

Turnaround e ritorno al valore: la provincia di Ferrara ed il caso Sedie Italiane Srl

di Massimo Lazzari (*)

In questo sesto contributo verranno pubblicati i risultati di un osservatorio sulla situazione delle PMI della Provincia di Ferrara ed il caso di turnaround aziendale della Sedie Italiane Srl.

Introduzione

Si presenteranno nel presente articolo i risultati di un osservatorio effettuato su un campione di PMI dell'Emilia Romagna (1) (si veda la Tavola 1 per la composizione del campione), con dimensioni comprese tra i 5 e i 50 mln € di fatturato, ed alcuni casi di turnaround aziendali.

Nel primo contributo (2) si è proceduto ad una panoramica generale sul tema del turnaround, il secondo (3), il terzo (4), il quarto (5) ed il quinto (6) contributo del filone sono stati dedicati alla pubblicazione dei risultati dell'osservatorio relativi alle Province di Piacenza, Rimini, Bologna e Reggio Emilia, ed alla trattazione di quattro casi di turnaround.

In questo contributo, e nei successivi quattro, verranno presentati:

- i risultati dell'osservatorio realizzato per ciascuna delle altre 5 Province dell'Emilia Romagna;
- un caso aziendale di turnaround di successo.

Questo contributo è dedicato alla Provincia di Ferrara ed al caso di turnaround di Sedie Italiane Srl.

L'osservatorio sulla Provincia di Ferrara

Il campione di imprese incluso nell'osservatorio

Il campione di imprese incluso nell'osservatorio risulta costituito da 212 imprese, con sede nella provincia di Ferrara, e con fatturato 2005 compreso tra 5 e 50 mln €.

Nella Tavola 2 è riportata la segmentazione del campione di imprese incluse nell'osservatorio in funzione di:

– settore di attività (7);

– dimensione (8).

Analizzando la Tavola si possono fare le seguenti considerazioni:

– i settori più rappresentati sono sicuramente quelli del commercio (40 imprese, pari al 18,9% del tota-

Note:

(*) Consulente Mondaini partners Srl.

(1) Secondo un recente studio D&B, apparso sul Sole 24 Ore di lunedì 2 luglio 2007, la Regione Emilia Romagna si è posizionata al 9° posto tra le Regioni italiane per numero di fallimenti nel corso del 2006, con 502 casi su un totale nazionale di 8.968.

(2) «Turnaround e ritorno al valore: lo scenario per le imprese dell'Emilia Romagna», Lazzari, *Amministrazione & Finanza*, n. 13, 2007.

(3) «Turnaround e ritorno al valore: la Provincia di Piacenza ed il caso Ristorazione Italiana Srl», Lazzari, *Amministrazione & Finanza*, n. 14, 2007.

(4) «Turnaround e ritorno al valore: la Provincia di Rimini ed il caso Motori Italiani Spa», Lazzari, *Amministrazione & Finanza*, n. 15/16, 2007.

(5) «Turnaround e ritorno al valore: la Provincia di Bologna ed il caso Alta Tecnologia Italiana SpA», Lazzari, *Amministrazione & Finanza*, n. 17, 2007.

(6) «Turnaround e ritorno al valore: la Provincia di Reggio Emilia ed il caso Enologia Italiana Srl», Lazzari, *Amministrazione & Finanza*, n. 18, 2007.

(7) La classificazione settoriale è stata effettuata partendo dai Codici ATECO 2002 e individuando 29 classi settoriali.

(8) La classificazione dimensionale è stata effettuata partendo dal fatturato 2005 ed individuando 3 classi dimensionali: fatturato compreso tra 5 e 10 mln €; fatturato compreso tra 10 e 25 mln €; fatturato compreso tra 25 e 50 mln €.

*Prosegue con questo
una serie di 10 contributi
dedicati al turnaround come
via per il ritorno alla creazione
di valore aziendale: in ciascuno
dei prossimi contributi verranno
pubblicati i risultati dell'osservatorio
relativi ad una delle altre province
dell'Emilia Romagna ed un
caso aziendale di turnaround
di successo.*

Strategie di innovazione

le), della meccanica (32 imprese, pari al 15,1% del totale) e dell'automotive (21 imprese, pari al 9,9% del totale);

– circa la metà delle imprese considerate ricade nella classe dimensionale più piccola (108 imprese,

pari al 50,9% del totale, con fatturati 2005 compresi tra 5 e 10 mln €), mentre il 33,5% (71 imprese) presenta fatturati 2005 compresi tra 10 e 25 mln €, e soltanto il 15,6% (33 imprese) presenta fatturati 2005 superiori ai 25 mln €.

