

AZIONI

UN TITOLO SOTTO ESAME

QUANTO VALE OGGI DE LONGHI



**Da inizio anno ha già perso il 25%.
Negli ultimi tre anni il 50%. Scenari industriali,
analisi tecnica e fondamentale. Valore teorico:
2,3 euro. Ma se arriva un'Opa...**

■ di **Alessandro Frigerio**

A seguito delle vicissitudini e delle difficoltà verificatesi nel biennio 2003-2004, il 2005 sarebbe dovuto essere l'anno del rilancio per il gruppo DeLonghi, in cui raccogliere i frutti del profondo processo di internazionalizzazione produttiva avviato qualche anno fa. Invece, così non è stato: i dati appena pubblicati del primo semestre dipingono un quadro a tinte fosche, tale da compromettere i risultati dell'intero esercizio. Infatti, poiché la stagione del condizionamento (l'area più redditizia per il gruppo) è in buona parte compromessa, è presumibile pensare che gli obiettivi annunciati dalla società per l'anno corrente (crescita dei ricavi e sensibile miglioramento della marginalità) non siano più realizzabili.

Ma cosa sta succedendo al colosso veneto, tra i leader mondiali nei prodotti per riscaldamento, aria condizionata e nei cosiddetti elettrodomestici bianchi?

TROPPO TARDI A ORIENTE

Diverse sono le ragioni che hanno portato l'azienda in una situazione paragonabile a quella di un pugile caduto al tappeto, che cerca con tutte le proprie forze di sollevarsi da terra ma fatica a rialzarsi in piedi. Tra queste quella principale è stata indiscutibilmente rappresentata da un errore strategico che la società ha commesso a fine anni Novanta, ovvero sia il non aver compreso che in un settore come quello degli elettrodomestici, a marginalità non elevata e fortemente competitivo, la varia-

bile costo della manodopera sarebbe diventato l'elemento discriminante negli anni a venire. Quanto stavano facendo gruppi quali Whirlpool, Electrolux, Black & Decker, Philips, ossia il trasferimento degli insediamenti produttivi nel Far East, sarebbe dovuto suonare come campanello d'allarme: invece, la società, disturbata forse dalle sirene della quotazione in Borsa (poi avvenuta nel luglio 2001) e dall'acquisto dell'inglese Kenwood, ha sottovalutato quella che poi sarebbe diventata una sorta di rivoluzione per il settore. Basti pensare, infatti, che, ad oggi, circa l'80% della produzione mondiale dei piccoli elettrodomestici avviene nel Far East.

A metà del 2002 il gruppo De Longhi ha quindi cercato di rimediare ad una situazione competitiva che stava ini-

Il costo del capitale

COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE (WACC)

RENDIMENTO ATTIVITÀ PRIVE DI RISCHIO	4,5%
PREMIO AL RISCHIO	4,5%
BETA	1,10%
COSTO DEL CAPITALE PROPRIO	9,45%

COSTO DEL DEBITO	5,5%
ALiquota FISCALE	42,0%
COSTO DEL DEBITO AL NETTO DELLE TASSE	3,2%

RAPPORTO DEBITI/CAPITALE PROPRIO	30%
----------------------------------	-----

COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE	7,57%
------------------------------------	-------

Il calcolo del costo medio del capitale

Legenda #1

■ Dcf (Discounted Cash Flow)

Il valore dell'impresa deriva dal valore attualizzato dei flussi di cassa attesi. Esso è basato sulla proiezione prospettica dei flussi di cassa dell'azienda (incassi operativi - esborsi per investimenti +/- generazioni/assorbimenti di cassa derivanti dalla gestione del CCN - aliquota pro-forma d'imposta) scontati ad un tasso che esprime il costo medio ponderato del capitale (WACC) composto da una media ponderata del rendimento delle attività senza rischio + un premio al rischio e del costo del debito finanziario. Al valore dell'attività operativa ottenuto viene sottratto/aggiunto il valore del debito/credito finanziario netto.

■ Tasso di crescita reale dei flussi oltre l'orizzonte

Tasso di crescita al quale cresceranno i flussi di cassa dell'azienda dalla fine dell'orizzonte prospettico in avanti. Si usa per il calcolo del valore terminale.

■ Valore terminale

È espressivo dei flussi operativi che l'azienda sarà in grado di generare nel periodo che va dalla fine dell'orizzonte temporale all'infinito.

Conti semestrali preoccupanti, ma la società crede nella svolta

ziando a farsi difficile, cominciando un lento e sofferto trasferimento degli insediamenti produttivi in Cina.

