

# L'analisi fondamentale in tempo di crisi

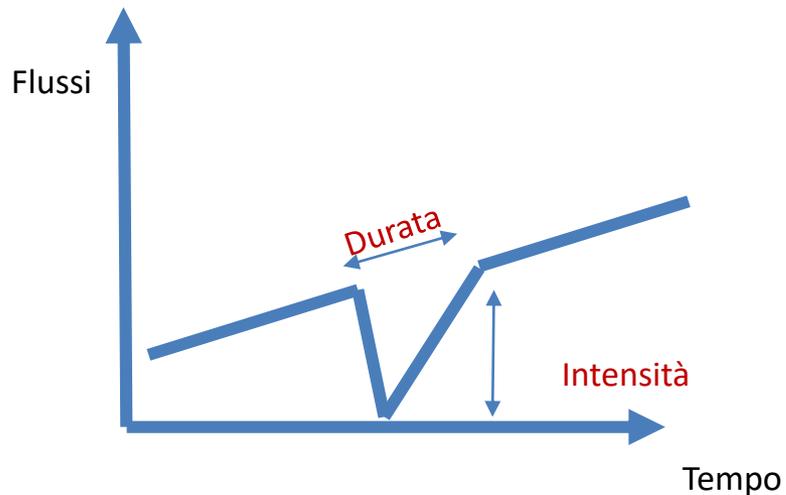
**Mauro Bini**

- Valutazione d'azienda post- Covid**
- Analisi fondamentale: i problemi post Covid**
- Analisi fondamentale: cosa cambia ?**

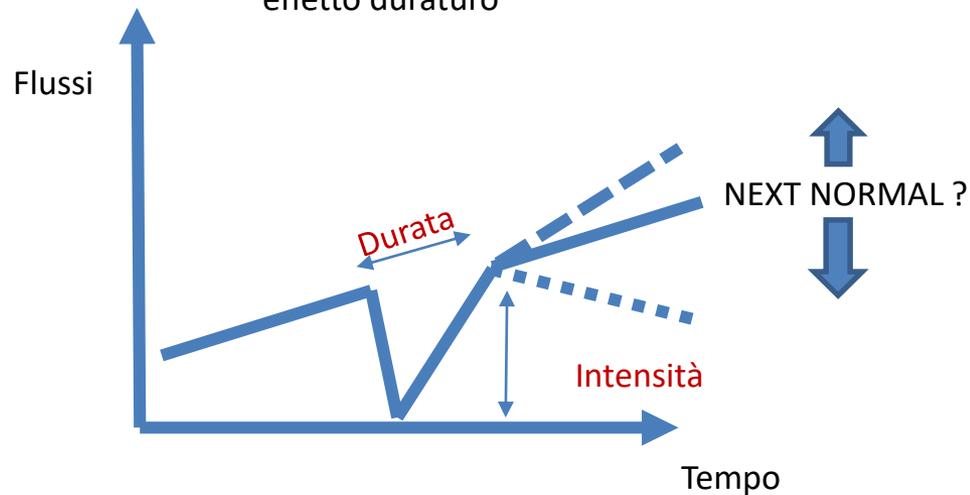
- Valutazione d'azienda post- Covid**
- Analisi fondamentale: i problemi post Covid**
- Analisi fondamentale: cosa cambia ?**

## La sindrome del triangolo (base x altezza)

La crisi concepita come un effetto transitorio



La crisi concepita come effetto duraturo



- poggiano su piani che adottano un **orizzonte temporale più esteso** rispetto alle valutazioni pre-covid
- proiettano il **ritorno al passato** (*old normal*)
- nella fase di rimbalzo non colgono il rischio della **possibile maggiore intensità competitiva**
- proiettano **crescite senza investimenti**, mentre il *next normal* richiederà più investimenti (non meno investimenti)

## Pandemia: cosa abbiamo imparato da questa crisi da offerta globale?

- **Fenomeno sistemico** (al di fuori del controllo dell'impresa: dinamica macroeconomica; reazioni dei consumatori; cambiamenti nella domanda)
- **Risposta idiosincratica** (la pandemia non è un destino: esistono settori più o meno colpiti o addirittura favoriti ma dentro allo stesso settore vi è una grande disparità di risultati segno che le imprese stanno reagendo in modi diversi)
- **Nuovi trend ben definiti**: accelerazione verso la digitalizzazione, la sostenibilità, ecc.
- **Alla ripresa della domanda si accompagnano gravi strozzature di offerta**: i verticali di settore contano di più degli orizzontali (la supply chain conta più dei concorrenti)

## Cosa sappiamo dall'esperienza passata

- **Il maggiore rischio è l'inerzia (*management bias*):** le imprese che entrano più facilmente in crisi sono le imprese che non sanno adattarsi ai cambiamenti.
- **Le imprese sono in grado di riconfigurare il settore cui appartengono (*shaping Industry structure*):** . Es. mercato dei cellulari. NOKIA er il leader ed era focalizzata sull'hardware, poi entra APPLE spostando la competizione sul software (tipica: value migration). Sappiamo dalla letteratura che il reshaping è molto più frequente a seguito di cambiamenti strutturali (economici, tecnologici, demografici, di costume, ecc.) → Nuove basi di rivalità competitiva
- **Cambiamenti strutturali generano nuovi bisogni o nuovi modi per servire i vecchi bisogni ?** Es. avvento del digitale nel settore della musica? Le previsioni più accreditate sostenevano che sarebbero nate molte nuove etichette musicali, con la rimozione della distribuzione fisica come barriera all'entrata. Così non è stato. La vera barriera all'entrata era la dimensione del portafoglio artisti: per lanciare i nuovi artisti, bisogna disporre di artisti di successo in portafoglio. Oggi le *major record companies* sono quattro, mentre erano sei prima dell'avvento del digitale.

