

Cambiamento e ritorno al valore: la provincia di Ravenna ed il caso Termoidraulica Srl

di Massimo Lazzari (*)

In questo ottavo contributo verranno pubblicati i risultati di un osservatorio sulla situazione delle PMI della Provincia di Ravenna ed il caso aziendale della Termoidraulica Srl.

Introduzione

Con questo filone di contributi si vuole affrontare il tema del turnaround/cambiamento aziendale, legandolo direttamente al concetto di creazione/distruzione di valore: a tal fine, si presenteranno 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 aziendali.

Mentre nel primo contributo (2) è stata effettuata una panoramica generale sul tema del turnaround/cambiamento, sull'evoluzione del contesto di riferimento (di mercato e normativo) italiano e sui macro-risultati dell'osservatorio realizzato, il secondo (3), il terzo (4), il quarto (5), il quinto (6), il sesto (7) ed il settimo (8) contributo del filone sono stati dedicati alla pubblicazione dei risultati dell'osservatorio relativi alle Province di Piacenza, Rimini, Bologna, Reggio Emilia, Ferrara e Parma, ed alla trattazione di sei casi aziendali.

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

- i risultati dell'osservatorio realizzato per ciascuna delle altre 3 Province dell'Emilia Romagna;
- un caso aziendale di turnaround/cambiamento.

Questo contributo è dedicato alla Provincia di Ravenna ed al caso della Termoidraulica Srl.

**L'osservatorio sulla
Provincia di Ravenna**
*Il campione di imprese incluso
nell'osservatorio*

Il campione di imprese incluso nell'os-

servatorio risulta costituito da 378 imprese, con sede nella provincia di Ravenna, 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 (9);

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) «Turnaround e ritorno al valore: la Provincia di Ferrara ed il caso Sedie Italiane Srl», Lazzari, *Amministrazione & Finanza*, n. 19, 2007.

(8) «Cambiamento e ritorno al valore: la Provincia di Parma ed il caso Dolciumi SpA», Lazzari, *Amministrazione & Finanza*, n. 20, 2007.

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

*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.*

– dimensione (10).

Analizzando la Tavola si possono fare le seguenti considerazioni:

– i settori più rappresentati sono sicuramente quelli del commercio (62 imprese, pari al 16,4% del totale), dei trasporti (49 imprese, pari al 13,0% del totale) e della meccanica (41 imprese, pari al 10,8% del totale);

– poco meno della metà delle imprese considerate ricade nella classe dimensionale più piccola (169 imprese, pari al 44,7% del totale, con fatturati 2005 compresi tra 5 e 10 mln €), mentre il 42,3% (160 imprese) presenta fatturati 2005 compresi tra 10 e 25 mln €, e soltanto il 13,0% (49 imprese) presenta fatturati 2005 superiori ai 25 mln €.

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 Ravenna (si veda la Tavola 3) l'analisi effettuata consente di fare le seguenti considerazioni:

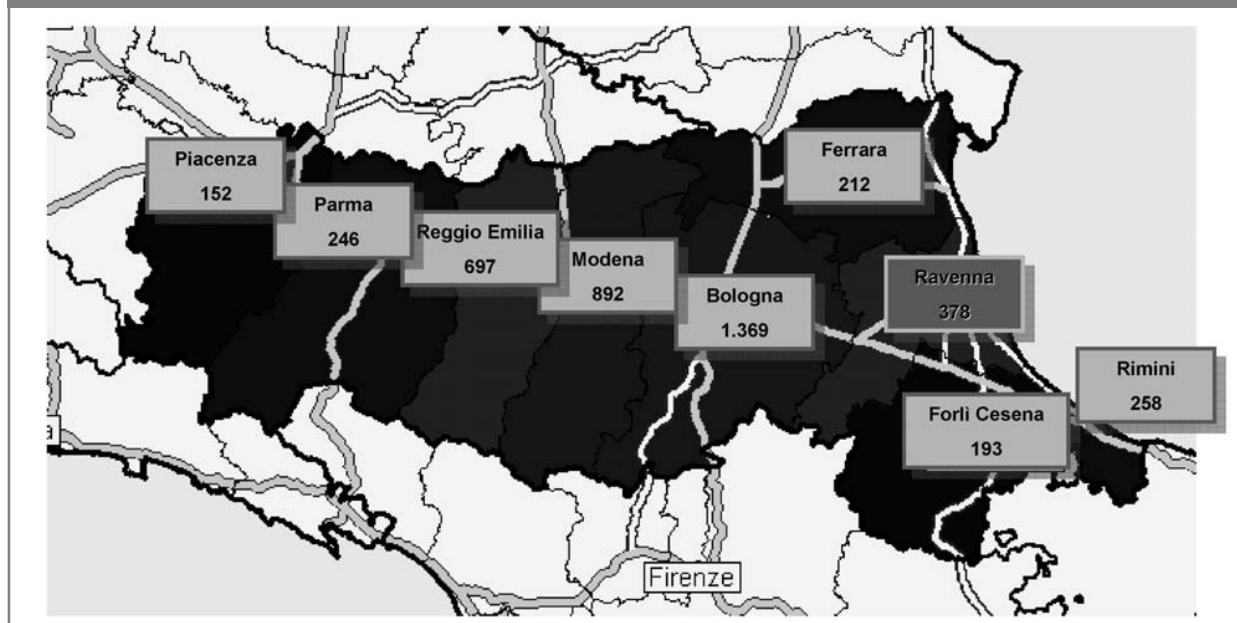
– 8 imprese (il 2,1% del totale) hanno subito un calo brusco sia del fatturato (a tassi medi annui superiori al 10%) che della redditività (a tassi medi annui superiori al 25%): queste imprese stanno sicuramente distruggendo valore e, da questa prima analisi, potrebbero essere i principali indiziati per l'implementazione di un processo di vero e proprio turnaround/cambiamento;

– 36 imprese (il 9,5% 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/cambiamento dovrebbe essere finalizzato al recupero di redditività;

Nota:

(10) La classificazione dimensionale è stata effettuata partendo dal fatturato 2005 e 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 €.

Tavola I – Il campione delle imprese analizzato



Strategie di innovazione

- 54 imprese (il 14,3% 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;
- 9 imprese (il 2,4% 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 sta sfruttando appieno le sue potenzialità di creazione di valore e, in tale caso, un processo di turnaround/cambiamento dovrebbe essere finalizzato al recupero dei volumi mantenendo la redditività;
- 7 imprese (l'1,9% 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 cia-

scuna 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/cambiamento) e 0,9 (performance insoddisfacenti, e quindi elevata propensione al turnaround/cambiamento).

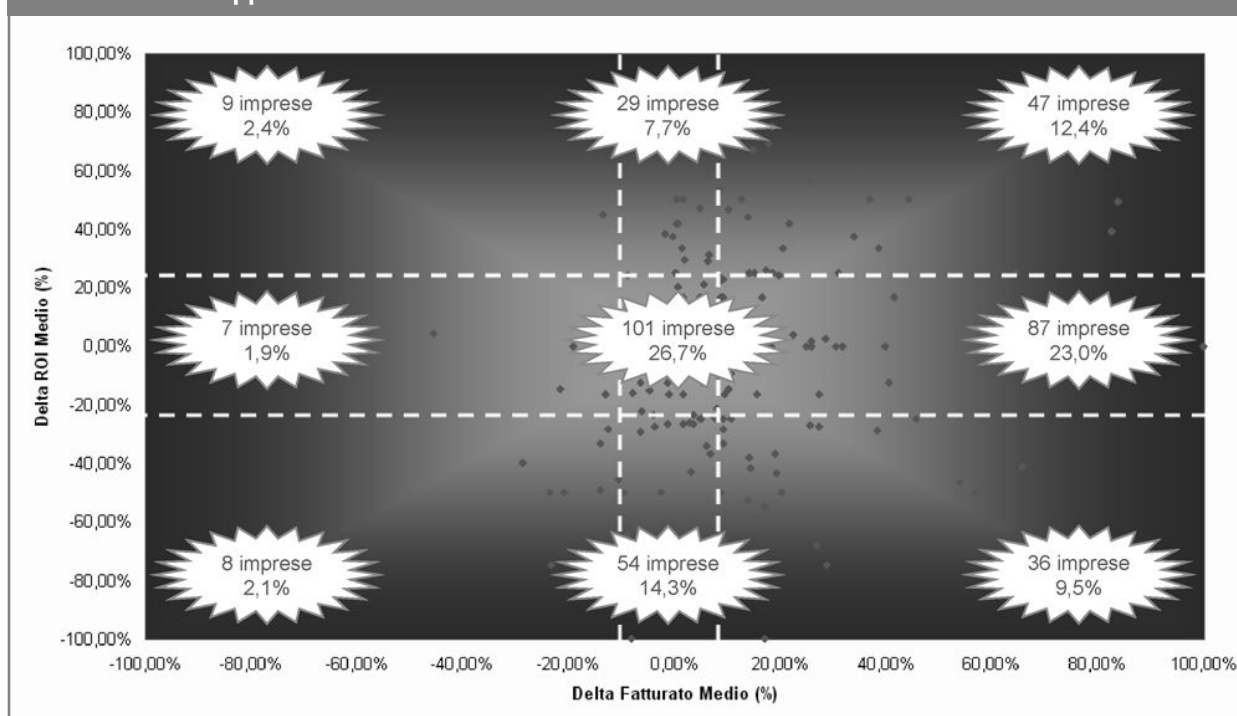
Il Turnaround Index è funzione di 7 indicatori di performance:

- 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.

Tavola 2 – Il campione di imprese analizzato - Ravenna

Settore	Classe dimensionale			Totale complessivo
	tra 5 mln € e 10 mln €	tra 10 mln € e 25 mln €	tra 25 mln € e 50 mln €	
Abbigliamento	4	1		5
Agricoltura	11	2	3	16
Alimentare	11	7	3	21
Automotive	7	18	6	31
Ceramica	3	7	2	12
Chimica - gomma - plastica	4	9	4	17
Commercio	35	20	7	62
Costruzioni	12	16	3	31
Editoria	1			1
Elettronica - Elettrotecnica	5	7		12
Entertainment	1	2	1	4
Finanza - Assicurazioni	2			2
Ho.Re.Ca.	4	2		6
Immobiliare	9	1	1	11
Informatica	1	2	1	4
Legno e derivati	3	1		4
Materie prime		1		1
Meccanica	25	14	2	41
Mobili	1			1
Nautica	2	1		3
Noleggio	3	2		5
Ricerca		1		1
Sanità	2	6	3	11
Servizi	6	8	3	17
Siderurgia	1	1		2
Trasporti	12	29	8	49
Utilities	4	2	2	8
Totale complessivo	169	160	49	378

Tavola 3 – La mappa del valore - Ravenna



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 specifico della Provincia di Ravenna, 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 (263 imprese, il 70% del totale) assumono un valore del Turnaround Index compreso tra 0,3 e 0,5;
- solo 39 imprese (il 10% del totale) presentano valori del Turnaround Index inferiori a 0,3, denotando quindi una bassa propensione al turnaround/cambiamento;
- ben 76 imprese (il 20% del totale) presentano valori del turnaround index superiori a 0,5, indicando quindi una propensione al turnaround/cambiamento elevata;
- i settori più a rischio, in questo senso, sono quelli dei servizi, dei trasporti e dell'automotive;
- la classe dimensionale più a rischio, infine, è quella delle imprese con fatturato compreso tra 25 e 50 mln €, con ben 12 imprese su un totale di 49 (il

24%) che presentano valori del Turnaround Index superiori a 0,5.

Il caso Termoidraulica Srl

L'impresa e la situazione precedente al cambiamento

Termoidraulica Srl venne fondata verso la fine degli anni '70 e da subito iniziò ad operare nel settore della produzione ed installazione di sistemi termoidraulici per utilizzi residenziali. L'azienda conobbe una notevole espansione negli anni '90, quando iniziò ad ampliare la propria offerta per raggiungere anche il target di mercato rappresentato dalle utenze industriali.

