

Healthcare & Pharma

*L'indagine 2013 sulle principali
Società Europee per Capitalizzazione di borsa*



Indice

HEALTHCARE & PHARMA

L'indagine 2013 sulle principali Società Europee per Capitalizzazione di Borsa

Executive Summary

i. Quadro economico di riferimento

ii. Il campione di Ricerca

iii. Performance storica: approccio tradizionale

iv. Performance storica: ottica Economic Value Added

v. Performance storica: ottica People-Based

vi. La sfida lanciata dal Mercato: sostenere la performance nel tempo

Glossario

Lo scenario macroeconomico globale è stato contrassegnato anche nel 2012 dal persistere di un generalizzato clima di incertezza, contrazione dei consumi, rallentamento della produzione ed austerità. A livello europeo, i dati elaborati dall'*IMF* evidenziano un contesto economico fortemente provato dal protrarsi della crisi globale, di cui ancora non si è probabilmente passato il 'giro di boa'.

L'attività di ricerca ha voluto quindi indagare come tale contesto abbia inciso sul comparto *Healthcare & Pharma*, settore storicamente influenzato in modo significativo dalle decisioni in materia di tagli/finanziamenti alla spesa pubblica. Importanti quesiti riguarderanno in futuro invece il modo in cui il comparto saprà rispondere ai continui progressi tecnologici sia nell'ambito della ricerca, che nel campo diagnostico e terapeutico. Le dinamiche socio-demografiche spingeranno il comparto a concentrare gli sforzi su problematiche legate allo stile di vita sedentario (obesità e diabete) e all'invecchiamento della popolazione (malattie degenerative), mentre l'alta incidenza delle neoplasie porterà sempre più in futuro ad interrogarsi sulle sue possibili cause.

Prescindendo da simili considerazioni, l'attività di ricerca ha avuto ad oggetto **50 società europee** appartenenti al comparto *Healthcare & Pharma* e distinte per segmenti di business: "*Medical Equipment & Supplies*" e "*Pharmaceuticals & Biotechnology*".

Oltre all'ottica tradizionale, l'analisi ha adottato una visione di mercato in quanto riteniamo che i prezzi rappresentino sempre dei giudizi con cui confrontarsi e sulla cui base è possibile leggere le performance delle imprese. Le pagine seguenti offrono pertanto una fotografia dei **giudizi che il mercato dei capitali esprime sulle principali società europee a giugno 2013**, affiancate dalla lettura delle **performance gestionali di creazione di valore conseguite nel 2012 e quelle prospettiche**.

I giudizi sono stati altresì utilizzati per verificare qualora i valori del **goodwill** iscritti a bilancio da alcune imprese siano ritenuti dal mercato realistici e sostenibili. La comprensione di tale giudizio è stata dedotta raffrontando le aspettative implicite nei prezzi e le aspettative equivalenti implicite nei valori di *goodwill*.

Infine, alla lettura tradizionale delle performance di Creazione di Valore, basata su quantità e rendimento del capitale investito, è stata affiancata una lettura che pone maggiore attenzione alle **Risorse Umane**. Crediamo che questa vista, che pone le persone al centro della performance d'impresa, debba sempre più essere compresa e gestita affinché la Creazione di Valore risulti durevole e sostenibile nel tempo.



Quadro economico di riferimento

Un contesto macroeconomico certamente difficile. Deboli segnali di ripresa, ma ancora molte incertezze.

Lo scenario macroeconomico globale

Lo scenario macroeconomico globale è stato contrassegnato nel 2012 dal persistere di un generalizzato clima di incertezza, contrazione dei consumi, rallentamento della produzione ed austerità. La crescita mondiale¹ ha subito un'ulteriore pesante flessione (+4,0% nel 2011, +3,2% nel 2012), interessando sia gli *Emerging Market* (+6,4% nel 2011, +5,1% nel 2012) che le *Advanced Economies* (+1,6% nel 2011, +1,2% nel 2012).