- Valutazione d'azienda post- Covid**
- Analisi fondamentale: i problemi post Covid**
- Analisi fondamentale: cosa cambia ?**

1. Le domande da porsi
2. Disallineamento fra performance; posizionamento di mercato e posizionamento competitivo
3. La ridotta importanza dei modelli di analisi tradizionale
4. L'accelerazione dei trend evolutivi di settore
5. Ipercompetizione indotta dalle barriere all'uscita

# 1. Le domande da porsi

Esemplificativo

- Le nuove minacce/opportunità favoriscono gli *incumbent* o i *newcomers* ?
- Le nuove traiettorie di sviluppo (digitalizzazione, sostenibilità, ecc.) richiedono nuove competenze ?
- L'impresa ha di fronte a sé percorsi di investimento alternativi (in competizione) fra loro?
- I confini del mercato in cui opera l'impresa si stanno modificando? Si ampliano o si restringono ?
- Cambiano le fonti di vantaggio competitivo (es. economia di scala) ?
- La rivalità competitiva sarà più o meno intensa dopo il rimbalzo ?
- *Skills or luck* ? Chi ha migliori performance è chi ha più capacità o chi è più fortunato ?

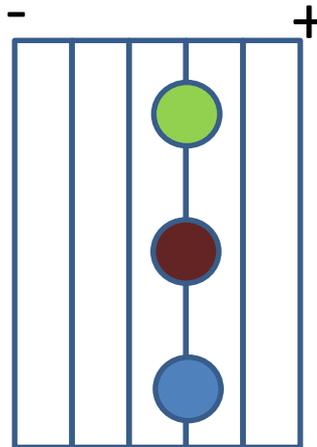
## 2. Il disallineamento

### Posizionamento

- di mercato (quota di mercato)
- strategico (pipeline prodotti, tecnologia, vantaggio costo)
- performance (Marginalità x Rotazione )

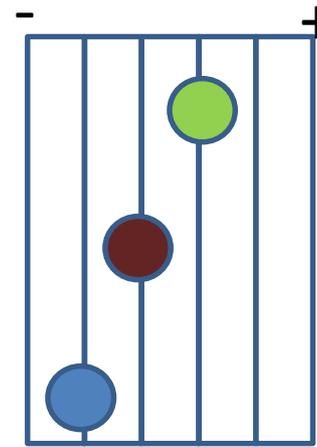
ANTE COVID

Perfetto allineamento



POST COVID

Disallineamento

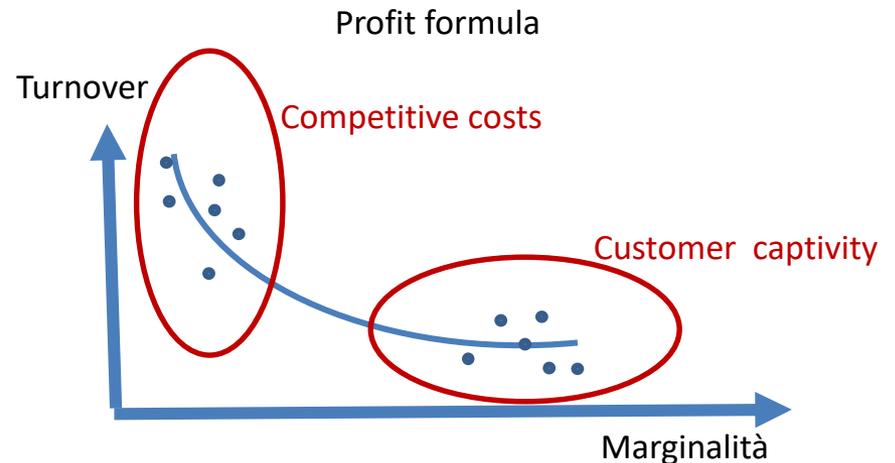


## Perché il disallineamento genera errori di valutazione?

- Guardare alle sole performance significa assumere implicitamente che il posizionamento di mercato ed il posizionamento competitivo dell'impresa siano rimasti eguali
- Ciò è vero se le fonti di vantaggio competitivo sono le medesime

## Fonti di vantaggio competitivo:

- *Supply advantages*: competitive costs
- *Demand advantages*: customer captivity
- **Customer captivity è funzione di:**
  - **Habit**
  - **Switching costs**
  - **Search costs**
- **Competitive costs sono funzione di:**
  - **Supply chain**
  - **Innovazione di processo**
  - **Economie di scala e di scopo**