Tuttavia, nei primi anni 2000 il trend cambiò: l'ingresso, all'interno di un settore maturo, di nuovi concorrenti (prevalentemente stranieri) e il forte incremento dei costi delle materie prime, contribuirono ad erodere le quote di mercato e le marginalità dell'azienda. A fine 2004 la situazione era critica (si veda la Tavola 6):

- il MOL era negativo (come nel 2003), e la perdita di bilancio consistente;
- il patrimonio netto si era più che dimezzato rispetto a quello del 2002;
- l'indebitamento finanziario era lievitato, dai 2,5

Strategie di innovazione

Tavola 4 – Il Turnaround Index - Ravenna

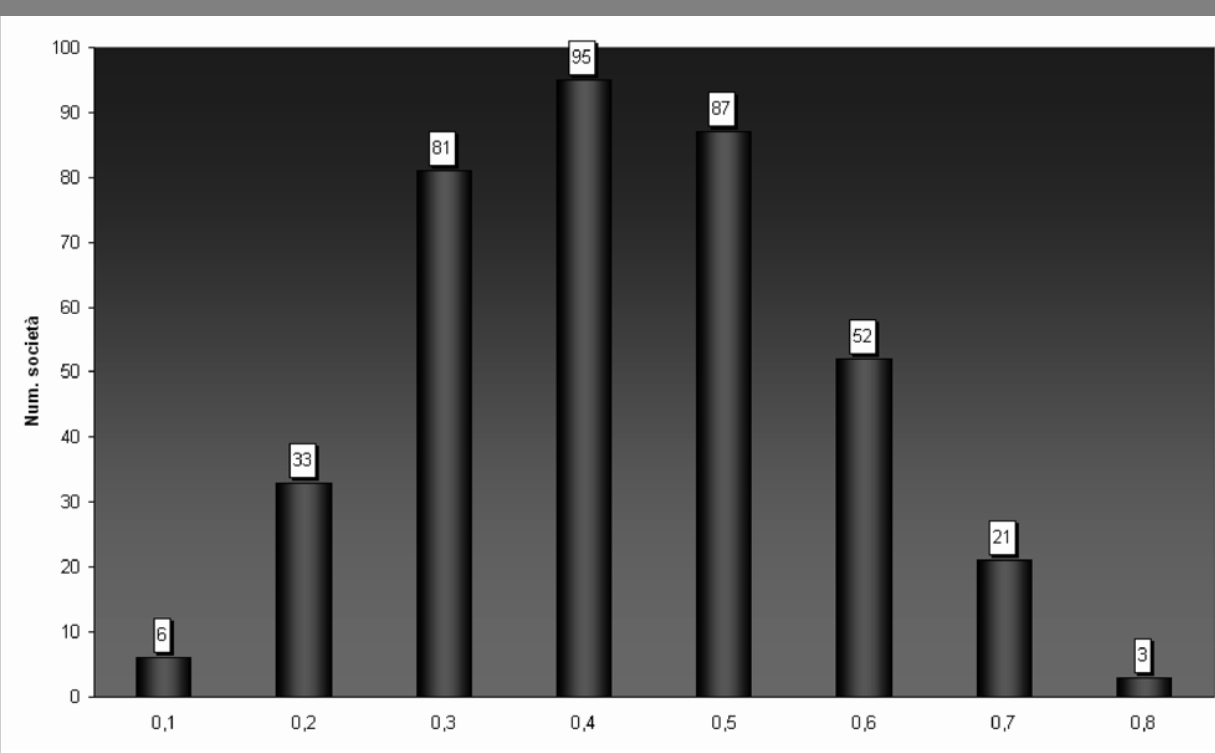


Tavola 5 – Il Turnaround Index per classe settoriale e dimensionale

Settore	Turnaround Index								Totale complessivo
	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	
Abbigliamento		1	2	1	1				5
Agricoltura		2	3	3	5	3			16
Alimentare		4	7	2	5	3			21
Automotive			6	8	7	5	5		31
Ceramica	2	1	1	5	1	1	1		12
Chimica - gomma - plastica		4	3	4	3	1	2		17
Commercio		1	10	19	18	10	4		62
Costruzioni		3	4	10	7	4	2	1	31
Editore					1				1
Elettronica - Elettrotecnica		3	4	3	1	1			12
Entertainment		1	1	1			1		4
Finanza - Assicurazioni			1	1					2
Ho Re Ca				1	4	1			6
Immobiliare	1	1	4	2	2		1		11
Informatica				2	2				4
Legno e derivati				3				1	4
Materie prime					1				1
Meccanica	1	3	14	10	9	4			41
Mobili		1							1
Navica				2			1		3
Noleggio					4	1			5
Ricerca				1					1
Sanità		2	2	4	2	1			11
Servizi		1	5	3	2	4	2		17
Siderurgia			1		1				2
Trasporti	1	4	11	8	10	12	2	1	49
Utilities	1	1	2	2	1	1			8
Totale complessivo	6	33	81	95	87	52	21	3	378

