del numero di veicoli con una anzianità inferiore a quattro anni e dal minor numero di nuove immatricolazioni. Il settore IAM ha dimostrato con le performance realizzate dal 2012 al 2015 di essere anti ciclico rispetto alle dinamiche macro economiche.

4.2 Automotive IAM performance 2012-2015

La filiera Automotive IAM italiana, in particolare i Distributori Automotive IAM nel quadriennio 2012-2015 hanno mediamente migliorato costantemente le proprie performance in quanto sono state in grado con la leva del prezzo e del servizio di conquistare quote di mercato rispetto alla filiera OES. I Distributori IAM in Italia focalizzati sulla vendita di ricambi prevalentemente di meccanica sono 160 e tranne in due casi sono aziende padronali di medio e piccole dimensioni. Le aziende padronali di piccole dimensioni hanno il vantaggio che sono molto flessibili in termini operativi e veloci nelle scelte ma sono poco strutturate in termini strategici, non pronte al ricambio generazionale e non possiedono strumenti di controllo di gestione sia verso il passato sia verso il budget. Nonostante il settore è anticiclico rispetto al sistema macroeconomico e la crisi ha permesso a molti

distributori di incrementare il proprio giro di affari, molte aziende non hanno saputo investire nel momento giusto e si sono ritrovate e si troveranno in forte difficoltà finanziare. Lo scopo dei prossimi capitoli è analizzare attraverso l'uso del modello Z' Score e EFCS 2 le performance economiche e il grado di rischio di fallimento dell'aggregato dei 160 Distributori IAM e dei primi venti Distributori IAM per ricavi e confrontare i risultati dei due modelli. Il Conto Economico e lo Stato Patrimoniale dell'aggregato dei Distributori è ottenuto come somma a parità di perimetro³ dei dati di bilancio delle singole imprese.

4.2.1 Applicazione modello Z' Score

Nonostante sia disponibile molta letteratura in relazione ai modelli di valutazione Z' Score di Altman è doveroso fare la premessa che molto probabilmente il modo di interpretare gli indicatori di performance dell'autore rispetto a quelli utilizzati nella presente analisi non sono perfettamente coincidenti in quanto ad esempio i dati di bilancio da cui attingono le analisi sono costruiti secondo schemi diversi e di conseguenza potrebbe variare l'interpretazione di alcuni indicatori.

Si ricorda che il punteggio Z' Score è pari a: $0,717*(c/d)+0,847*(h/d)+3,10*(b/d)+0,420*(i/e)+0,998*(a/d)$, dove (a) sono i ricavi, (b) il risultato operativo lordo, (c) il capitale circolante, (d) il totale dell'attivo, (e) il totale dei debiti, (h) il risultato netto e (i) il patrimonio netto contabile.

In relazione all'analisi delle performance dell'aggregato dei 160 Distributori IAM il punteggio dello Z' Score nel 2015 è pari a 1,997 in lieve miglioramento rispetto gli anni precedenti, infatti nel 2014 era pari a 1,938, nel 2013 pari a 1,925 e nel 2012 pari a 1,825. Come indicato dal modello la valutazione per i punteggi compresi tra 1,23 e 2,90 è di Incertezza (Tabella 14).

Tabella 14: Valutazione sintetica modello Z' Score

	2015	2014	2013	2012
Z	1,977	1,938	1,925	1,825
Valutazione	Incertezza	Incertezza	Incertezza	Incertezza

³ Sono escluse le aziende che non hanno pubblicato almeno un bilancio durante il periodo dell'analisi (2012-2015)

Si evidenzia (Tabella 15) che il risultato degli indici (c/d), ovvero il rapporto tra il capitale circolante e le attività totali e (h/d) ossia il rapporto tra il risultato netto e il totale dell'attivo è stabile negli anni, con una deviazione standard rapportata alla media per il primo indice pari all'1,18% e per il secondo indice pari a 2,91%. Per gli indici (a/d) rapporto tra i ricavi e totale dell'attivo e (b/d) rapporto tra il risultato operativo lordo e il totale dell'attivo i risultati dei diversi anni sono abbastanza simili con una deviazione standard pari a 3,13% per (a/d) e 6,10% per (b/d). Infine, i risultati dell'indice (i/e) rapporto tra il patrimonio netto contabile e il totale dei debiti sono molto diversi per i diversi anni (deviazione standard pari a 10,65%).

Tabella 15: Indici modello Z' Score

Indici	2015	2014	2013	2012	Media	Dev.std
(c/d)	0,686	0,671	0,684	0,673	0,679	1,18%
(h/d)	0,028	0,030	0,028	0,028	0,028	2,91%
(b/d)	0,063	0,065	0,066	0,058	0,063	6,10%
(i/e)	0,594	0,593	0,523	0,475	0,546	10,65%
(a/d)	1,017	0,982	0,989	0,942	0,982	3,13%

L'analisi dell'aggregato potrebbe essere influenzata dalla presenza nel campione da aziende molto diverse in termini dimensionali, quindi è necessario analizzare i primi venti Distributori IAM per ricavi che rappresentano il 60,80% del totale pari a 1,431 miliardi di euro. Inoltre, tra le prime venti imprese i primi due distributori, appartengono allo stesso gruppo e ricoprono una quota di mercato in ricavi pari al 28,99% (Tabella 16).

Tabella 16: Primi venti Distributori IAM per ricavi

N°	Ragione Sociale	Valore della Produzione 2015	Incidenza %
1	Rhiag S.p.A.	328.015.854	22,92%
2	Bertolotti S.p.A.	86.871.606	6,07%
3	Ovam S.p.A.	61.761.998	4,32%
4	I.DI.R. S.p.A.	61.251.291	4,28%
5	C.A.T.I. S.p.A.	53.486.944	3,74%
6	Demauto S.p.A.	33.367.539	2,33%
7	Aldo Romeo S.r.L.	31.956.941	2,23%
8	ADR S.r.L.	22.289.221	1,56%
9	Rilub S.p.A.	20.151.790	1,41%
10	Ricauto S.p.A.	19.359.964	1,35%
11	Top Car S.r.L	18.299.096	1,28%
12	GENERAL PARTS SRL	17.994.510	1,26%
13	CIDA Auto Components S.r.L.	16.851.634	1,18%
14	Generalauto S.r.L.	16.832.156	1,18%
15	Cramer S.r.L.	15.670.996	1,10%
16	2G Ricambi S.r.L.	14.831.034	1,04%
17	Maina S.p.A.	13.167.385	0,92%
18	Automeccanica Lucana S.r.L.	13.008.221	0,91%
19	Commerciale Lucana Lamiere e Paraurti S.r.L.	12.755.619	0,89%
20	B.C.R. S.r.L.	12.166.644	0,85%

60,80%

L'analisi delle singole imprese (Tabella 17) evidenzia una diffusa situazione di Incertezza. Nel 2015 solo tre aziende su venti sono nella zona di Nessun rischio, mentre nessun distributore è nella zona di Insolvenza. Nel 2014, le imprese con Nessun rischio sono quattro e tutte gli altri distributori sono nella zona di Incertezza. Nel 2013, solo due aziende sono in zona di Nessun rischio, mentre tutte le altre in Incertezza così come nel 2012. Nei diversi anni la zona di Nessun Rischio è attribuita sempre alle stesse imprese confermandone la qualità.