## 3. La ridotta importanza dei modelli di analisi tradizionale

### **L'analisi di settore fondata sulle 5 forze di Porter è valido quando:**

- Le regole del gioco competitivo rimangono stabili
- La dinamica della domanda è prevedibile
- Tutte le imprese possono procurarsi le risorse chiave senza svantaggi di costo

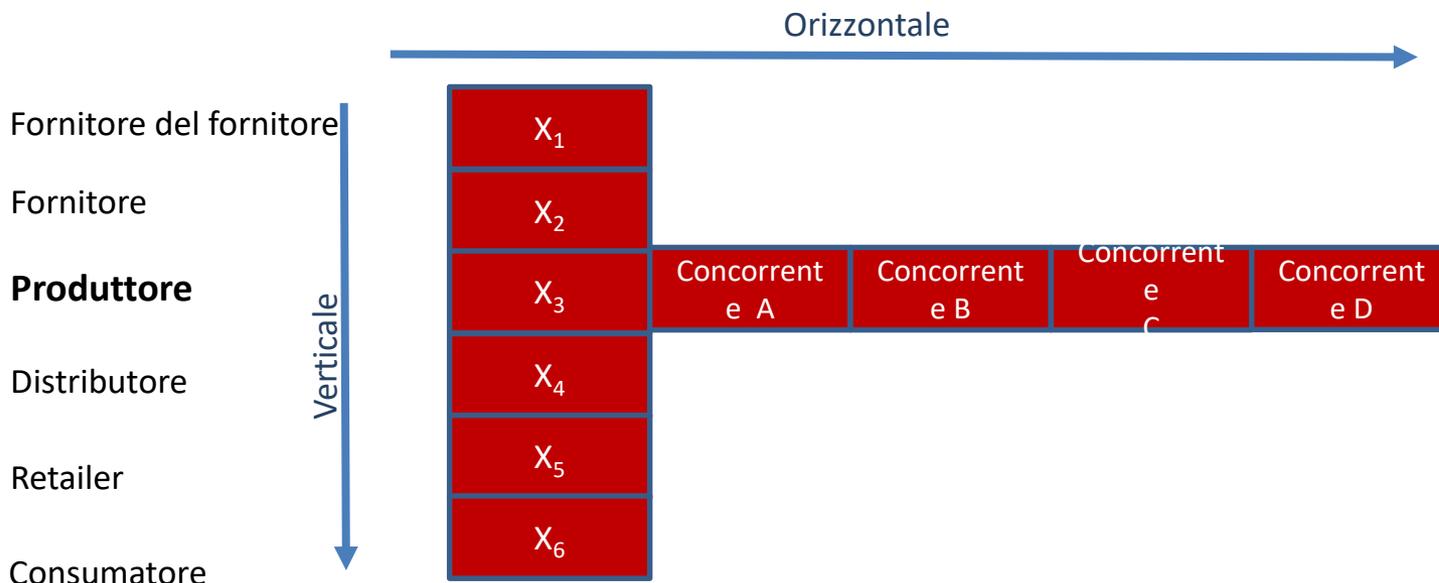
## Chandler ci ha insegnato che le imprese crescono:

- Prima per volumi;
- Poi per geografie;
- Poi si integrano verticalmente o orizzontalmente
- Poi diversificano

### **La prima wave di M&A post-covid ci dice che:**

- Prima si integrano verticalmente o orizzontalmente

## Esempio di verticale e di orizzontale di settore



## 4. L'accelerazione dei trend di settore

- **Settori frammentati** (gran numero di PMI nessuno con market share dominante)
- **Settori emergenti** (settori nuovi creati da discontinuità tecnologiche/regolamentari)
- **Settori maturi** (lenta crescita della domanda, clienti esperti che ripetono gli acquisti)
- **Settori in declino** (riduzione delle unità di vendita per periodi prolungati)



In tutti questi settori **in assenza di condizioni disruptive** la domanda evolve in forma prevedibile o comunque l'equilibrio competitivo è stabile

# Tutti i settori subiranno post Covid un'accelerazione nei trend di evoluzione tipici

## Settori

- Settori frammentati
- Settori emergenti
- Settori maturi
- Settori in declino

## Accelerazione post-covid

- Consolidamento
- *First mover advantage*
- Qualità dei servizi/ innovazioni di processo
- Ricerca di nicchie

## 5. Ipercompetizione indotta dalle barriere all'uscita

**Ipercompetizione** → le basi della competizione non sono stabili e quindi è più difficile prevedere → forte migrazione di valore nei verticali di settore → forte competizione di prezzo negli orizzontali di settore → Gioco competitivo è destinato a divenire più dinamico → VELOCITA' E' CIO' CHE CONTA: (1) essere veloci nell'assumere decisioni; (2) assumere decisioni che non possono essere anticipate dai concorrenti



*da Slow Cycle Markets a Fast Cycle Markets*

## Slow cycle markets

Settori dove le imprese sono protette dall'imitazione del vantaggio competitivo, in quanto le imprese concorrenti fanno fatica a riprodurlo o devono sostenere costi rilevanti, con rischi di insuccesso