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 €	2	17	36	41	43	19	9	2	169
tra 10 mln € e 25 mln €	3	7	38	41	37	24	9	1	160
tra 25 mln € e 50 mln €	1	9	7	13	7	9	3		49
Totale complessivo	6	33	81	95	87	52	21	3	378

Tavola 6 – Le performance storiche di Termoidraulica Srl

Anni	Risultati a consuntivo di Termoidraulica Srl			
	2001	2002	2003	2004
Fatturato (€/1.000)	11.085	9.105	10.062	12.530
MOL (%)	-4,2%	8,8%	-0,5%	-6,6%
Risultato Operativo (%)	1,7%	3,6%	-5,5%	-11,0%
Utile Netto (%)	0,8%	-0,3%	0,1%	-10,9%
Capitale Circolante Netto (€/1.000)	1.128	2.533	2.030	2.510
Capitale Investito Netto (€/1.000)	5.988	8.262	9.095	8.872
Patrimonio Netto (€/1.000)	3.393	3.362	2.951	1.589
Debito / (Credito) Finanziario Netto (€/1.000)	2.595	4.900	6.144	7.283
Autofinanziamento (€/1.000)	663 -	606	455 -	1.308
Investimenti tecnici (€/1.000)	1.246	1.448 -	224	351
Flussi di cassa (€/1.000)	- 63 -	2.305 -	1.244 -	1.139
ROI (%)	3,1%	4,0%	-6,1%	-15,5%
ROE (%)	2,6%	-0,9%	0,2%	-85,7%
ROS (%)	1,7%	3,6%	-5,5%	-11,0%
Capitalizzazione (%)	56,7%	40,7%	32,4%	17,9%
Grado di indebitamento	0,8	1,5	2,1	4,6

mln € del 2002 ai 7,3 mln € del 2004 (pari a quasi 5 volte i mezzi propri);

– negli ultimi 4 anni erano stati assorbiti, dalla gestione e dagli investimenti, quasi 5 mln € di flussi finanziari.

Urgeva un cambiamento drastico. Il management di Termoidraulica Srl trovò un'opportunità di rilancio nel business dei pannelli solari termici: questo prodotto sembrava infatti avere ottime potenzialità di mercato nel breve periodo, inoltre presentava notevoli correlazioni con i business attuali dell'azienda (di fatto, i clienti e le funzioni d'uso servite erano le medesime).

Il tracciamento della rotta per il cambiamento di Termoidraulica Srl

La proprietà di Termoidraulica Srl decise di diversificare il business aziendale, realizzando uno spin-off da cui nacque Pannelli Solari Srl, società che avrebbe operato nel settore della produzione dei pannelli solari termici.

Alla nuova società sarebbero stati destinati gran parte del personale produttivo e degli investimenti tecnici programmati inizialmente per Termoidraulica Srl, per agevolare un processo di forte sviluppo, mentre per la società controllante si decise una strategia di consolidamento dei volumi e riduzione costi.

Venne elaborato quindi il Piano Strategico dello start-up di Pannelli Solari Srl (il relativo Business

Plan è riportato sinteticamente in Tavola 7), i cui punti salienti erano:

- sviluppo del mercato su tutto il territorio nazionale, fino a conseguire un fatturato obiettivo di 7 mln € nel 2008;
- forte attenzione ai margini, per conseguire nel 2008 un MOL obiettivo dell'8%, un ROS obiettivo del 5% ed un ROI obiettivo del 5,8%;
- realizzazione di investimenti tecnici e di marketing per un importo complessivo di 4 mln € in 4 anni;
- generazione di utili a partire dal 2007;
- generazione di flussi di cassa a partire dal 2008;
- contenimento della leva finanziaria entro un rapporto massimo di 4 a 1 rispetto ai mezzi propri.