Tavola I – Il campione di imprese analizzato

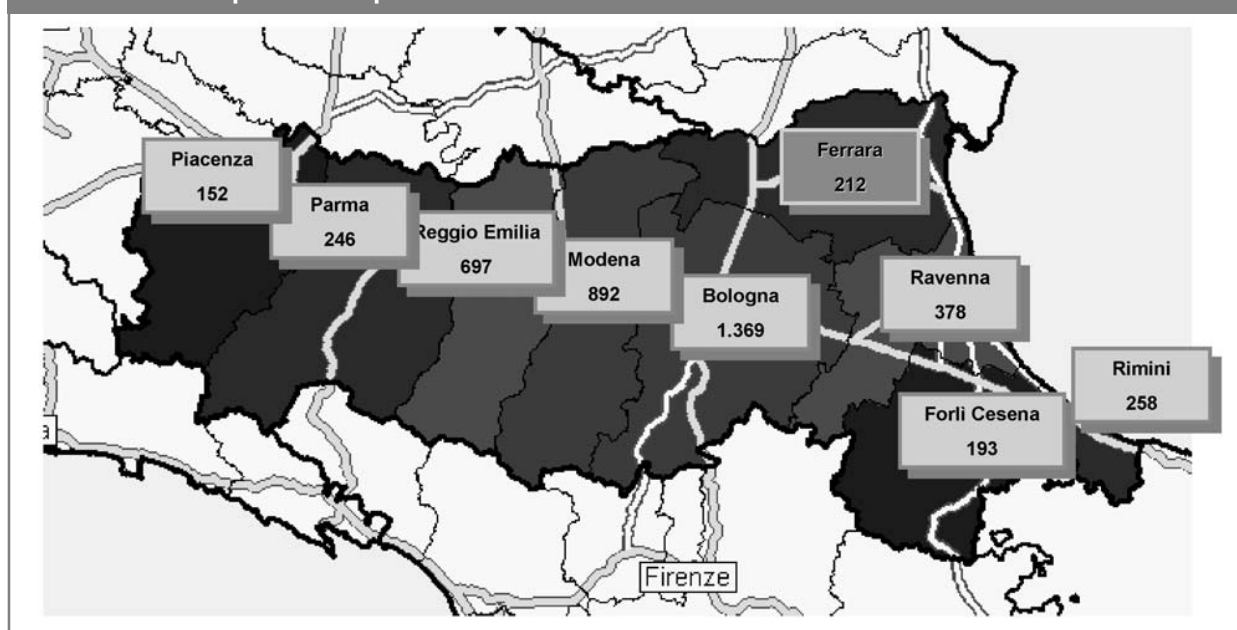


Tavola 2 – Il campione di imprese analizzato - Ferrara

Settore	Classe dimensionale			Totale complessivo
	tra 5 mln € e 10 mln €	tra 10 mln € e 25 mln €	tra 25 mln € e 50 mln €	
Abbigliamento	1	2		3
Agricoltura	4	4	2	10
Alimentare	5	7	1	13
Automotive	10	8	3	21
Ceramica	3	2		5
Chimica - gomma - plastica	2	2	2	6
Commercio	26	10	4	40
Costruzioni	10	4	1	15
Elettronica - Elettrotecnica	3	3	1	7
Entertainment		1		1
Finanza - Assicurazioni			1	1
Immobiliare	1	2		3
Informatica	2			2
Legno e derivati	3	1	1	5
Materie prime		1		1
Meccanica	16	11	5	32
Mobili	2		1	3
Sanità	3	2		5
Servizi	7	4	6	17
Siderurgia	2	1	3	6
Trasporti	8	5		13
Utilities		1	2	3
Totale complessivo	108	71	33	212

La mappa del valore

Per monitorare la capacità delle imprese incluse nell'osservatorio di creare valore, viene utilizzata la mappa del valore; tale strumento è una rappresentazione grafica del posizionamento delle imprese in funzione di due indicatori:

- la crescita, misurata come la variazione media del fatturato nel triennio 2003 - 2005;
- la redditività, misurata come la variazione media del ROI nel triennio 2003 - 2005.