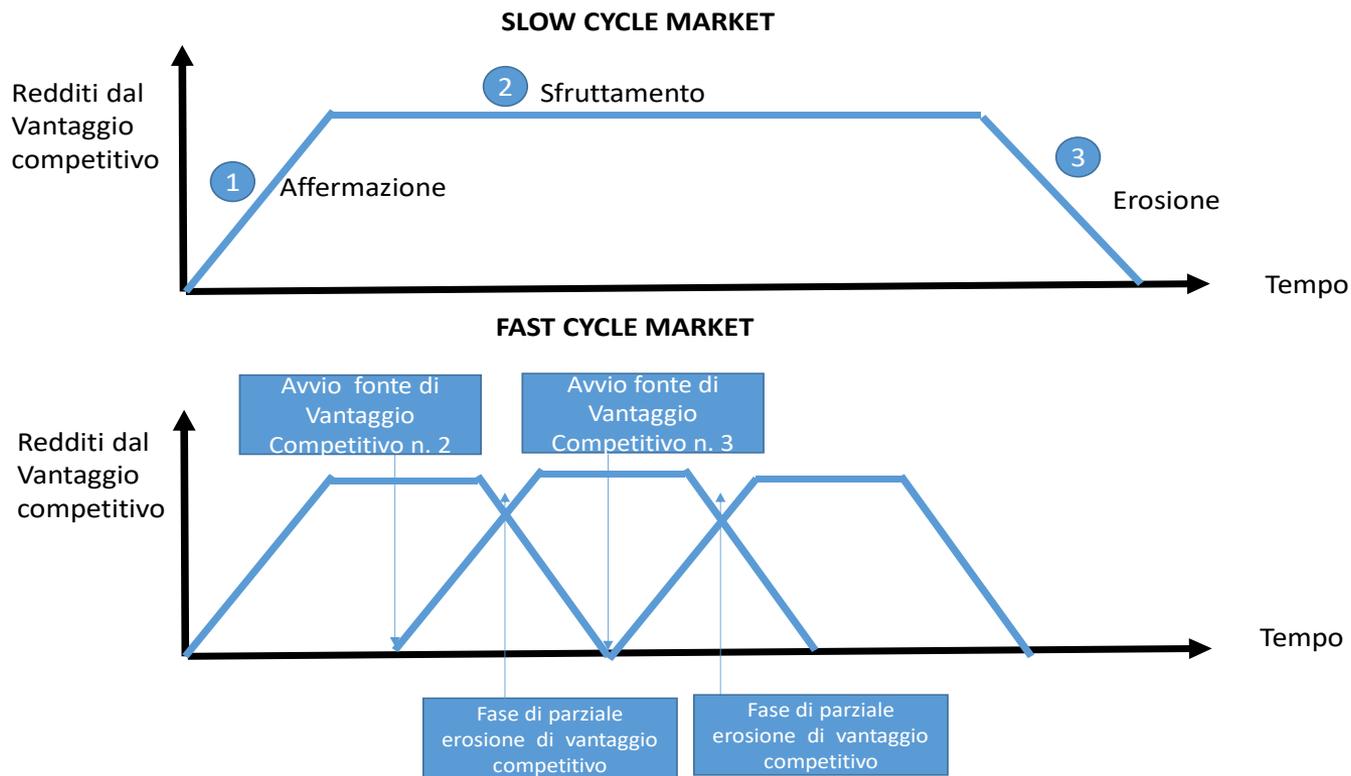
## Standard cycle markets

Settori in cui le fonti di vantaggio competitivo sono parzialmente imitabili e l'imitazione è moderatamente costosa.