Le stime del IMF prevedono nei prossimi tre semestri un possibile miglioramento a livello globale, ma rimangono caute riguardo una completa ripresa delle *Advanced Economies*: la crescita mondiale rimarrà pressoché costante nel 2013 (+3,3%), raggiungendo i valori del 2011 l'anno seguente (+4,0%).

Importanti decisioni di natura politico-economica hanno certamente contribuito a favorire tale ripresa e ad allontanare possibili ulteriori minacce: il *'Fiscal Cliff'* statunitense, lo scongiurato *'breakup'* dell'euro e l'adozione di una politica monetaria espansiva da parte della maggior parte delle Banche Centrali hanno tutte avuto effetti positivi nel dare impulso all'economia e nel rassicurare i mercati. Tuttavia l'esplosione del caso Cipro, le elezioni in Italia e le tensioni sui debiti dei Paesi Periferici hanno evidenziato, almeno per l'area europea, una situazione di forte incertezza ed instabilità, difficilmente sanabile qualora non si ricorra urgentemente a severi interventi e riforme strutturali.

Fig. 1 - Tassi di crescita in Europa

(GDP Growth %)	2011	2012	2013 _r	2014 _r
EUROPE	2,0	0,0	0,3	1,5
Advanced Europe	1,4	-0,3	0,0	1,2
Euro Area	1,4	-0,6	-0,3	1,1
Germany	3,1	0,9	0,6	1,5
France	1,7	0,0	-0,1	0,9
Italy	0,4	-2,4	-1,5	0,5
Spain	0,4	-1,4	-1,6	0,7
Netherlands	1,3	-0,9	-0,5	1,1
Belgium	1,9	-0,2	0,2	1,2
Austria	3,1	0,8	0,8	1,6
Greece	-6,9	-6,4	-4,2	0,6
Portugal	-1,5	-3,2	-2,3	0,6
Finland	2,9	-0,2	0,5	1,2
Ireland	0,7	0,9	1,1	2,2
United Kingdom	0,9	0,2	0,7	1,5
Sweden	4,0	1,2	1,0	2,2
Switzerland	1,9	1,0	1,3	1,8
Norway	1,7	3,0	2,5	2,2
Denmark	1,0	-0,6	0,8	1,3
Emerging Europe	5,3	1,6	2,2	2,8

Il contesto europeo

I dati elaborati dal IMF evidenziano un contesto economico fortemente provato dal protrarsi della crisi globale, ormai giunta al suo sesto anno consecutivo. L'area europea nel suo complesso² ha registrato una crescita nulla nel 2012, mentre l'Area Euro è stata interessata da un contesto recessivo (-0,6%), con l'area tedesca unica a trainare significativamente l'economia (Germania +0,9%). L'area mediterranea è risultata invece la più colpita: Grecia -6,4%, Portogallo -3,2%, Spagna -1,4% ed infine l'Italia ha registrato una crescita negativa del 2,4%.

Le prospettive per i prossimi due anni non sono rassicuranti e altresì sono state recentemente riviste a ribasso. L'area Euro vedrà il PIL aggregato contrarsi ulteriormente dello 0,3%, con ipotesi di ripresa solamente nel 2014. Conseguentemente l'area italiana, uscita fortemente provata da un 2012 catastrofico, si troverà ad affrontare la recessione in un contesto di forte debolezza economica e, aspetto non certamente secondario, di incertezza politica.

¹Dati WEO International Monetary Fund - World Economic Outlook Aprile 2013.

²Considerando anche i Paesi non appartenenti all'Area Euro e i Paesi Emergenti dell'Europa Centro-Orientale.

A partire dal 2009, il comparto *Healthcare* ha risentito in maniera significativa del deteriorarsi dello scenario economico globale, sia per quanto riguarda i finanziamenti pubblici, che la componente privata. Le crescenti pressioni in tema di austerità e razionalizzazione dei budget nazionali hanno infatti imposto consistenti tagli della spesa sanitaria pubblica, ridimensionando molto la crescita del settore e mutandone in parte alcune delle sue dinamiche.