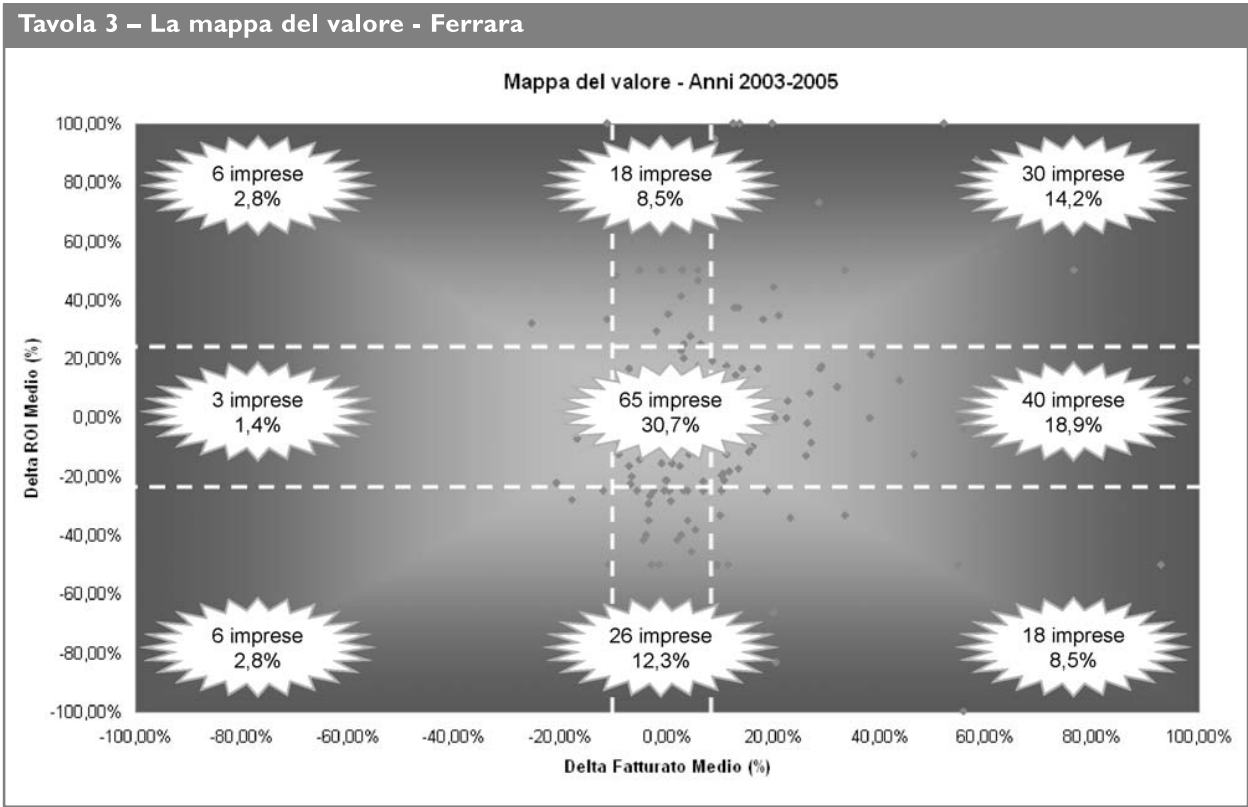
Vengono quindi individuate 9 classi di posizionamento, in funzione di 3 intervalli definiti per ciascuno dei 2 indicatori:

- per la crescita: variazione media del fatturato superiore a 10%, compresa tra -10% e 10%, inferiore a -10%;
- per la redditività: variazione media del ROI superiore a 25%, compresa tra -25% e 25%, inferiore a -25%.

In questo modo è possibile individuare, in linea di massima, quali e quante sono le imprese che stanno creando / distruggendo valore.

Nel caso specifico della Provincia di Ferrara (si veda la Tavola 3) l'analisi effettuata consente di fare le seguenti considerazioni:

- 6 imprese (il 2,8% del totale) hanno subito un calo brusco sia del fatturato (a tassi medi annui superiori al 10%) che della redditività (a tassi medi annui superiori al 25%): queste imprese stanno sicuramente distruggendo valore e, da questa prima analisi, potrebbero essere i principali indiziati per l'implementazione di un processo di vero e proprio turnaround;
- 18 imprese (l'8,5% del totale) hanno subito un calo brusco della redditività (a tassi medi annui superiori al 25%), accompagnato da una crescita del fatturato (a tassi medi annui superiori al 10%): queste imprese non stanno sicuramente creando valore e, in tali casi, un processo di turnaround dovrebbe essere finalizzato al recupero di redditività;
- 26 imprese (il 12,3% del totale) hanno subito un calo brusco della redditività (a tassi medi annui superiori al 25%), mentre il fatturato è rimasto sostanzialmente invariato (tassi medi annui compresi tra -10% e 10%): queste imprese non stanno sicuramente creando valore, anzi probabilmente lo stanno distruggendo;
- 6 imprese (il 2,8% del totale) hanno subito un calo brusco del fatturato (a tassi medi annui superiori al 10%), accompagnato da una crescita della



redditività (a tassi medi annui superiori al 25%): queste imprese non stanno sfruttando appieno le loro potenzialità di creazione di valore e, in tali casi, un processo di turnaround dovrebbe essere finalizzato al recupero dei volumi mantenendo la redditività;