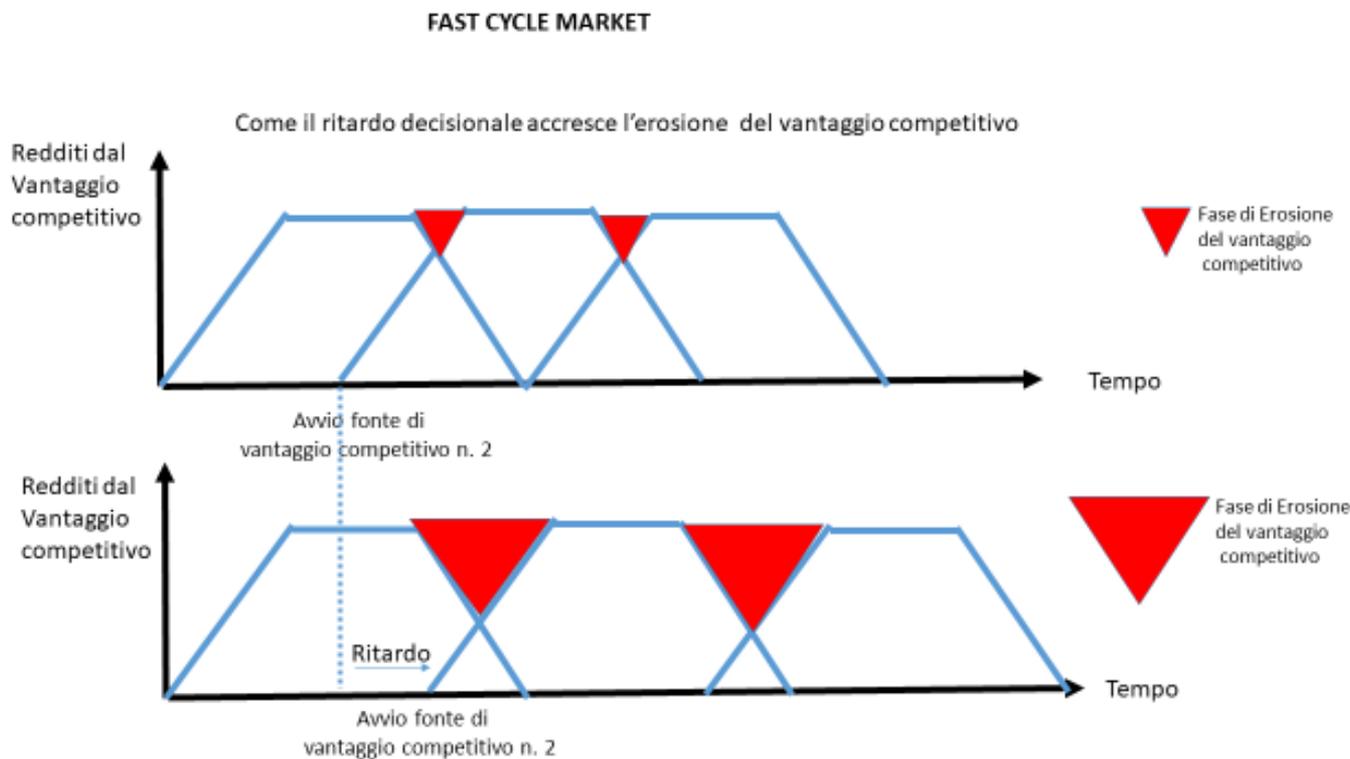
## Fast cycle markets

Settori dove le fonti di vantaggio competitivo mutano rapidamente e/o sono facilmente imitabili.

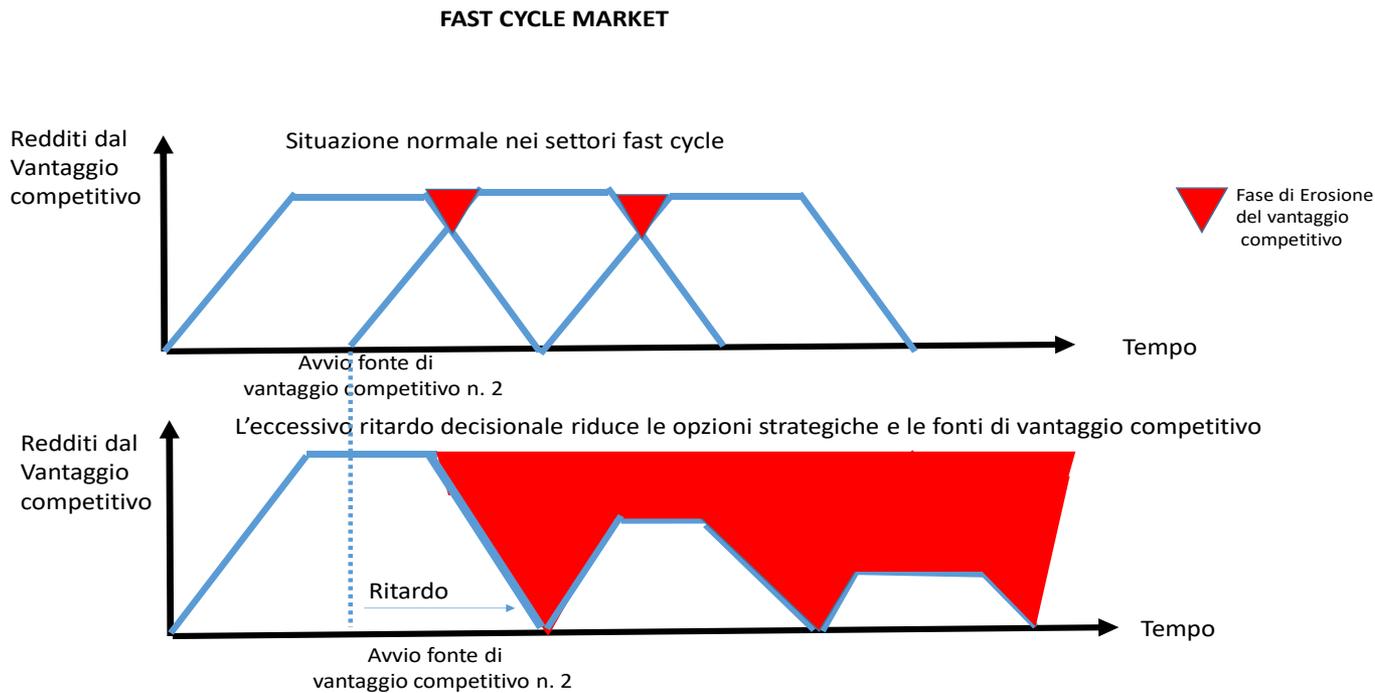
## Dinamica del vantaggio competitivo negli *slow-cycle market* e nei *fast-cycle market*