Lento perché inizialmente la società ha ritenuto fosse necessario spostare soltanto le produzioni dei prodotti a basso valore aggiunto. Poi, tuttavia, anche alla luce di difficoltà riscontrate in aree a più elevata marginalità, c'è stata una accelerazione nel processo di delocalizzazione, che verrà portato a termine a fine 2005, quando circa il 70 % della produzione sarà realizzato in Cina.

SFORZO SENZA RISULTATI

Sofferto perché il costo sociale ed economico di questa scelta è stato davvero notevole. Per quanto riguarda il primo, la profonda ridefinizione dell'assetto industriale-produttivo dell'azienda porterà ad un esubero complessivo di circa 500 dipendenti (l'accordo coi sindacati raggiunto dopo serrate trattative prevede anche il ricorso nel periodo aprile 2005 - aprile 2006 alla Cassa Integrazione Straordinaria prorogabile per altri 12 mesi); il costo economico speso, come si dice, a bilancio 2004 è invece nell'intorno di 15 milioni di euro, cifra a cui si arriva sommando ai 12 milioni di oneri straordinari, i circa 3 milioni di euro connessi al trasporto di stampi e macchinari in Cina.

Tali sforzi economici e sociali non hanno però al momento sortito alcuno degli effetti sperati: la semestrale 2005 ha comunque evidenziato una situazione deficitaria sotto ogni punto di vista.

La forte discesa dei ricavi (-13% anno



Il grafico per l'analisi tecnica: 2,5 euro (linea rossa) rappresenta per De Longhi il livello-chiave. Se tiene...

su anno), non accompagnata da una sufficiente riduzione dei costi fissi, ha portato ad un crollo verticale della marginalità (margine operativo lordo - 43%; reddito operativo - 85%), con conseguente chiusura in rosso della prima parte dell'esercizio (perdita assoluta 15 milioni di euro a fronte dei 13.6 milioni di euro positivi nel primo semestre 2004). Segnali preoccupanti sono arrivati anche dal fronte della posizione finanziaria, che registra un peggioramento di circa il 16% (462 milioni di euro a fronte dei 400 di metà 2004), causato in grande parte da un sensibile incremento delle rimanenze (che ammontano a 392 milioni contro le 357 dell'anno scorso).

Nonostante ciò la società si dice fiduciosa per il futuro: l'amministratore delegato Fabio De Longhi (che ha sostituito a fine giugno il dimissionario Stefano Berardo), durante un conference

Legenda #2

■ **Il tasso di attualizzazione**
Rappresenta il rendimento richiesto da coloro che si accingono a finanziare l'impresa in termini di capitale di rischio e di capitale di debito. Tale rendimento, quindi, non è altro che il costo medio ponderato del capitale (WACC). Per il calcolo del tasso di sconto è necessario prendere in considerazione le seguenti variabili:

- Rendimento attività senza rischio: per convenzione viene utilizzato il tasso di rendimento dei titoli di Stato a dieci anni
- Premio per il rischio dell'azionista: rappresenta il premio richiesto da chi investe in capitale di rischio dell'impresa rispetto ai più sicuri titoli di Stato.
- Beta: il valore da attribuire a tale dato dipende dal settore in cui l'azienda viene a collocarsi.

Quanta cassa con l'attività industriale

FLUSSO DI CASSA ATTIVITA' OPERATIVA	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
REDDITO OPERATIVO	50	51	51	52	52	53	53	54	54	55
TASSE	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-10	-10	-10	-10
REDDITO OPERATIVO AL NETTO DELLE TASSE	41	41	42	42	43	43	44	44	44	45
AMMORTAMENTO	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
FLUSSO OPERATIVO LORDO	91	91	92	92	93	93	94	94	94	95
VARIAZIONE DEL CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	-8	-8	-8	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-10
INVESTIMENTI	-35	-35	-36	-36	-36	-37	-37	-38	-38	-38
FLUSSO DI CASSA OPERATIVO NETTO	48	48	48	48	47	47	47	47	47	47
% GROWTH	#DIV/0!	0,8%	-1,0%	-0,5%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,2%	0,0%	-0,4%
	1,08	1,1572	1,2448	1,3391	1,4404	1,5495	1,6668	1,7931	1,9288	2,0749

La previsione per i prossimi anni del flusso di cassa da attività operative (esclusa quindi la gestione finanziaria)