– 3 imprese (l'1,4% del totale) hanno subito un calo brusco del fatturato (a tassi medi annui superiori al 10%), mentre la redditività è variata in misura marginale (tassi medi annui compresi tra -25% e 25%): queste imprese non stanno sicuramente creando valore, anzi probabilmente lo stanno distruggendo.

Il Turnaround Index

Il secondo strumento utilizzato nell'osservatorio, finalizzato alla misurazione della propensione di ciascuna singola impresa al turnaround, è il turnaround index: questo indice, misurato in funzione delle performance economico - finanziario - patrimoniali dell'impresa può assumere valori compresi tra 0,1 (performance soddisfacenti, e quindi bassa propensione al turnaround) e 0,9 (performance insoddisfacenti, e quindi elevata propensione al turnaround). Il turnaround index è funzione di 7 indicatori di performance:

- il ROS, ovvero la redditività delle vendite nel 2005;
- il Δ ROI medio, ovvero la variazione media del ROI nel triennio 2003 - 2005;
- il Δ Fatturato medio, ovvero la variazione media del fatturato nel triennio 2003 - 2005;
- la capitalizzazione, ovvero il rapporto tra mezzi propri e capitale investito nel 2005;
- la copertura della posizione finanziaria netta, ovvero il rapporto tra mezzi propri e debito / credito finanziario netto nel 2005;
- la copertura degli oneri finanziari, ovvero il rapporto tra margine operativo lordo e oneri finanziari nel 2005;
- la capacità di generare cassa, ovvero il rapporto tra flussi di cassa della gestione operativa reale e fatturato nel 2005.

Misurando il turnaround index per ciascuna delle imprese considerate, è stato quindi possibile analizzare la distribuzione dell'indicatore all'interno del campione selezionato.

Nel caso della Provincia di Ferrara, la distribuzione del turnaround index è riportata graficamente nella Tavola 4, mentre nella Tavola 5 è riportato il dettaglio dell'analisi per classe settoriale e dimensionale. Analizzando le due Tavole si possono effettuare le seguenti considerazioni:

- la maggior parte delle imprese (157 imprese, il

74% del totale) assumono un valore del turnaround index compreso tra 0,3 e 0,5;

– solo 15 imprese (il 7% del totale) presentano valori del turnaround index inferiori a 0,3, denotando quindi una bassa propensione al turnaround;

– ben 40 imprese (il 19% del totale) presentano valori del turnaround index superiori a 0,5, indicando quindi una propensione al turnaround elevata;

– i settori più a rischio, in questo senso, sono quelli dell'automotive, delle costruzioni e del commercio;

– la classe dimensionale più a rischio, infine, è quella delle imprese con fatturato compreso tra 10 e 25 mln €, con ben 19 imprese su un totale di 71 (il 27%) che presentano valori del turnaround index superiori a 0,5.

Il caso Sedie Italiane Srl

L'impresa e la situazione precedente al turnaround

Sedie Italiane Srl è un'impresa emiliana, fondata nei primi anni '90 da un gruppo di soci, ed operante nel settore della produzione di sedie per uffici. Ben presto l'attività è decollata, grazie al posizionamento di nicchia scelto dall'azienda in termini sia di prodotti sia di canali distributivi, tanto che a fine 2006 il volume d'affari di Sedie Italiane Srl ammontava a circa 24 mln €, con un MOL pari al 6,6% del fatturato ed un ROS pari al 3,1%: tutti gli indicatori di performance presentavano un trend di crescita negli ultimi esercizi, quelli che avevano decretato il vero e proprio salto dimensionale dell'azienda.