## Fast cycle market: le conseguenze di ritardi nelle scelte strategiche



## Fast cycle market: le conseguenze di ritardi nelle scelte strategiche

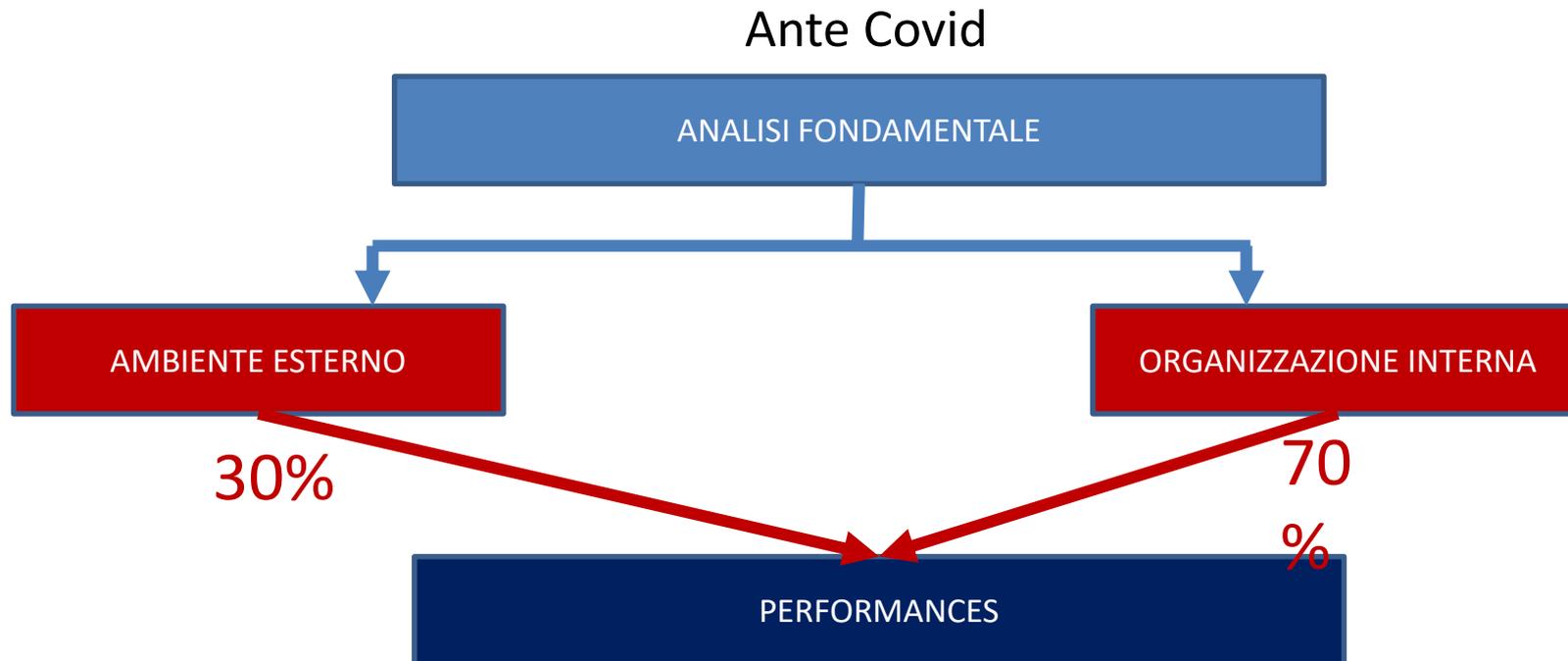


- Valutazione d'azienda post- Covid**
- Analisi fondamentale: i problemi post Covid**
- Analisi fondamentale: cosa cambia ?**