Tabella 17: Valutazione Z' Score Distributori IAM

N°	Ragione Sociale	Valutazione 2015	Valutazione 2014	Valutazione 2013	Valutazione 2012
1	Rhiag S.p.A.	Incertezza	Incertezza	Incertezza	Incertezza
2	Bertolotti S.p.A.	Nessun rischio	Nessun rischio	Nessun rischio	Incertezza
3	Ovam S.p.A.	Incertezza	Incertezza	Incertezza	Incertezza
4	I.D.I.R. S.p.A.	Incertezza	Incertezza	Incertezza	Incertezza
5	C.A.T.I. S.p.A.	Incertezza	Incertezza	Incertezza	Incertezza
6	Demauto S.p.A.	Incertezza	Incertezza	Incertezza	Incertezza
7	Aldo Romeo S.r.L.	Incertezza	Incertezza	Incertezza	Incertezza
8	ADR S.r.L.	Incertezza	Incertezza	Incertezza	Incertezza
9	Rilub S.p.A.	Incertezza	Incertezza	Incertezza	Incertezza
10	Ricauto S.p.A.	Incertezza	Nessun rischio	Nessun rischio	Nessun rischio
11	Top Car S.r.L.	Incertezza	Incertezza	Incertezza	Incertezza
12	GENERAL PARTS SRL	Incertezza	Incertezza	Incertezza	Incertezza
13	CIDA Auto Components S.r.L.	Nessun rischio	Nessun rischio	Incertezza	Nessun rischio
14	Generalauto S.r.L.	Incertezza	Incertezza	Incertezza	Incertezza
15	Cramer S.r.L.	Nessun rischio	Nessun rischio	Incertezza	Incertezza
16	2G Ricambi S.r.L.	Incertezza	Incertezza	Incertezza	Incertezza
17	Maina S.p.A.	Incertezza	Incertezza	Incertezza	Incertezza
18	Automeccanica Lucana S.r.L.	Incertezza	Incertezza	Incertezza	Incertezza
19	Commerciale Lucana Lamiere e Paraurti S.r.L.	Incertezza	Incertezza	Incertezza	Incertezza
20	B.C.R. S.r.L.	Incertezza	Incertezza	Incertezza	Incertezza

Nel capitolo seguente è analizzato attraverso l'uso del modello EFCS 2 l'aggregato del campione dei 160 Distributori IAM e le prime venti imprese per ricavi.

4.2.2 Applicazione modello EFCS 2

Lo scopo principale del modello EFCS 2 è determinare per gli ultimi quattro anni disponibili il punteggio della Competitività e quindi la qualità dell'impresa. Il punteggio è compreso in una scala tra 0 (valore minimo) e 110 (valore massimo). Esso è il risultato della qualità Economica, Finanziaria, Competitiva e Strategica dell'impresa ed è pari alla somma dei risultati ottenuti nell'analisi delle quattro dimensioni: Economica, Patrimoniale, Finanziaria e Competitiva. Ogni dimensione è declinata in cinque valutazioni di sintesi: Dimensione/Sviluppo, Profittabilità, Patrimonializzazione, Flussi di Cassa Operativi e Strategia Competitiva. Ad ogni punteggio è associato una valutazione e un colore. Per ulteriori approfondimenti sul modello si rimanda al terzo capitolo.

L'analisi dell'aggregato dei Distributori IAM mostra una qualità Competitiva Consistente per gli anni 2015-2014-2013 e Normale nel 2012 (Tabella 18).

Tabella 18: Valutazione EFCS 2 Aggregato Distributori IAM Italia

Valutazione di Sintesi	2015	2014	2013	2012	Δ
1. Dimensione/Sviluppo (da 0 a 22)	12,00	11,44	11,03	2,62	9,38
2. Profittabilità (da 0 a 22)	12,59	13,58	13,42	12,05	0,54
3. Patrimonializzazione (da 0 a 19,25)	14,82	14,68	15,51	14,45	0,37
4. Flussi di Cassa Operativi (da 0 a 19,25)	13,71	8,90	13,35	13,94	-0,23
5. Strategia Competitiva (da 0 a 27,5)	11,97	11,79	13,55	7,04	4,94
Competitività (Punteggio: max=110 min=0)	65,09	60,38	66,86	50,09	15,00
Forte	Consistente	Normale	Mediocre	Debole	
110 - 80	80 - 60	60 - 40	40 - 20	20 - 0	

Nel 2015, l'aggregato è Consistente, con un punteggio di 65,09/110 in miglioramento rispetto all'anno precedente. L'impresa è Forte in termini di Patrimonializzazione (14,82/19,25), Consistente (13,71/19,25) nei Flussi di Cassa Operativi e Normale nella Dimensione/Sviluppo (12/22), Profittabilità (12,59/22) e Strategia Operativa (11,97/27,5).

Per meglio comprendere la qualità Competitiva dell'aggregato dei Distributori IAM Italia è utile completare l'analisi proseguendo con la scheda di valutazione. La Matrice Strategica (Grafico 7) evidenzia che nell'anno 2015, 2014 e 2013 l'aggregato è in Lungimiranza, ovvero ha un forte orientamento alla semina e una buona raccolta, mentre nel 2012 è in forte Rilassamento.



Grafico 7: Matrice Competitiva

In relazione alla dinamica economica (Grafico 8) il Valore della Produzione nel periodo dal 2011 al 2015 è incrementato (Tabella 19) anche se tra il 2012 e 2011 il Valore della Produzione è decrementato del 2,3% da 1,155 miliardi di euro a 1,129 miliardi di euro, nel 2013 era pari a 1,218 miliardi di euro in incremento rispetto il 2012 del 7,9%, nel 2014 era pari a 1,309 miliardi di euro in incremento del 7,5% e nel 2015 era pari a 1,431 in aumento del 9,3% rispetto il 2014. Il Margine Commerciale nel periodo 2011-2014 è in lievissima riduzione dal 28,7% al 28,5% mentre è in sensibile riduzione tra il 2015-2014 (-0,7 punti %), la causa è la maggior competizione sui prezzi di vendita e alla riduzione delle esclusive sia territoriali che di prodotto. I Costi di Struttura rapportati al Valore della Produzione sono in riduzione dal 2011 al 2015 dal 20,6% al 19,8%, infatti la crisi economica ha obbligato le aziende ad essere più efficienti. Infine, il Margine Operativo Lordo è in riduzione dal 2011 al 2012 dall'8,1% al 7,9%, in aumento nel 2013 pari all'8,2%, in miglioramento nel 2014 pari all'8,4% e in peggioramento nel 2015 pari all'8,0%, il miglioramento dell'incidenza dei costi di struttura non è stata compensata dalla riduzione della marginalità commerciale.