Tuttavia il settore di riferimento era maturo, poco innovativo e con scarse prospettive di crescita, soprattutto sul territorio nazionale; inoltre, le strategie di *cost-reduction*, su cui l'azienda si era concentrata recentemente, sembravano non poter più apportare ulteriori recuperi di efficienza significativi. Per questi motivi, la direzione dell'azienda non esitò a prendere in considerazione un'interessante opportunità di crescita e sviluppo, che si presentò nei primi mesi del 2007: si trattava di acquisire il controllo di un'azienda italiana concorrente (che verrà chiamata Target 1), di dimensioni inferiori (circa 14 mln € di fatturato nel 2006), con un MOL del 10% ed un indebitamento finanziario intorno ai 6,5 mln €, in vendita per motivi legati al passaggio generazionale.

Dopo un'accurata due diligence si stimò che il valore dell'investimento da effettuare per acquisire il 51% di Target 1 si aggirava intorno ai 4,5 mln €: Sedie Italiane Srl non disponeva di una tale liquidità, la leva finanziaria non era ulteriormente sfrut-

Strategie di innovazione

Tavola 4 – Il Turnaround Index - Ferrara

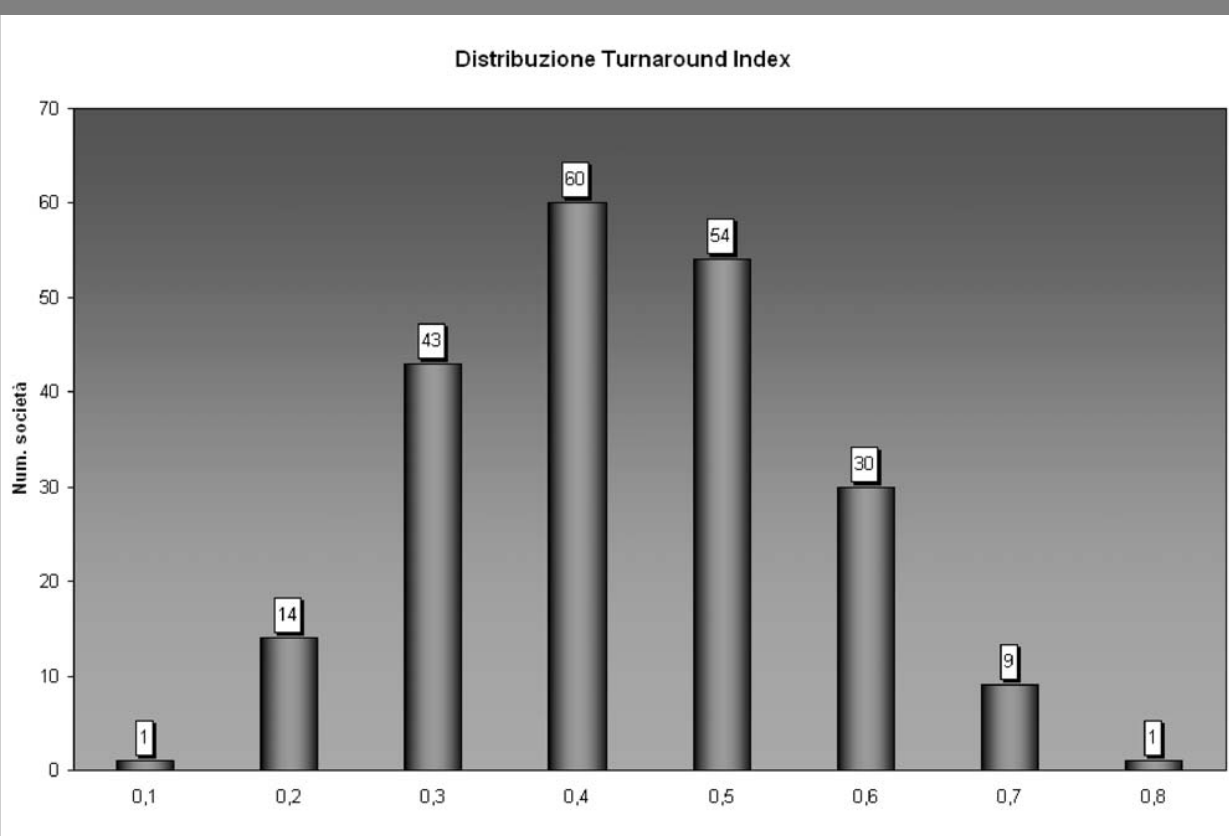


Tavola 5 – Il Turnaround Index per classe settoriale e dimensionale

Settore	Turnaround Index								Totale complessivo
	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	
Abbigliamento					2		1		3
Agricoltura				3	4	2	1		10
Alimentare			2	1	8	2			13
Automotive			3	5	3	8	2		21
Ceramica			3	1		1			5
Chimica - gomma - plastica			2	2	1	1			6
Commercio			9	13	10	6	2		40
Costruzioni		1		6	3	3	2		15
Elettronica - Elettrodomestici	1		2	3	1				7
Entertainment			1						1
Finanza - Assicurazioni							1		1
Immobiliare		1	1		1				3
Informatica				1	1				2
Legno e derivati			2	1	1	1			5
Materie prime			1						1
Meccanica		5	9	10	8				32
Mobili			2	1					3
Sanità			3	1	1				5
Servizi		2		3	8	4			17
Siderurgia		2	1	2	1				6
Trasporti		2	1	6	1	2		1	13
Utilities		1	1	1					3
Totale complessivo	1	14	43	60	54	30	9	1	212

Classe dimensionale	Turnaround Index								Totale complessivo
	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	
tra 5 mln € e 10 mln €	1	8	21	31	30	12	4	1	108
tra 10 mln € e 25 mln €		3	14	18	17	15	4		71
tra 25 mln € e 50 mln €		3	8	11	7	3	1		33
Totale complessivo	1	14	43	60	54	30	9	1	212

Strategie di innovazione

tabile e, inoltre, alcuni dei soci non condividevano la strategia di sviluppo.

Il piano strategico del turnaround di Sedie Italiane Srl