## Analisi fondamentale: cosa cambia ?

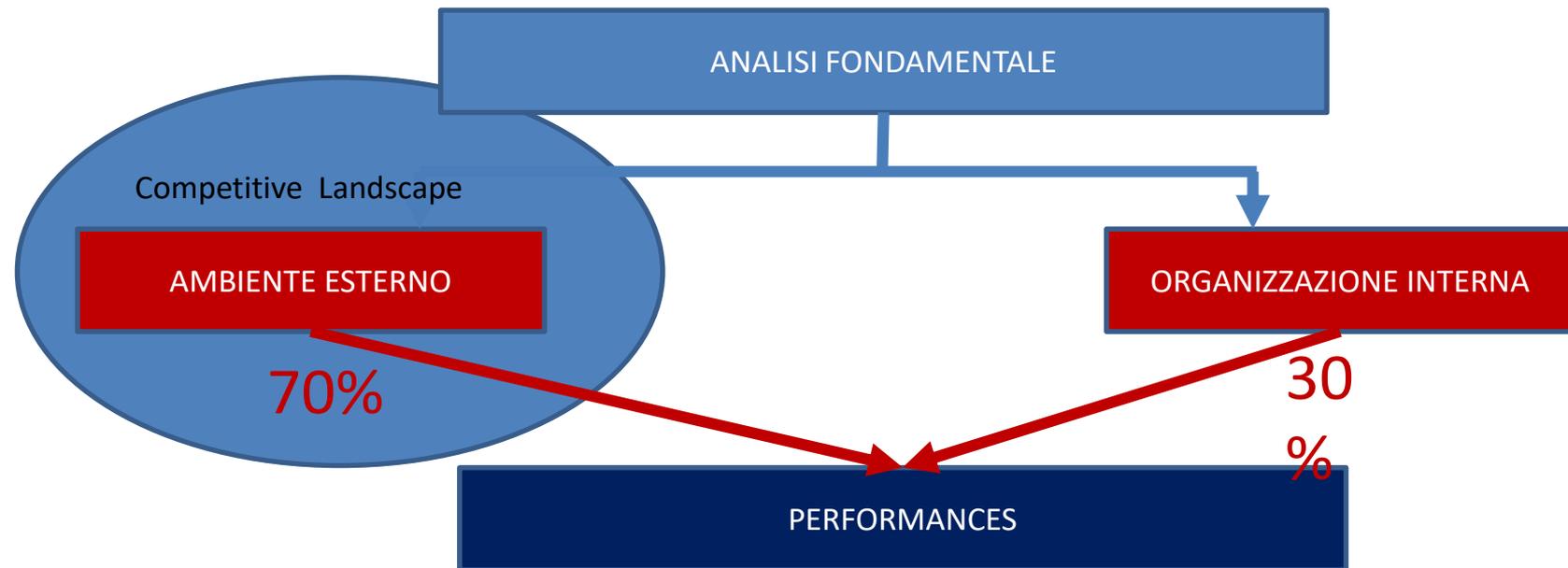
1. Fonte primaria e fonte secondaria di analisi: settore o impresa ?
2. Mirare l'analisi
3. Mirare i flussi
4. Aggiungere due profili di valutazione rilevanti

## 1. Fonte primaria e fonte secondaria di analisi



## 1. Fonte primaria e fonte secondaria di analisi

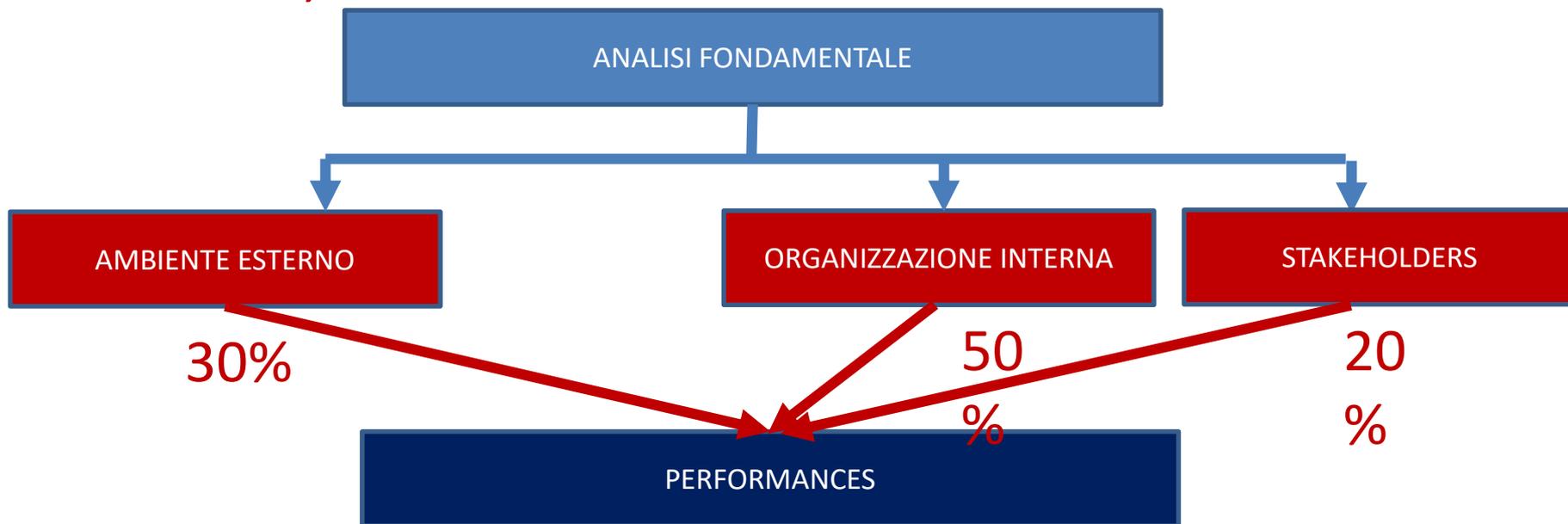
Post Covid: la sindrome del triangolo inverte le priorità ?



## 1. Fonte primaria e fonte secondaria di analisi

Post Covid: la rilevanza si inverte ?