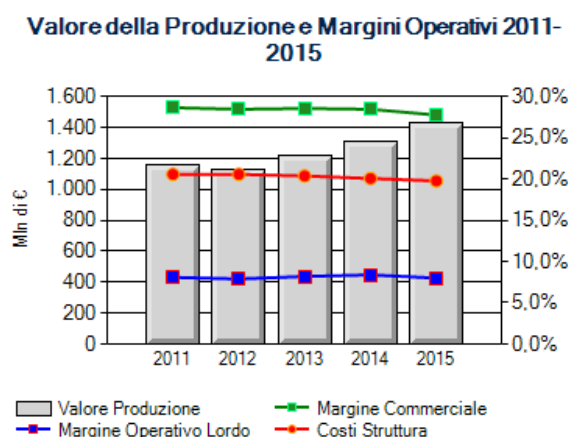


Grafico 8: Valore della Produzione e Margini 2011-2015

Tabella 19: Valore della Produzione e Margini 2011-2015

Anno	2011	2012	2013	2014	2015
(a) Valore della Produzione	1.155	1.129	1.218	1.309	1.431
(b) Margine Commerciale	28,7%	28,5%	28,6%	28,5%	27,8%
(c) Costi Struttura	20,6%	20,6%	20,4%	20,1%	19,8%
(d=b-c) Margine Operativo Lordo	8,1%	7,9%	8,2%	8,4%	8,0%

L'importo dei Debiti Finanziari Netti a Breve Termine (Grafico 9) è costante nel periodo 2011-2013, in forte incremento nel 2014 e stabile nel 2015 (Tabella 20). I Debiti Finanziari Netti a Medio-Lungo Termine sono in riduzione dal 2011 al 2014 e in lieve aumento nel 2015. Il Patrimonio Netto è in aumento per tutto il periodo analizzato. La spezzata evidenzia la riduzione sistematica del rapporto tra i debiti finanziari netti e il patrimonio netto, grazie alla riduzione costante dell'importo dei debiti e all'incremento sensibile del patrimonio netto, nel 2013 per ogni euro di capitale dell'azionista corrispondeva un debito verso terzi finanziatori di 0,68 euro in riduzione di 0,14 euro rispetto il 2012. Le aziende sane hanno preferito reinvestire gli utili in azienda e con la liquidità generata rimborsare i debiti.

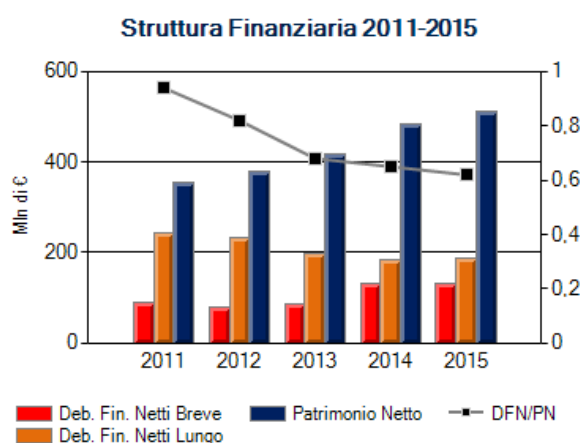


Grafico 9: Struttura Finanziaria 2011-2015

Tabella 20: Struttura Finanziaria 2011-2015

Anno	2011	2012	2013	2014	2015
(a) Deb. Fin. Netti BT	89	79	86	131	131
(b) Deb. Fin. Netti MLT	245	233	197	183	187
(c) Patrimonio Netto	355	381	418	484	511
(d)=(a+b)/c) DFN/PN	0,94	0,82	0,68	0,65	0,62

In relazione alla dinamica di incasso dai clienti, pagamento fornitori e giacenza di magazzino (Grafico 10) si evidenzia una riduzione dei giorni di dilazione clienti nel periodo dal 2012 al 2015 da 108 giorni a 95 giorni (Tabella 21). I giorni di dilazione fornitori sono in aumento dal 2011 al 2013 per poi decrementare sensibilmente nel 2014 e 2015. La crisi economica e finanziaria ha indotto le aziende a essere meno esposte con il credito verso i propri clienti e i fornitori hanno ridotto l'esposizione dei debiti verso i propri clienti. Infine, i giorni di giacenza

magazzino sono in riduzione dal 2012 al 2015, con relativo miglioramento del tasso di rotazione del magazzino, ovvero più attenzione al capitale circolante.

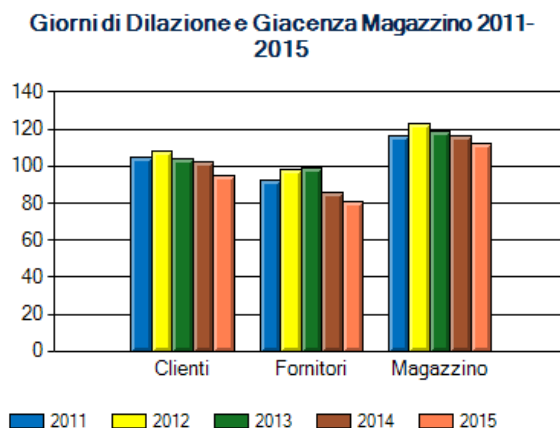


Grafico 10: Giorni di Dilazione e Giacenza Media Magazzino 2011-2015

Tabella 21: Giorni di Dilazione e Giacenza Media Magazzino 2011-2015

Valori	2011	2012	2013	2014	2015
Clients	105	108	104	102	95
Fornitori	92	98	99	86	81
Magazzino	116	123	119	116	112
Tasso Rotazione Magazzino	3,15	2,97	3,07	3,15	3,26

L'analisi degli scostamenti del Risultato Operativo Netto (Grafico 11) evidenzia un miglioramento tra il 2015 rispetto al 2014 di circa 1 milione di euro. L'incremento del Valore della Produzione ha generato un RON per circa 5 milioni di euro. L'incremento dell'incidenza del Costo del Venduto rispetto al Valore della Produzione ha eroso circa 10 milioni di euro di risultato operativo netto. L'incremento dell'incidenza dei Costi Operativi Esterni rispetto al Valore della Produzione ha eroso circa 2 mln. di euro di RON. Il decremento dell'incidenza del Costo del Lavoro rispetto al Valore della Produzione ha generato un RON per circa 6 di mln. di euro. L'incremento dell'incidenza degli Ammortamenti rispetto al Valore della Produzione ha eroso un RON per circa 1 mln. di euro. Il decremento dell'incidenza delle Imposte rispetto al Valore della Produzione ha generato un RON per circa 2 mln. di euro. La sommatoria delle sei variabili è esattamente pari alla differenza tra il RON del 2015 e 2014.