Fig. 2 - Quota del PIL destinata alla spesa sanitaria⁴

(% GDP)	2000	2005	2008	2009	2010	2011
Austria	9,4	9,9	9,9	10,4	10,4	10,2
Belgium	8,1	10,0	9,9	10,6	10,5	10,5
Denmark	8,3	9,3	9,8	11,0	10,7	10,5
Finland	6,9	8,0	7,9	8,7	9,1	8,6
France	9,8	10,6	10,6	11,3	11,3	11,2
Germany	10,0	10,4	10,3	11,3	11,1	11,0
Ireland	5,7	7,2	8,6	9,6	9,0	8,5
Italy	7,5	8,4	8,6	8,9	8,9	8,7
Netherlands	7,6	10,1	10,2	11,0	11,2	11,1
Norway	7,8	8,5	8,1	9,3	9,1	8,9
Portugal	8,6	9,8	9,7	10,2	10,2	9,7
Spain	7,0	8,0	8,6	9,3	9,4	9,1
Sweden	7,8	8,7	8,8	9,5	9,0	8,9
Switzerland	9,9	10,9	10,3	11,0	10,9	11,0

La tabella in Fig. 2 riporta, per i principali Paesi europei, il trend storico della quota del PIL destinata alla spesa sanitaria. Questa, cresciuta più che proporzionalmente rispetto al PIL nel periodo 2000-2009, ha subito invece un significativo rallentamento con l'emergere della crisi economica.

La tabella in Fig. 3 riporta invece la percentuale di spesa sanitaria finanziata da fonti pubbliche. Come si può evincere, tale componente, rispetto a quella privata, rappresenta in media circa 3/4 della spesa totale, evindenziando quindi un forte legame della stessa con i tagli imposti dal clima di *austerità*.

Fig. 3 - Finanziamento pubblico alla spesa sanitaria⁴

(Public %)	2000	2005	2008	2009	2010	2011
Austria	77%	76%	78%	78%	77%	77%
Belgium	75%	76%	75%	76%	75%	76%
Denmark	83%	84%	84%	85%	84%	85%
Finland	71%	74%	75%	75%	75%	76%
France	80%	78%	77%	78%	77%	78%
Germany	80%	77%	77%	77%	77%	76%
Ireland	75%	75%	76%	73%	69%	68%
Italy	75%	79%	79%	81%	81%	80%
Netherlands	66%	69%	85%	86%	86%	86%
Norway	82%	82%	84%	84%	85%	85%
Portugal	70%	69%	66%	68%	67%	65%
Spain	71%	70%	73%	74%	73%	73%
Sweden	86%	82%	82%	81%	81%	82%
Switzerland	56%	60%	65%	65%	65%	65%

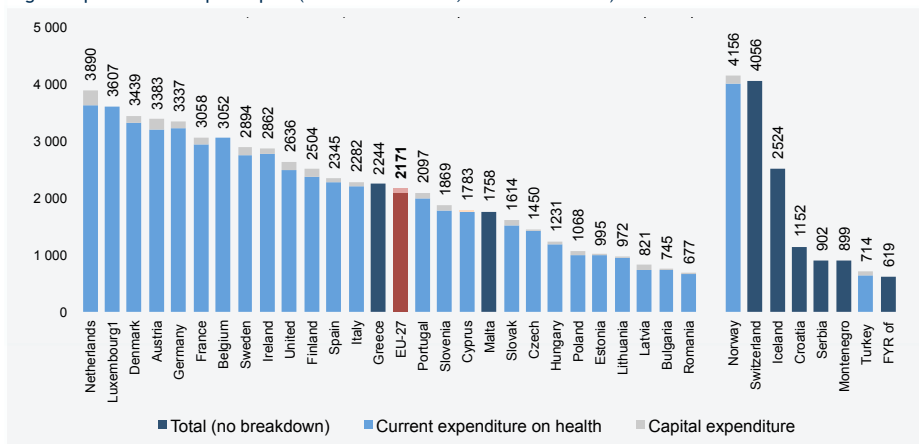
In Italia la spesa sanitaria rappresentava nel 2011 il 9,2% del PIL (considerando anche gli investimenti in capitale fisso), una percentuale sostanzialmente in linea con la media dei paesi OCSE (9,3%), ma nettamente inferiore se confrontata con quella di alcuni dei principali paesi europei (Francia 11,6%, Germania 11,3).