La selezione delle risorse necessarie e l'esecuzione del piano di cambiamento di Termoidraulica Srl

Pannelli Solari Srl nacque nei primi mesi del 2005. La sua dotazione finanziaria di partenza era costituita da:

- capitale sociale per 1 mln €, versato interamente dalla controllante Termoidraulica Srl (la quale a sua volta aveva dovuto accendere un finanziamento bancario a medio/lungo per reperire tali risorse);
- debito finanziario complessivo per 2 mln €, di cui 500.000 € ottenuti attraverso strumenti di finanza agevolata, e il restante 1,5 mln € attraverso due finanziamenti bancari accesi presso un pool di Istituti locali.

Tavola 7 – Il business plan dello start-up di Pannelli Solari Srl

	Anni	Business Plan dello start-up di Pannelli Solari Srl			
		2005	2006	2007	2008
Fatturato (€/1.000)		2.000	3.500	5.000	7.000
MOL (%)		5,0%	5,5%	7,0%	8,0%
Risultato Operativo (%)		2,5%	2,5%	4,0%	5,0%
Utile Netto (%)		0,0%	0,0%	1,0%	2,0%
Capitale Circolante Netto (€/1.000)		1.000	1.500	2.500	3.500
Capitale Investito Netto (€/1.000)		3.000	4.000	5.500	6.000
Patrimonio Netto (€/1.000)		1.000	1.000	1.100	1.700
Debito / (Credito) Finanziario Netto (€/1.000)		2.000	3.000	4.400	4.300
Autofinanziamento (€/1.000)		- 900	- 308	- 650	- 440
Investimenti tecnici (€/1.000)		2.000	1.000	500	500
Flussi di cassa (€/1.000)		- 2.000	- 1.000	- 1.400	- 100
ROI (%)		1,7%	2,2%	3,6%	5,8%
ROE (%)		0,0%	0,0%	4,5%	8,2%
ROS (%)		2,5%	2,5%	4,0%	5,0%
Capitalizzazione (%)		33,3%	25,0%	20,0%	26,3%
Grado di indebitamento		2,0	3,0	4,0	2,5

Per tutto il 2005 l'attività stentò a decollare, mentre Termoidraulica Srl continuava a peggiorare le sue performance economico-finanziarie; nel 2006 la situazione finanziaria divenne insostenibile ed entrambe le società avviarono il processo di liquidazione.

Cosa successe? Le ragioni principali del fallimento del processo di cambiamento di Termoidraulica Srl possono così essere sintetizzate:

- innanzitutto fu valutato male il business in cui si stava entrando: il livello competitivo infatti era già elevato, in quanto diverse aziende italiane e alcune multinazionali straniere si spartivano, già da qualche anno, un mercato ancora marginale;
- furono sovrastimate le potenzialità di sviluppo della newco: il piano strategico ed il business plan furono elaborati con troppo ottimismo e poco realismo, sia per quanto riguarda le previsioni di volumi e margini, sia per quanto riguarda il livello di investimenti da sostenere;
- non venne considerato adeguatamente l'aspetto finanziario dell'operazione: per avviare la newco venne ulteriormente gravata la posizione finanziaria di una società, la Termoidraulica Srl, già pesantemente indebitata e incapace di generare i margini per rimborsare i finanziamenti pre-esistenti;
- vennero catalizzate troppe risorse (umane e tecnologiche) sul nuovo progetto, trascurando la gestione del business originario: in questo modo Termoi-

draulica Srl fu lasciata andare alla deriva, e trascinò con sé anche la società controllata.

Conclusioni

In questo contributo è stata analizzata la situazione delle PMI della Provincia di Ravenna. 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 medie dimensioni (fatturati compresi tra 25 e 50 mln €), appartenenti ai settori dei servizi, dei trasporti e dell'automotive.

È stato poi presentato il caso dell'impresa emiliana Termoidraulica Srl, che avviò nel 2005 un processo di cambiamento, finalizzato alla diversificazione verso il business dei pannelli solari termici. Questo, a differenza di quelli presentati nei precedenti contributi, non è un caso di successo: entrambe le società, Termoidraulica Srl e la newco Pannelli Solari Srl, chiusero i battenti nel 2006. Si è voluto presentare questo caso per mettere in evidenza come un processo di turnaround tanto radicale debba essere gestito con realismo e concretezza, e non senza aver prima acquisito un'adeguata conoscenza del contesto di riferimento ed effettuato una corretta valutazione degli impatti economico - finanziari.

Nel prossimo contributo verrà analizzata la Provincia di Modena ed il caso della Centro Sportivo Srl.