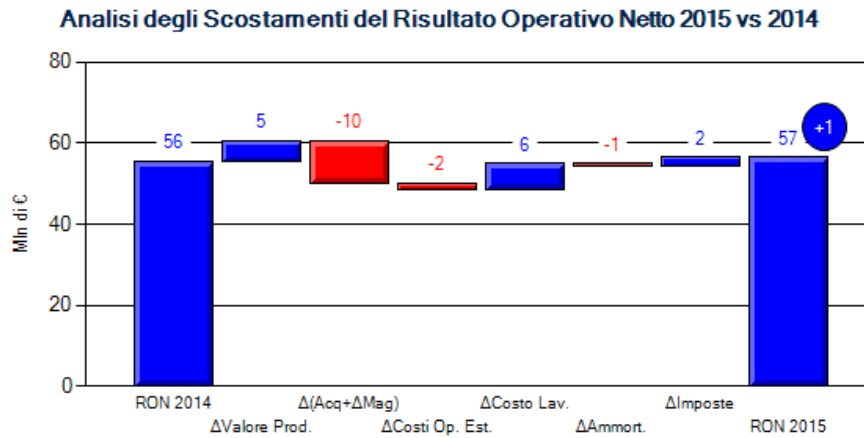


Grafico 11: Analisi degli Scostamenti Elementari del RON

L'analisi dei contributi alla variazione dei Debiti Finanziari Netti (Grafico 12) mostra che dal 2014 al 2015 i DFN si riducono di circa 4 mln. di euro. Il Margine Operativo Lordo (MOL) ha contribuito a generare cassa per circa 114 mln. di euro. Il Capitale Circolante Netto Operativo (CCNO: magazzino, crediti verso clienti, debiti verso fornitori, etc.) ha assorbito cassa per circa 36 mln. di euro. Il Capitale Fisso Lordo Operativo (CFLO: investimenti e disinvestimenti) ha assorbito cassa per circa 21 mln. di euro. I Flussi di Cassa Fiscali (FC Fisc) hanno assorbito cassa per circa 25 mln. di euro. I Flussi di Casa Extra-Operativi (ΔCFNF/Ex) hanno assorbito cassa per circa 7 mln. di euro. I Proventi/Oneri Finanziari (P/O Fin) hanno assorbito cassa per circa 17 mln. di euro. I Titolari/Soci (FCDA) hanno assorbito cassa nel 2015 attraverso la distribuzione dei dividendi per circa 12 mln. di euro. La sommatoria delle sette variabili che hanno contribuito alla variazione dei debiti finanziari netti è pari alla differenza tra i debiti finanziari netti del 2015 e 2014.

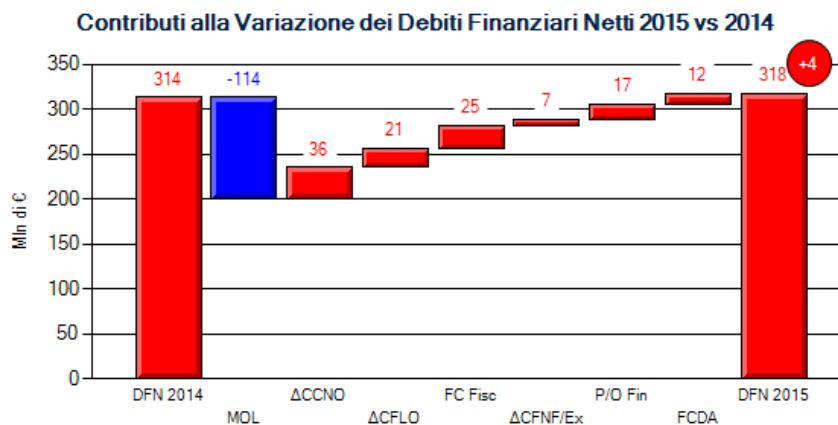


Grafico 12: Contributi alla variazione dei Debiti Finanziari Netti

La scheda valutazione conclude con gli schemi riclassificati del conto economico, stato patrimoniale e i flussi di cassa (Allegato 1).

Anche in questo caso è necessario analizzare la qualità competitiva dei primi venti distributori IAM in ordine di ricavi 2015 (Tabella 22). Si ricorda che il punteggio della Competitiva è compreso in una scala tra 0 (valore minimo) e 110 (valore massimo) e che il colore blu è associato a una qualità competitiva Forte, verde a Consistente, grigio a Normale, ocra a Mediocre e rosso a Debole.

Tabella 22: Valutazione EFCS 2 Distributori IAM

N°	Ragione Sociale	Competitività 2015	Competitività 2014	Competitività 2013	Competitività 2012
1	Rhiag S.p.A.	101,34	88,76	98,81	86,11
2	Bertolotti S.p.A.	102,46	101,66	86,55	70,6
3	Ovam S.p.A.	68,94	74,37	77,7	58,63
4	I.D.I.R. S.p.A.	69,37	55,57	66,79	52,6
5	C.A.T.I. S.p.A.	60,54	75,38	54,59	40,31
6	Demauto S.p.A.	66,2	69,57	67,82	57,78
7	Aldo Romeo S.r.L.	65,56	73,1	57,95	58,15
8	ADR S.r.L.	88,13	75,51	66,3	82,54
9	Rilub S.p.A.	91,49	72,76	84,84	71,84
10	Ricauto S.p.A.	81,67	93,45	78,13	65,28
11	Top Car S.r.L.	78,41	94,91	88,21	67,82
12	GENERAL PARTS SRL	89,98	63,57	86,89	77,35
13	CIDA Auto Components S.r.L.	83,02	70,43	71,48	70,55
14	Generalauto S.r.L.	79,32	64,86	88,43	59,93
15	Cramer S.r.L.	92,43	95,51	69,35	71,33
16	2G Ricambi S.r.L.	44,31	51,35	57,69	32,39
17	Maina S.p.A.	54,58	62,66	59,34	60,17
18	Automeccanica Lucana S.r.L.	90,98	89,05	68,04	66,89
19	Commerciale Lucana Lamiere e Paraurti S.r.L.	66,2	92,03	72,97	45,3
20	B.C.R. S.r.L.	70,94	57,68	45,41	39,1
Media semplice		77,29	76,11	72,36	61,73

Nel 2015, tra le prime venti imprese in ordine di ricavi, nove erano Forti, nove Consistenti e due Normali. Sei aziende hanno migliorato il giudizio rispetto l'anno precedente, tre aziende hanno peggiorato e undici hanno confermato la valutazione. Nel 2014, sette imprese erano Forti, dieci Consistenti e tre Normali. Nel 2013, sei distributori erano Forti, nove Consistenti e cinque Normali. Infine, nel 2012 due aziende erano Forti, nove Consistenti, sette Normali e due Mediocri. La qualità competitiva delle imprese dal 2012 al 2015 è mediamente migliorata e la media semplice dei punteggi è passata dal 61,73 del 2012 al 77,29 del 2015.