In media, la spesa sanitaria in Italia è aumentata in termini reali del 2,2% annuo nel periodo 2000-2009, mentre nel 2010 il tasso di crescita ha registrato un primo rallentamento (1,8%), al quale è seguita nel 2011 una sostanziale flessione (-1,6%).

Per quanto riguarda invece la spesa pro capite, l'Italia si colloca in linea con la media europea (nel 2010 era di circa € 2.282 a cittadino, contro una media europea di € 2.171).

Per quanto riguarda invece la spesa pro capite, l'Italia si colloca in linea con la media europea (nel 2010 era di circa € 2.282 a cittadino, contro una media europea di € 2.171).

Fig. 4 - Spesa sanitaria pro-capite (valori in EUR PPPs, fonte OECD 2010)



Dinamiche politiche, ed austerità... ecco come cambierà il comparto nei prossimi anni?

³Rielaborazioni AVAs, fonti:

OECD - Health at Glance, Europe 2012

EFPIA - Review of 2012 and outlook for 2013

EFPIA - The Pharmaceutical Industry in figures

⁴Spesa sanitaria corrente, esclusa quindi la componente relativa agli investimenti in capitale fisso.



Pharmaceutical Industry

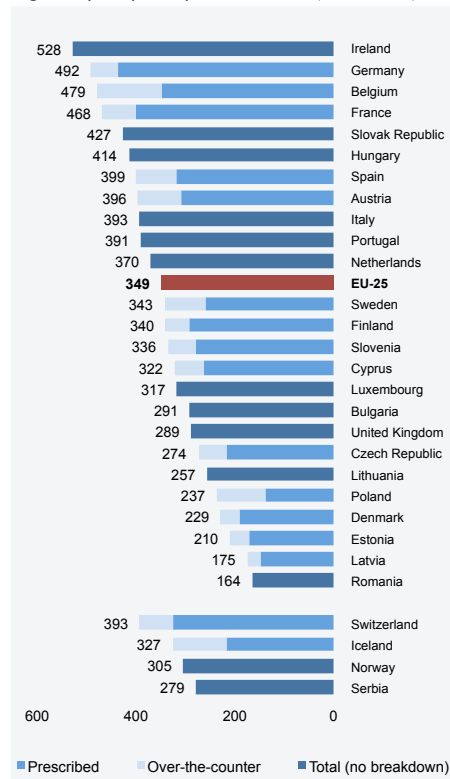
Nel 2010 la spesa per medicinali e altri prodotti farmaceutici ammontava a circa 19% della spesa sanitaria degli Stati europei.

Terza in valore assoluto dopo i servizi ospedalieri ('inpatient care' 31%) e quelli ambulatoriali ('outpatient care' 30%), la spesa aggregata ammontava nel 2010 a circa € 190 Mld. pari a circa 1,6% del PIL.

Grandi differenze sono apprezzabili nella spesa pro-capite dei vari Stati Membri (rappresentazione grafica in Fig. 5); ciò è principalmente dovuto a motivazioni di natura commerciale (volumi, livello di prezzi...) e socio-culturale (propensione / disponibilità all'acquisto).

La crisi economica ha avuto indubbi effetti anche sulla spesa farmaceutica: la straordinaria crescita della spesa aggregata, registrata nel periodo 2000-2009 (crescita media annua pari a 3,2%) ha subito una brusca frenata nel 2010 (0%) grazie all'introduzione in molti Stati di formule di 'co-payment', alla riduzione dei margini per farmacisti e rivenditori, al maggiore ricorso a farmaci generici e al ricorso a prescrizioni elettroniche.