Si trattava quindi di realizzare una vera e propria rottura con il passato per Sedie Italiane Srl: alcuni soci sarebbero stati liquidati e, al loro posto, sarebbe dovuto entrare un partner finanziario, che avrebbe apportato risorse fresche per la realizzazione del piano di crescita decisa per vie esterne.

Prima di avviare la ricerca del partner, tuttavia, la direzione dell'azienda provvide a realizzare il piano strategico del turnaround (che sarebbe durato fino al 2010), che si basò sulle seguenti linee guida strategiche:

- l'acquisizione nel 2008 di Target 1, per un investimento stimato intorno ai 4,5 mln €, che avrebbe apportato un incremento significativo del fatturato ed un miglioramento della redditività, grazie alle sinergie industriali e logistiche derivanti dall'integrazione;

- l'acquisizione nel 2009 di Target 2, ovvero di un'impresa straniera (con una forte presenza nei mercati emergenti dell'Est Europeo), operante nella fase immediatamente a valle (ovvero la distribuzione), che avrebbe consentito al nuovo gruppo di sviluppare ulteriormente il mercato estero e di conseguire ulteriori recuperi di marginalità: l'investimento massimo per tale operazione venne stanziato in 2 mln €.

Il business plan che venne predisposto da Sedie Ita-

liane Srl (riportato sinteticamente in Tavola 6), sulla base delle suddette linee guida, prevedeva quindi:

- la crescita decisa del fatturato dai 26,5 mln € del 2007 ai 45 mln € del 2010;

- il miglioramento drastico dei principali indicatori economici: il MOL sarebbe passato dal 6,9 % all'11%, il ROS dal 3,8% al 9%, l'utile netto dallo 0,7% al 3%;

- il sostenimento di investimenti, nel triennio 2008-2010, per un importo complessivo pari a 10 mln €, di cui 6,5 mln € per le due acquisizioni citate e i restanti 3,5 mln € per investimenti tecnici.

Tuttavia, tale piano di crescita comportava, secondo le previsioni effettuate, un incremento dell'indebitamento finanziario netto dai 9,6 mln € del 2007 ai 18,1 mln € previsti per il 2010.

Il finanziamento e l'esecuzione del piano di turnaround di Sedie Italiane Srl

Successivamente alla realizzazione del piano strategico del turnaround venne avviata la fase di ricerca del partner finanziario. Alla fine venne selezionato un fondo di private equity che, sulla base delle previsioni a finire 2007, assegnò a Sedie Italiane Srl un *enterprise value* pari a circa 14,6 mln €, ed un *equity value* (ovvero al netto della posizione finanziaria netta) pari a circa 5 mln €.