Questa analisi mostra che le principali aziende del settore hanno una qualità competitiva mediamente Consistente e anche se tale media non è completamente paragonabile al punteggio ottenuto dall'aggregato dei 160 Distributori IAM, esso è pari a 77,29 rispetto il punteggio dell'aggregato pari a 65,09. Le aziende più grandi in termini di ricavi sono anche tra le imprese migliori in relazione alla qualità competitiva e sono più propense a fare investimenti in logistica. Questa analisi conferma la fase di polarizzazione che sta attraversando il settore, ovvero le imprese più competitive e per la maggior parte dei casi quelle con i ricavi più elevati migliorano le proprie performance a scapito delle imprese più piccole molte volte meno competitive e in peggiorano. Inoltre, negli ultimi anni il settore IAM è stato attraversato da molti cambiamenti che hanno incrementato il livello di competitività tra le imprese del settore, come ad esempio: la costante riduzione dell'incidenza dei marchi trattati esclusivamente da un solo distributore, la scomparsa dei limiti territoriali, dall'ampliamento di gamma dei prodotti venduti dai distributori come gli pneumatici, i lubrificanti e la carrozzeria, dall'ingresso nel business di nuovi entranti come i consorzi di ricambisti, produttori stranieri, dalla presenza dei pezzi di ricambio nella grande distribuzione organizzata e dalla vendita di ricambi auto sul web. La miglior competitività è alimentata dalla crescita della filiera IAM rispetto alla filiera OES, infatti durante questi anni di crisi economica la caratteristica anticicla del settore rispetto all'andamento economico è stata un catalizzatore per la crescita dei ricavi. L'anti ciclicità è conseguenza della minor propensione alla spesa per l'acquisto dell'automobile nuova e quindi alla maggior propensione per la riparazione dell'auto usata, inoltre i grandi volumi di automobili venduti nel periodo pre crisi hanno alimentato l'ingresso di riparazioni nella filiera Automotive IAM. In relazione al numero di operatori operanti nel business, l'ipercompetitività in questi anni ha prodotto molte uscite dal mercato attraverso due fenomeni, il primo tramite il fallimento delle imprese che non hanno saputo cogliere le opportunità del settore anticiclico, il secondo tramite l'acquisizione o fusione con operatori dello stesso livello o diversi livelli. La filiera OES sta reagendo alla costante riduzione di quota di mercato attraverso campagne di fidelizzazione dedicate alle autovetture con una anzianità superiore ai quattro anni e programmi di manutenzione pluriennali inclusi nell'acquisto dell'auto nuova.

In relazione al confronto tra i risultati dei due modelli, le analisi dell'aggregato dei 160 Distributori Automotive IAM Italia tramite il modello Z' Score e EFCS 2 non conducono esattamente agli stessi risultati. Infatti, il modello Z' Score assegna all'aggregato per gli anni dal 2015 al 2012 la zona di Incertezza (Figura 12) mentre,

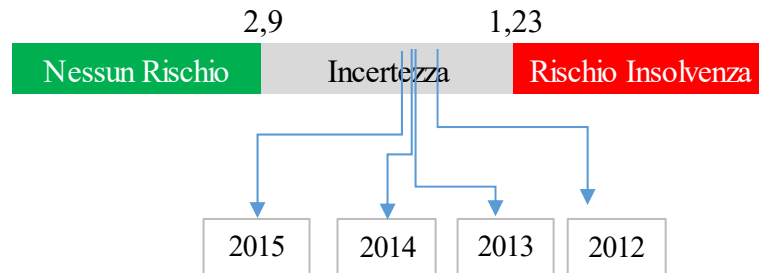


Figura 12: Valutazione Z' Score aggregato Distributori Automotive IAM

il modello EFCS 2 valuta Consistente la qualità competitiva dell'aggregato per gli anni 2015-2014 e 2013 e Normale nel 2012 con punteggi molto vicini al confine della zona Normale (Figura 13). Solo se si modificassero gli intervalli di valutazione del modello EFCS 2 con il modello Z' Score ipotizzando che la zona di Nessun Rischio equivalesse all'unione delle valutazioni Forte e Consistente (scala 110-70) del modello EFCS 2, mentre la zona di Rischio Insolvenza all'unione della valutazione Mediocre e Debole (scala 35-0) e la zona di Incertezza alla valutazione Normale (scala 70-35), i risultati dei due modelli potrebbero essere in parte allineati.

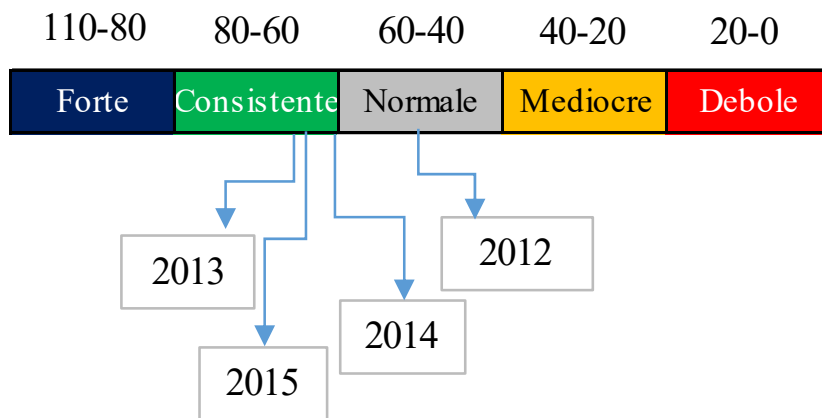


Figura 13: Valutazione EFCS 2 aggregato Distributori Automotive IAM

In relazione al confronto dei risultati ottenuti nell'analisi delle prime venti imprese in termini di ricavi e ipotizzando di raggruppare le valutazioni del modello EFCS 2 rispetto al modello Z' Score come indicato precedentemente (Tabella 23), nel 2015 solo in cinque casi su venti le due valutazioni sono allineate (per le aziende: Bertolotti, CIDA, Cramer, 2G Ricambi e Maina), nel 2014 sette su venti

(per i distributori: Bertolotti, I.DI.R., Ricauto, CIDA, Cramer, 2G Ricambi e B.C.R.) nel 2013 sette su venti (per le imprese: Bertolotti, C.A.T.I., Aldo Romeo, Ricauto, 2G Ricambi, Maina e B.C.R.) e nel 2012 nove imprese su venti (Ovam, I.DI.R., C.A.T.I., Demauto, Aldo Romeo, Ricauto, CIDA, Generalauto e Commerciale Lucana Lamiere). Per nessuna azienda è possibile trovare una coincidenza di valutazione tra i due modelli per l'intero quadriennio 2015-2012.