Fig. 5 - Spesa pro-capite in farmaci (OECD 2010)



Quali le sfide per il comparto?

Molte dinamiche già attualmente conosciute, influenzeranno sempre più il comparto, alzando quindi il grado di *challenge* e favorendo le società in grado di risponderci prontamente:

- Invecchiamento della popolazione, diete ipercaloriche e stili di vita sedentari;
- Nuove strumentazioni e innovazioni tecnologiche a favorire la bio-ingegneria;
- Maggiore attenzione di assicurazioni e enti statali ad output ed evidenze misurabili;
- Richieste per una fruizione di servizi al di fuori dei locali tradizionali ('the third place').

Il Campione di Ricerca

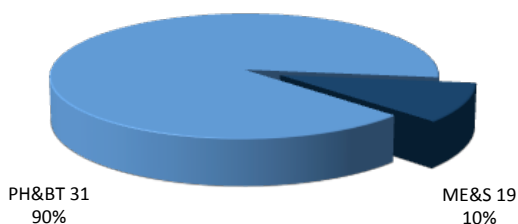
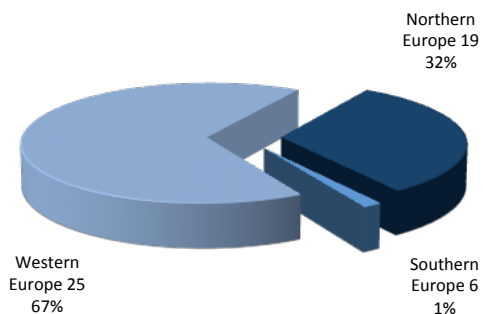
L'attività di ricerca ha voluto indagare la performance ottenuta dal comparto *Healthcare & Pharma* nel 2012, attraverso l'analisi di un paniere di società italiane ed europee quotate.

Nello specifico, il campione è stato selezionato prendendo a riferimento 50 tra le prime per capitalizzazione di mercato; la tabella qui presentata le elenca sommariamente, distinguendole per nazione, capitalizzazione e segmento di appartenenza, in particolare:

31 operanti nel segmento *Pharma & Biotechnologies*;

19 nel segmento *Medical Equipments & Supplies*.

Fig. 6 - Il Campione di Ricerca, settore *Healthcare & Pharma*



Laddove: ME&S - Medical Equipment & Supplies
PH&BT - Pharmaceuticals & Biotechnology

	Company	Country	Cap.on
ME&S	ESSILOR INTERNATIONAL S.A.	FRA	17.747
	FRESENIUS SE & Co. KGaA	DEU	16.769
	COLOPLAST A/S	DNK	9.591
	SMITH & NEPHEW PLC	GBR	7.768
	GETINGE AB	SWE	5.587
	SONOVA LTD	CHE	5.466
	WILLIAM DEMANT A/S	DNK	3.571
	BIOMERIEUX S.A.	FRA	2.904
	GN STORE NORD A/S	DNK	2.533
	CARL ZEISS MEDITEC AG	DEU	2.069
	STRAUMANN LTD	CHE	1.775
	DIASORIN S.p.A.	ITA	1.740
	SARTORIUS STEDIM BIOTECH S.A.	FRA	1.676
	GERRESHEIMER AG	DEU	1.421
	NOBEL BIOCARE LTD	CHE	1.149
	SORIN S.p.A.	ITA	941
	AMPLIFON S.p.A.	ITA	860
TECAN GROUP LTD	CHE	807	
SYNERGY HEALTH PLC	GBR	766	
PH&BT	NOVARTIS INC	CHE	146.224
	ROCHE LTD	CHE	134.247
	SANOFI S.A.	FRA	106.517
	GLAXOSMITHKLINE PLC	GBR	94.740
	BAYER AG	DEU	68.008
	NOVO NORDISK A/S	DNK	67.246
	ASTRAZENECA PLC	GBR	46.151
	MERCK KGaA	DEU	26.089
	SHIRE PLC	GBR	13.533
	UCB S.A.	BEL	7.683
	GRIFOLS S.A.	ESP	6.051
	ACTELION LTD	CHE	5.827
	QIAGEN N.V.	DEU	3.597
	LONZA GROUP LTD	CHE	3.100
	H. LUNDBECK A/S	DNK	2.722
	MEDA AB	SWE	2.638
	ORION OYJ	FIN	2.572
	IPSEN S.A.	FRA	2.381
	HIKMA PHARMACEUTICALS PLC	GBR	2.189
	STADA ARZNEIMITTEL AG	DEU	1.978
	RECORDATI S.p.A.	ITA	1.760
	ALMIRALL S.A.	ESP	1.723
	BTG PLC	GBR	1.550
ALGETA ASA	NOR	1.285	
GENMAB A/S	DNK	1.270	
SWEDISH ORPHAN BIOVITRUM AB	SWE	1.203	
ABCAM PLC	GBR	1.031	
MORPHOSYS AG	DEU	1.002	
BOIRON S.A.	FRA	770	
BIOTEST AG	DEU	766	
STALLERGENES S.A.	FRA	731	