Venne quindi predisposto il progetto finanziario del turnaround, che prevedeva la realizzazione delle seguenti fasi (si veda la Tavola 7):

- il fondo di private equity ed i soci di Sedie Italiane Srl che decisero di aderire al progetto avrebbero

Tavola 6 – Il business plan del turnaround di Sedie Italiane Srl

Anni	Risultati a consuntivo				Business Plan del turnaround			
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Fatturato (€/1.000)	19.200	20.100	23.250	24.000	26.500	35.000	40.000	45.000
MOL (%)	5,9%	6,2%	6,5%	6,6%	6,9%	9,0%	10,5%	11,0%
Risultato Operativo (%)	2,2%	2,5%	2,9%	3,1%	3,8%	6,0%	8,5%	9,0%
Utile Netto (%)	0,1%	0,2%	0,2%	0,4%	0,7%	2,0%	2,5%	3,0%
Capitale Circolante Netto (€/1.000)	9.550	9.600	9.750	9.775	10.000	12.000	13.500	14.000
Capitale Investito Netto (€/1.000)	12.750	12.950	12.900	12.825	13.000	19.500	23.000	24.500
Patrimonio Netto (€/1.000)	3.000	3.040	3.087	3.183	3.368	4.068	5.068	6.418
Debito / (Credito) Finanziario Netto (€/1.000)	9.750	9.910	9.813	9.642	9.632	15.432	17.932	18.082
Autofinanziamento (€/1.000)	680	734	734	911	782	250	300	1.750
Investimenti tecnici (€/1.000)	500	750	700	750	600	1.000	1.500	1.000
Investimenti finanziari (€/1.000)	-	-	-	-	-	4.500	2.000	-
Flussi di cassa (€/1.000)	70	160	97	171	11	5.800	2.500	150
ROI (%)	3,3%	3,9%	5,2%	5,8%	7,7%	10,8%	14,8%	16,5%
ROE (%)	0,6%	1,3%	1,5%	3,0%	5,5%	17,2%	19,7%	21,0%
ROS (%)	2,2%	2,5%	2,9%	3,1%	3,8%	6,0%	8,5%	9,0%
Capitalizzazione (%)	23,5%	23,5%	23,9%	24,8%	25,9%	20,9%	22,0%	26,2%
Grado di indebitamento	3,3	3,3	3,2	3,0	2,9	3,8	3,5	2,8

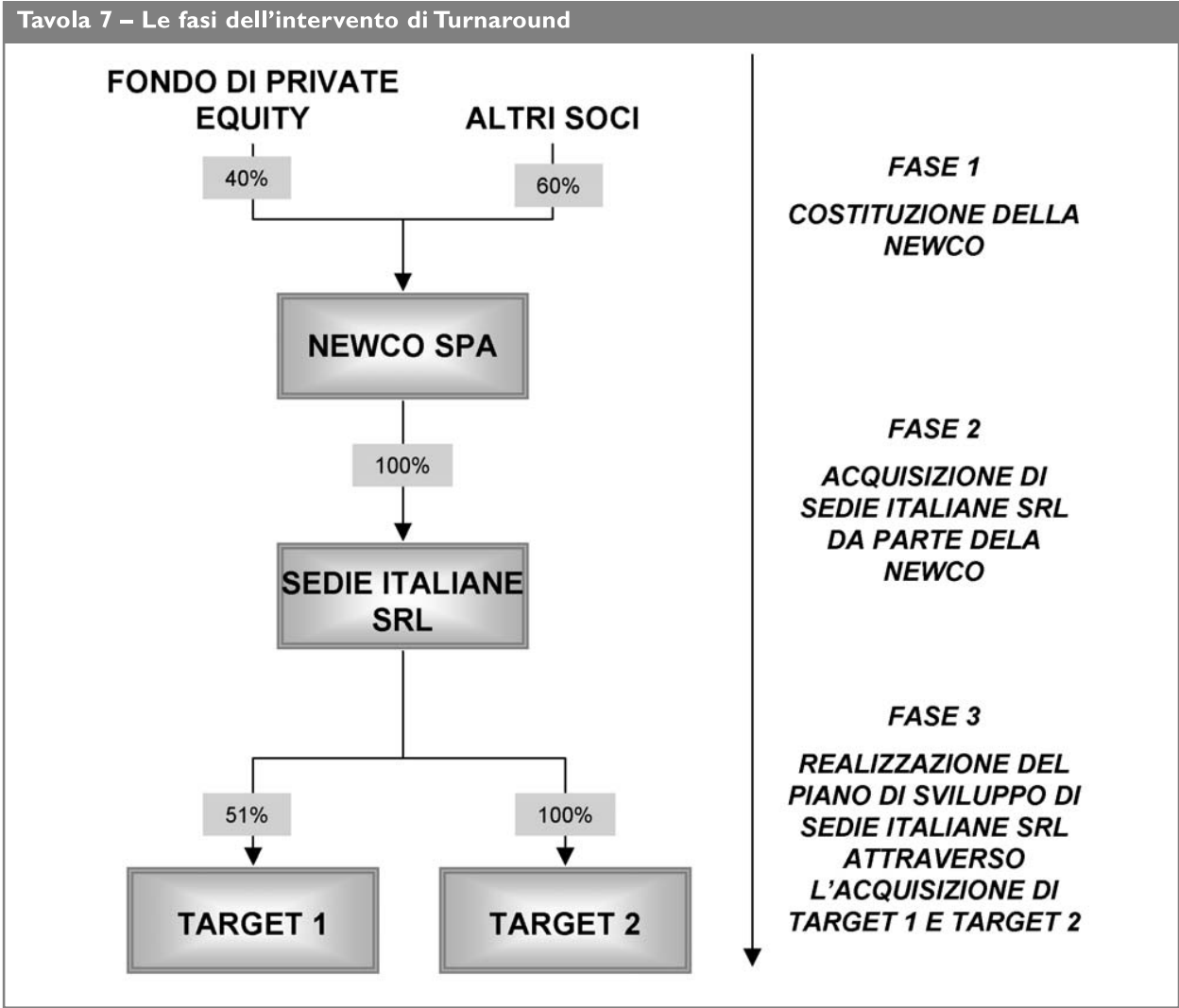
costituito una Spa (che si chiamerà Newco Spa), il cui maggiore azionista sarebbe stato il fondo stesso, con il 40%;