AZIONI

UN TITOLO SOTTO ESAME

call tenuta recentemente con gli analisti, ha tenuto a sottolineare che i mesi di luglio e agosto hanno evidenziato un andamento dei ricavi in controtendenza rispetto ai primi mesi dell'anno, trend che potrebbe segnare un punto di svolta. E' quello che si augurano anche gli investitori (il flottante è attorno al 25%), che non hanno di che rallegrarsi: da inizio anno ha già lasciato sul terreno più del 25%, performance tra le peggiori del Mibtel. Se poi si allarga l'orizzonte temporale agli ultimi tre anni, il paragone si fa ancora più imbarazzante in quanto, a fronte di una salita del Mibtel del 45%, DeLonghi ha perso quasi il 50%, allontanandosi sempre più dal prezzo di collocamento (quotazione avvenuta nel luglio 2001 a 3,4 euro)

Che fare dunque sul titolo? L'analisi tecnica ci offre un primo aiuto, in quanto siamo giunti in prossimità di un livello chiave: il 2,5 rappresenta infatti una sorta di spartiacque. Come evidenziato nel grafico, il titolo in passato ha toccato solo due volte questo prezzo (novembre 2001 e marzo 2000), ed entrambe le volte la reazione all'insù è stata impetuosa (nel primo caso +

Il titolo della Maytag, società americana dello stesso settore, era sceso sino a 10 dollari in aprile. Da quando si è cominciato a parlare di Opa, il titolo non ha fatto che salire



130% in 7 mesi e nel secondo caso quasi il 50% in tre mesi): qualora anche questa volta il titolo riuscisse a tenere questo supporto e ad investire la rotta andando a 3,5, si verrebbe a creare un doppio minimo con potenziale obiettivo a 4,5. Questo però rimane il migliore degli scenari possibili: infatti, se questa linea Maginot venisse rotta con volumi importanti, il titolo potrebbe subire una caduta vertiginosa (addirittura del 40% fino ad arrivare in

area 1,5 euro). Questi sono i due scenari estremi: non è da escludere peraltro la possibilità che il titolo inizi una fase laterale di trading range ampio (2,5 / 3), prima di decidere cosa fare da grande. Laddove, invece, si utilizzi l'analisi fondamentale per giungere ad un valore teorico dell'azienda, ci troviamo di fronte a grossissime difficoltà nella stima di molte variabili (in primis il reddito operativo), in quanto la società ha mostrato negli ultimi 5 anni due facce completamente diverse. Qual è la vera DeLonghi? Dott. Jekyll o Mr Hide? Quella dei primi tre anni del 2000 o quella degli ultimi due? Forse sarebbe stata necessaria la sfera di cristallo. Comunque sia un tentativo l'abbiamo fatto (nelle tabelle i dettagli del calcolo), e siamo arrivati ad una valutazione di 2,3. Non bisogna neppure accantonare l'ipotesi che, prima o poi, la società possa diventare oggetto di una possibile Opa da parte di qualche colosso di elettrodomestici, sulla falsariga di quanto è successo alla società americana Maytag, su cui qualche mese fa si è accesa una vera e propria battaglia per il controllo tra il fondo di leverage buy-out Ripplewood e la Whirpool, dove quest'ultima ha avuto il meglio dopo una serie di rilanci (vedere grafico in alto). Perché non immaginare per DeLonghi un possibile interesse da parte di Tlc, società cinese quotata alla borsa di Hong Kong e di Shanghai, leader nella produzione di condizionatori, con cui DeLonghi ad aprile di quest'anno ha finalizzato un accordo di joint venture? ■

Così si arriva al valore teorico

TABELLA DI SINTESI PER IL CALCOLO DEL FLUSSO DI CASSA OPERATIVO DCF BASE CASE

ANNO	FLUSSO DI CASSA OPERATIVO NETTO	TASSO DI SCONTO	VALORE ATTUALE
2006	48	0,93	45
2007	48	0,86	42
2008	48	0,80	38
2009	48	0,75	36
2010	47	0,69	33
2011	47	0,65	31
2012	47	0,60	28
2013	47	0,56	26
2014	47	0,52	24
2015	47	0,48	23
VALORE TERMINALE		869	419
VALORE OPERATIVO DELL'AZIENDA			745
POSIZIONE FINANZIARIA			-400
VALORE DELL'AZIENDA			345
PREZZO TEORICO DELL'AZIONE			2,30
PREZZO DI MERCATO			2,50
SCOSTAMENTO TRA VALORE TEORICO E VALORE DI MERCATO			-8%

Il calcolo del valore teorico del titolo De Longhi secondo il metodo del cosiddetto discounted cash flow (DCF), basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa operativi futuri dell'azienda (tabella nella pagina precedente). Il risultato è un prezzo di 2,30 euro.