Tabella 23: Confronto valutazione Z' Score e EFCS 2

N°	Ragione Sociale	EFCS 2 2015	Z' Score 2015	EFCS 2 2014	Z' Score 2014	EFCS 2 2013	Z' Score 2013	EFCS 2 2012	Z' Score 2012
1	Rhiag S.p.A.	Forte	Incertezza	Forte	Incertezza	Forte	Incertezza	Forte	Incertezza
2	Bertolotti S.p.A.	Forte	Nessun rischio	Forte	Nessun rischio	Forte	Nessun rischio	Consistenza	Incertezza
3	Ovam S.p.A.	Consistenza	Incertezza	Consistenza	Incertezza	Consistenza	Incertezza	Normale	Incertezza
4	I.DI.R. S.p.A.	Consistenza	Incertezza	Normale	Incertezza	Consistenza	Incertezza	Normale	Incertezza
5	C.A.T.I. S.p.A.	Consistenza	Incertezza	Consistenza	Incertezza	Normale	Incertezza	Normale	Incertezza
6	Demauto S.p.A.	Consistenza	Incertezza	Consistenza	Incertezza	Consistenza	Incertezza	Normale	Incertezza
7	Aldo Romeo S.r.L.	Consistenza	Incertezza	Consistenza	Incertezza	Normale	Incertezza	Normale	Incertezza
8	ADR S.r.L.	Forte	Incertezza	Consistenza	Incertezza	Consistenza	Incertezza	Forte	Incertezza
9	Rilub S.p.A.	Forte	Incertezza	Consistenza	Incertezza	Forte	Incertezza	Consistenza	Incertezza
10	Ricauto S.p.A.	Forte	Incertezza	Forte	Nessun rischio	Consistenza	Nessun rischio	Consistenza	Nessun rischio
11	Top Car S.r.L.	Consistenza	Incertezza	Forte	Incertezza	Forte	Incertezza	Incertezza	Incertezza
12	GENERAL PARTS SRL	Forte	Incertezza	Consistenza	Incertezza	Forte	Incertezza	Consistenza	Incertezza
13	CIDA Auto Components S.r.L.	Forte	Nessun rischio	Consistenza	Nessun rischio	Consistenza	Incertezza	Consistenza	Nessun rischio
14	Generalauto S.r.L.	Consistenza	Incertezza	Consistenza	Incertezza	Forte	Incertezza	Normale	Incertezza
15	Cramer S.r.L.	Forte	Nessun rischio	Forte	Nessun rischio	Consistenza	Incertezza	Consistenza	Incertezza
16	2G Ricambi S.r.L.	Normale	Incertezza	Normale	Incertezza	Normale	Incertezza	Mediocre	Incertezza
17	Maina S.p.A.	Normale	Incertezza	Consistenza	Incertezza	Normale	Incertezza	Consistenza	Incertezza
18	Automeccanica Lucana S.r.L.	Forte	Incertezza	Forte	Incertezza	Consistenza	Incertezza	Consistenza	Incertezza
19	Commerciale Lucana Lamiere e	Consistenza	Incertezza	Forte	Incertezza	Consistenza	Incertezza	Normale	Incertezza
20	B.C.R. S.r.L.	Consistenza	Incertezza	Normale	Incertezza	Normale	Incertezza	Mediocre	Incertezza

In sintesi, i risultati dei due modelli non producono la stessa valutazione sulla qualità dell'impresa e sull'indicazione di affidabilità di non insolvenza. Le principali cause sono: il modello Z' Score non entra nello specifico della valutazione non permettendo la comprensione del giudizio attribuito alle singole componenti, i coefficienti all'interno della formula sono statici, non sono dichiarati i modelli di assegnazione e non sono definiti ad hoc per il settore oggetto dell'analisi, ed infine, la presenza di solo tre intervalli concentra molte valutazioni nella zona di incertezza lasciando il lettore nel dubbio. Mentre, il modello EFCS 2 permette al lettore di comprendere la qualità delle singole variabili che compongono la valutazione finale e le cause del miglioramento o peggioramento della qualità competitiva che è correlata alla probabilità di fallimento. La bontà della valutazione è direttamente proporzionale al livello di conoscenza delle dinamiche del business oggetto dell'analisi perché il modello deve essere settato nei parametri, nelle scale e aggiornato nel tempo.

Conclusioni

La qualità competitiva dell'impresa è correlata alla qualità competitiva dei propri clienti e fornitori e alla relazione strategica che essa riesce a instaurare e mantenere nel tempo. Tale qualità ha lo scopo di creare valore economico per gli azionisti dell'impresa nel presente e nel futuro e deve essere misurata con un metodo scientifico, rigoso e indipendente. La tesi presenta un nuovo modello di valutazione delle performance competitive denominato EFCS 2 più evoluto rispetto ai modelli classici di misurazione delle performance aziendali e modellizzato ad hoc per il settore Automotive Independent After Market (IAM) grazie all'esperienza e alla conoscenza diretta degli operatori del business. Il modello EFCS 2 rispetto ai classici modelli di valutazione delle performance (Z' Score) considera l'azienda facente parte di un sistema di relazioni e quindi la valutazione è correlata sia alla qualità interna dell'impresa sia alla qualità competitiva dei concorrenti e al sistema macro economico. La qualità del nuovo modello di valutazione delle performance competitive EFCS 2 è dimostrata tramite i risultati ottenuti dall'analisi del campione dei Distributori IAM Italia ed il confronto degli stessi con i risultati ottenuti applicando il modello Z' Score. Un ulteriore obiettivo del modello EFCS 2 è trasferire la conoscenza agli operatori del settore attraverso una rappresentazione chiara e concreta che può essere usata durante il dialogo con il cliente e il fornitore e può evolvere in modo trasparente in un modello di sviluppo continuo.

References

Altman E., (1968). "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy," *Journal of Finance*, 23(4), pp. 589-609.

Altman E., (1970). "Corporate bankruptcy prediction and its implications for commercial loan evaluation", *Journal of Commercial Bank Lending*, December 1970.

Altman E., Haldeman R., Narayanan P., (1977). "Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations", *Journal of Banking and Finance*, 1(1), pp. 29-54.

Altman E., (1993). *Corporate Financial Distress*, Wiley, New York.

Altman E., (1995). *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: A Complete Guide to Predicting and Avoiding Distress and Profiting from Bankruptcy*, Wiley, New York.

Altman E., (2002). "Revisiting Credit Scoring Models in a Basel 2 Environment", in Ong M., *Credit Rating: Methodologies. Rationale and Default Risk*, Risk Book, London.

Altman E., Hartzell J., Peck M., (1995). *Emerging Markets Corporate Bonds: A Scoring System*, Salomon Brothers Inc., New York.

Arnold G., Davies M., (2000). *Value-based Management: Context and application*, John Wiley & Sons, New York.

Belton V., Stewart T.J., (2002). *Multiple criteria decision analysis. An integrated approach*, Kluwer Academic Publisher, Dordrecht.

Bennett Stewart G. III. (1991). *The Quest for Value*, Harper Collins, New York, NY.

Bennett Stewart G. III, (2013). *The quest for value*, Harper Collins, New York.

Besanko D., Dranove D., & Shanley M. (2000). *Economics of Strategy*. Wiley, NY.

Copeland T., Koller T., Murrin J., (1996). *Valutation: measuring and managing the value of companies*. New York, Wiley.

Dias J.A., Figueira J., Roy B., (2012). "A multiple criteria sorting method where each category is characterized by several reference actions: The ELECTRE TRI-NC method", *European Journal of Operational Research*, 217, pp. 567-579.

Donna G., (1999). *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci, Roma.

Donna G., (2003). *L'impresa multibusiness*. Università Bocconi Editore, Milano.

Davenport, T. H., Prusak, L., (1998). *Working knowledge: How organizations manage what they know*, Harvard Business School Press, Boston.