- Newco Spa sarebbe stata dotata di risorse finanziarie per complessivi 5 mln €, ovvero l'importo necessario per acquisire il 100% di Sedie Italiane Srl: di questi, 3 mln € sarebbero stati ottenuti ricorrendo all'indebitamento esterno, accendendo, presso un pool di banche cui il fondo faceva riferimento, un prestito bridge;
- Newco Spa avrebbe poi successivamente acquisito il 100% del capitale di Sedie Italiane Srl, liquidando quindi i soci che non avrebbero preso parte al progetto, e immettendo risorse fresche nella società per 5 mln € sotto forma di finanziamento soci;
- Sedie Italiane Srl avrebbe quindi provveduto ad acquisire nei primi mesi del 2008, con tali mezzi, il

51% del capitale di Target 1, avviando immediatamente la fase di integrazione industriale e commerciale;

- in parallelo, il nuovo management di Sedie Italiane Srl avrebbe avviato anche il processo di scouting, per individuare la società che sarebbe stata acquisita nel corso del 2009 (che in precedenza è stata chiamata Target 2): per finanziare tale investimento, stanziato nell'ordine dei 2 mln €, la società avrebbe fatto ricorso in parte ai mezzi propri e al cash flow generato con la gestione, ed in parte ad un ulteriore finanziamento esterno a medio/lungo termine.

Nel frattempo, il fondo di private equity iniziò subito a valutare le alternative a disposizione per il way-out: alla fine venne deciso, in accordo con gli altri soci, che nel 2010 Sedie Italiane Srl sarebbe stata fusa in Newco Spa, ed il fondo avrebbe ceduto



le proprie quote detenute nella nuova realtà, in via preferenziale agli altri soci, oppure, come via alternativa, attraverso un'IPO in Borsa.

Conclusioni

In questo contributo è stata analizzata la situazione delle PMI della Provincia di Ferrara. Dall'analisi effettuata emerge che vi sono, all'interno del campione preso in considerazione, diverse imprese che, alla luce delle performance economico-finanziarie degli ultimi anni, potrebbero essere indicate come target per un turnaround. In questo senso, emerge che le imprese più a rischio sembrano essere quelle di medio-piccole dimensioni (fatturati compresi tra 10 e 25 mln €), appartenenti ai settori dell'automotive, delle costruzioni e del commercio.

È stato poi presentato il caso dell'impresa emiliana Sedie Italiane Srl, la quale ha deciso di implementare un processo di vero e proprio turnaround per eliminare in breve tempo i vincoli allo sviluppo, nazionale e internazionale, legati alla sua piccola dimensione; la peculiarità di questo caso rispetto a quelli trattati nei precedenti contributi risiede nel coinvolgimento nel turnaround di un soggetto esterno, il fondo di private equity: in questo modo è stato possibile, da un lato attuare il cambiamento nell'azionariato della società, e dall'altro reperire le risorse finanziarie necessarie per implementare il percorso di crescita decisa disegnato.

Nel prossimo contributo verrà analizzata la Provincia di Parma ed il caso della Dolciumi Italiani Spa.