**NO, ma cambia come è svolta l'analisi fondamentale**



## 2. Mirare l'analisi

**Posizionamento competitivo**

		Forte	Medio	Debole
Attrattività' del settore	Elevata	Winner	?	Loser
	Media	?	?	Loser
	Contenuta	?	Loser	Loser

## 2. Mirare l'analisi

### VRIN MODEL

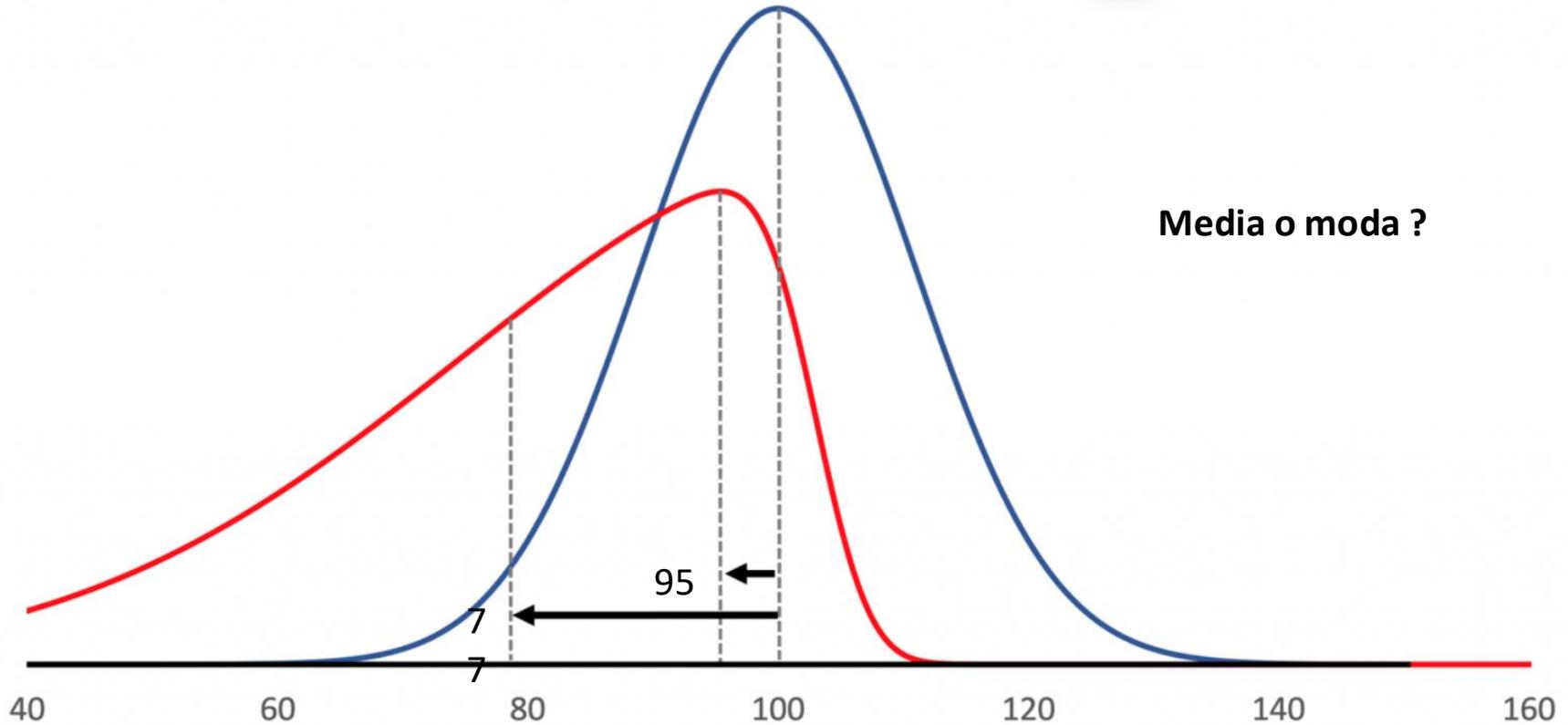
Risorse e competenze dell'impresa sono:

di <u>V</u> alore ?	<u>R</u> are ?	<u>costose da</u> <u>I</u> mitare ?	<u>N</u> on sostituibili ?	Implicazioni in termini di posizionamento competitivo	Implicazioni in termini di performance
Si	No	No	No	Svantaggio Competitivo	Rendimento inferiore al costo del capitale
Si	Si	No	No	Parità competitiva	Rendimento allineato al costo del capitale
Si	Si	Si	No	Vantaggio competitivo temporaneo	Rendimento superiore/allineato al costo del capitale
Si	Si	Si	Si	Vantaggio competitivo sostenibile	Rendimento superiore al costo del capitale

## 3. Mirare i flussi

	Prima		Dopo		
	Risultati	Probabilità	Risultati	Probabilità	
Scenario favorevole	120	15%	110	10%	 Distribuzione asimmetrica
Caso base	100	70%	95	60%	
Scenario sfavorevole	80	15%	30	30%	
Scenario più probabile delta %	100		95	-5%	
Valore medio atteso delta %	100		77	-23%	
deviazione standard	11		31		
coefficiente di skewness	0		-0,8		

## 3. Mirare i flussi



## 4. Aggiungere due profili di analisi

***Revenue levers* = minacce/opportunità che il mercato offre**

*Revenue drivers* = elementi che consentono all'impresa di tradurre le opportunità in ricavi o di limitare gli effetti delle minacce

***Key factors* = gli elementi dai quali ci si attende potranno maggiormente dipendere i risultati futuri**

*Assumptions* = ciò che si ritiene sia vero o debba accadere senza necessità di prove