Figueira J., Greco S., & Ehgott M., (Eds.) (2005). *Multiple Criteria Decision Analysis: State of the Art Surveys*, Springer Verlag, London.

Greenwald B., Kahn J., Sonkin P., & Van Biema M. (2004). *Value Investing*. Wiley, NY.

Guelfi S., (2009). *Governo del rischio competitivo d'impresa. Anima del valore*, Giappichelli, Torino.

Guelfi S., (2013). "Mapping of the Strategic Positioning and Sequencing through the Integrated Value Creation Model: The Wholesale Spare Parts Distribution in the Italian Automotive After Market in the 2008-2011 Period.", *International Journal of Business Administration*, 4(4), pp. 1-15.

Guelfi S., (2013). "Il rendimento economico d'impresa e il modello della creazione di valore integrata. La Distribuzione IAM Auto Italia 2008-2010.", *Electronic Journal of Management*, 1(1), pp. 1-42.

Jensen M., Meckling W.H., (1976). *Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n.4, 1976, pp.305-360.

MacTaggart J., Kontes P., Mankins M., (1994). *The Value Imperative*. The Free Press, New York.

Marr B., Schiuma, G., (2001). *Measuring and Managing Intellectual Capital and Knowledge Assets in New Economy Organisations*, in *Handbook of Performance Measurement*, ed. M. Bourne, Gee, London.

Modigliani F., Miller M., (1958). "The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment" in *American Economic Review*, 3(48), pp. 261-297.

Norese M.F., (2009). "A Multi-Criteria Decision Aiding System to support monitoring in a Public Administration", *International Journal of Decision Support System Technology*, 1, pp. 59-71.

Norese M.F., (2010). How to support decisions and guarantee robustness in Multi Criteria Decision Aid when the preference system is not "accessible", in Zopounidis C, Doumpos M, Matsatsinis NF, Grigoroudis E (eds), *Multiple criteria decision aiding*, Nova Science Publishers, New York, pp. 1-16.

Norese M.F., Carbone V., (2014). "An application of ELECTRE Tri to support innovation", *Journal of Multi-Criteria Decision Analysis*, 21(1-2), pp. 77-93.

Porter M.E., (1979). "Competitive Strategy: Techniques for analyzing industries and competitors", The Free Press, New York.

Rappaport A., (1998). *Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance*, The Free Press, New York.

Rappaport A., Mauboussin M. (2001). *Expectations Investing*. Harvard Business School Press.

Rispoli M., *Sviluppo dell'impresa e analisi strategica*, Il Mulino, 1998.

Roy B., (1996). *Multicriteria methodology for Decision Aiding*, Kluwer, Dordrecht.

Roy B., Bouyssou, D., (1993). *Aide multicritère à la décision: méthodes et cas*. Economica, Collection Gestion, Paris.

Ross S.A., (1977). "The Capital Asset Pricing Model (CAPM), Short-sale Restrictions and Related Issues", *Journal of Finance*, 32(2), pp. 177-190.

Sharpe W.F., (1964). "Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk", *Journal of Finance*, 19(3), pp. 425-442.

Yu W., (1992). "ELECTRE TRI: Aspects méthodologiques et manuel d'utilisation", Document du LAMSADE No. 74, LAMSADE Université Paris-Dauphine.

Automobile Club d'Italia (2016) <http://www.aci.it/laci/studi-e-ricerche/dati-e-statistiche/annuario-statistico/annuario-statistico-2016.html> (ultimo accesso 18 settembre 2016)
<http://www.aci.it/laci/studi-e-ricerche/dati-e-statistiche/annuario-statistico/annuario-statistico-2016.html> (ultimo accesso 21 settembre 2016)

CNBC (2015) <http://www.cnbc.com/2015/05/26/heres-the-car-market-play-for-investors-now-commentary.html> (ultimo accesso 26 maggio 2016)

Cerved Group (2015) <http://www.cerved.com>, (ultimo accesso 7 marzo 2015)

Confartigianato Autoriparazione (2016)
https://dpe.confartigianato.it/system/files/private/brochure%20NEW%20BER_0.pdf (ultimo accesso 12 febbraio 2016)

EURO WG MCDA (2015) <http://www.cs.put.poznan.pl/ewgmcda/>, (ultimo accesso 18 aprile 2015)

ICPD (2016) <https://www.icdp.net/> (ultimo accesso 15 febbraio 2016)

IAMITALIA <http://www.iamitalia.it/> (ultimo accesso 15 febbraio 2017)

Allegati

Allegato A1

Conto Economico

CONTO ECONOMICO (Da Bilancio Pubblico Depositato) - in Milioni di €											
Cagr 15-11	VOCI ECONOMICHE	2015	%	2014	%	2013	%	2012	%	2011	%
87,6%	(a) VALORE DELLA PRODUZIONE	1.431	100%	1.309	100%	1.218	100%	1.129	100%	1.155	100%
5,6%	(b=Eb) COSTI DELLA PRODUZIONE	-1.342	-93,8%	-1.223	-93,4%	-1.137	-93,4%	-1.060	-93,9%	-1.080	-93,5%
6,9%	(b1) Per servizi	-158	-11,1%	-145	-11,1%	-136	-11,2%	-125	-11,0%	-121	-10,5%
-8,3%	(b2) Per godimento di beni di terzi	-14	-1,0%	-14	-1,0%	-14	-1,1%	-13	-1,2%	-19	-1,7%
1.780,7%	(b3) Per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	-1.051	-73,5%	-957	-73,1%	-875	-71,9%	-812	-72,0%	-840	-72,7%
3,6%	(b4) Per il personale	-101	-7,1%	-99	-7,5%	-92	-7,6%	-88	-7,8%	-88	-7,6%
6,7%	(b5) Ammortamenti e Svalutazioni	-18	-1,3%	-16	-1,2%	-14	-1,1%	-15	-1,3%	-13	-1,1%
-31,3%	(b6) Altri accantonamenti	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
1,1%	(b7) Oneri diversi di gestione	-15	-1,1%	-10	-0,8%	-12	-0,9%	-11	-1,0%	-15	-1,3%
2,3%	(b8) Variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	19	1,3%	21	1,6%	6	0,5%	5	0,5%	17	1,5%
111,7%	(b9) Accantonamenti per rischi	-2	-0,2%	-2	-0,2%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
4,2%	(c=a+b) RISULTATO OPERATIVO LORDO (DIFFERENZA TRA VALORE E COSTI DELLA PRODUZIONE)	88	6,2%	87	6,6%	81	6,6%	69	6,1%	75	6,5%
605,5%	(d) PROVENTI E ONERI STRAORDINARI	-5	-0,3%	-2	-0,1%	-6	-0,5%	2	0,1%	0	0,0%
-3,6%	(e) PROVENTI E ONERI FINANZIARI	-17	-1,2%	-21	-1,6%	-21	-1,7%	-19	-1,7%	-20	-1,7%
9,2%	(f) RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITA FINANZIARIE	0	0,0%	0	0,0%	-1	-0,1%	0	0,0%	0	0,0%
4,7%	(g=c+d+e+f) RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	66	4,6%	63	4,8%	54	4,4%	51	4,5%	55	4,7%
5,3%	(h) Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate	-27	-1,9%	-24	-1,9%	-19	-1,6%	-17	-1,5%	-22	-1,9%
4,3%	(i=g+h) UTILE (O PERDITA) DELL'ESERCIZIO	39	2,7%	39	3,0%	34	2,8%	34	3,0%	33	2,9%

Stato Patrimoniale

STATO PATRIMONIALE SINTETICO (da Bilancio Pubblico Depositato) - in Milioni di €											
ATTIVO											
Cagr 15-11	VOCI PATRIMONIALI	2015	%	2014	%	2013	%	2012	%	2011	%
2,7%	(a=Ea) ATTIVO IMMOBILIZZATO	430	30,4%	424	31,6%	382	30,6%	387	32,1%	386	32,4%
0,0%	(a1) Crediti Verso Soci	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
8,2%	(a2) Immobilizzazioni Finanziarie	131	30,5%	130	30,8%	96	25,2%	96	24,7%	96	24,8%
1,3%	(a3) Immobilizzazioni Materiali	102	23,8%	98	23,0%	90	23,5%	98	25,3%	97	25,2%
0,4%	(a4) Immobilizzazioni Immateriali	196	45,6%	196	46,2%	196	51,3%	193	50,0%	193	50,0%
5,1%	(b=Eb) ATTIVO CIRCOLANTE	983	69,6%	915	68,4%	866	69,4%	816	67,9%	805	67,6%
4,8%	(b1) Rimanenze	329	33,4%	312	34,1%	288	33,3%	275	33,7%	272	33,8%
2,9%	(b2) Crediti vs Clienti	444	45,2%	439	48,0%	437	50,4%	401	49,1%	397	49,2%
29,1%	(b3) Altri Crediti, Rates e Risconti	114	11,6%	81	8,8%	56	6,5%	42	5,2%	41	5,1%
-13,2%	(b4) Attività finanziarie	8	0,8%	7	0,8%	6	0,7%	17	2,1%	14	1,8%
2,1%	(b5) Disponibilità liquide	89	9,0%	76	8,3%	78	9,0%	82	10,0%	81	10,1%
4,4%	(c=a+b) TOTALE ATTIVO	1.414	100%	1.339	100%	1.249	100%	1.203	100%	1.192	100%
PASSIVO											
Cagr 15-11	VOCI PATRIMONIALI	2015	%	2014	%	2013	%	2012	%	2011	%
9,5%	(a=Ea) PATRIMONIO NETTO	513	36,3%	485	36,3%	418	33,4%	382	31,8%	357	29,9%
1,6%	(a1) Capitale Sociale	72	14,0%	73	15,0%	68	16,2%	69	16,1%	67	18,9%
11,9%	(a2) Riserve	402	78,4%	373	76,9%	316	75,6%	279	73,0%	257	72,0%
4,8%	(a3) Utile Netto	39	7,6%	39	8,1%	34	8,2%	34	9,0%	32	9,1%
-0,5%	(b) Debiti Finanziari bt/mlt e Altri Finanziamenti	406	28,8%	390	29,1%	361	28,9%	394	32,8%	415	34,8%
-2,5%	(c) FONDI RISCHI ED ONERI	9	0,6%	8	0,6%	7	0,6%	7	0,5%	10	0,8%
8,1%	(d) Trattamento di Fine Rapporto	37	2,6%	36	2,7%	34	2,7%	32	2,7%	27	2,3%
4,0%	(e=f+g) DEBITI OPERATIVI BT	448	31,7%	420	31,4%	429	34,4%	388	32,3%	383	32,1%
2,9%	(f) Debiti vs Fornitori	338	72,9%	330	74,9%	328	55,9%	313	78,9%	302	76,6%
7,9%	(g) Altri Debiti Operativi, Rates e Risconti	110	24,5%	90	21,4%	101	23,5%	75	19,4%	81	21,2%
4,4%	(h=a+b+c+d+e) TOTALE PASSIVO	1.414	100%	1.339	100%	1.249	100%	1.203	100%	1.192	100%

Flussi di Cassa

RENDICONTO FINANZIARIO (da unione del CONTO ECONOMICO e dello STATO PATRIMONIALE) - in Milioni di €									
Cagr 15-11	VOCI FINANZIARIE	2015	%	2014	%	2013	%	2012	%
5,1%	(a) MARGINE OPERATIVO LORDO	114	8,0%	110	8,4%	100	8,2%	89	7,9%
-3,9%	(b) Δ Rimanenze	-17	-1,2%	-23	-1,8%	-13	-1,1%	-3	-0,2%
-38,0%	(c) Δ Crediti vs Clienti	-3	-0,2%	-2	-0,2%	-38	-3,2%	-5	-0,4%
-26,3%	(d) Δ Debiti vs Fornitori	8	0,6%	2	0,2%	16	1,3%	11	0,9%
	(e) Δ Altri Crediti e Debiti Operativi	-24	-1,7%	-40	-3,0%	8	0,7%	-10	-0,9%
-3,2%	(f=a+b+c+d+e) FLUSSI DI CASSA OPERATIVI CORRENTI	78	5,5%	47	3,6%	72	5,9%	82	7,3%
	(g) Δ Immobilizzazioni Immateriali	-4	-0,3%	-3	-0,2%	-6	-0,5%	-2	-0,2%
27,6%	(h) Δ Immobilizzazioni Materiali	-13	-0,9%	-16	-1,2%	0	0,0%	-9	-0,8%
1,6%	(i) Δ Trattamento Fine Rapporto di Lavoro	-4	-0,3%	-3	-0,2%	-3	-0,3%	0	0,0%
-7,0%	(j=g+h+i) FLUSSI DI CASSA OPERATIVI LORDI	57	4,0%	25	1,9%	63	5,2%	71	6,3%
2,1%	(k) Imposte Operative e Δ Debiti Tributari	-25	-1,8%	-27	-2,0%	-17	-1,4%	-21	-1,9%
-11,9%	(l=j+k) FLUSSI DI CASSA OPERATIVI NETTI	32	2,2%	-1	-0,1%	46	3,8%	50	4,4%
-40,8%	(m) Δ Debiti Finanziari	2	0,2%	-4	-0,3%	-20	-1,6%	-24	-2,1%
-3,6%	(n) Δ Proventi ed Oneri Finanziari incluso Impatto Fiscale	-17	-1,2%	-21	-1,6%	-21	-1,7%	-19	-1,7%
-24,6%	(o=m+n) FLUSSI DI CASSA FINANZIARI	-15	-1,1%	-25	-1,9%	-41	-3,3%	-43	-3,8%
118,4%	(p) FLUSSI DI CASSA EXTRA OP. (Incluse Immobilizzazioni Finanziarie)	-5	-0,4%	-2	-0,1%	-6	-0,5%	1	0,1%
16,4%	(q=l+o+p) FLUSSI DI CASSA DISPONIBILI PER GLI AZIONISTI	12	0,8%	-29	-2,2%	-1	-0,1%	8	0,7%