Dati Reuters Thomson One, valori in € Mio.



Performance Storica: approccio tradizionale

Analizzando in ottica comparativa i risultati ottenuti dal Campione nel corso del 2012, il comparto *Healthcare & Pharma* è stato caratterizzato da un discreto incremento del fatturato aggregato rispetto ai valori 2011, passando infatti da circa 287 Mld. a 303 Mld. (+5,6%) ed interessando quasi la totalità delle società analizzate.

L'incremento ha principalmente interessato il segmento *Medical Equipment & Supplies* (+13,2%), mentre più contenuta è stata la crescita registrata dal segmento *Pharmaceuticals & Biotechnology* (+4,5%).

Esaminando poi la distribuzione geografica dei ricavi, l'incremento si è concentrato maggiormente nella regione Meridionale (+19,8%), ma considerando il numero ridotto di società (campione costituito solo da 6 società) la performance risulta fortemente influenzata dalla crescita realizzata da Grifols, Recordati ed Almirall (crescita media +31,9%). Discreta invece la performance delle società dell'Europa Occidentale (+8,0%), con molte contraddistinte da una crescita a doppie cifre.

Guardando quindi a redditività e profittabilità, il comparto ha registrato un modesto incremento della prima e una leggera contrazione della seconda, pur mantenendo una performance media nel complesso positiva ed ottima (*EBIT/Sales* pari a 21,1% e *Profit/Sales* sceso a 14,6%): come per lo scorso anno solo 3 società su 50 del campione non sono riuscite a raggiungere utili nel 2012.

Ciò premesso, riteniamo quanto emerso non esaustivo: le evidenze raccolte non sono univoche e le performance registrate differiscono sensibilmente tra i due segmenti presi a riferimento e, ancor più, da società a società. L'analisi che segue e la tabella presentata in Fig. 12 vogliono quindi offrire al lettore validi spunti per un'analisi più puntuale del campione di Ricerca.

Segmento Medical Equipment & Supplies

Nel suo complesso il segmento ha registrato una decisa crescita del fatturato (+13,2%), con solo 3 società caratterizzate da una lieve flessione nelle vendite.

I livelli di redditività e profittabilità sono ottimi ed in incremento dallo scorso anno (*EBIT/Sales* 16,5%, *Profit/Sales* 10,2%), con tutte le società del segmento in utile.

Fig. 7 - Ricavi settore per aree geografiche

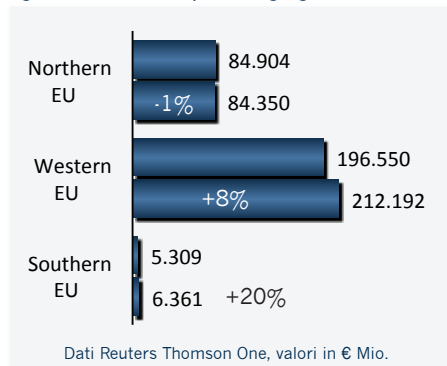
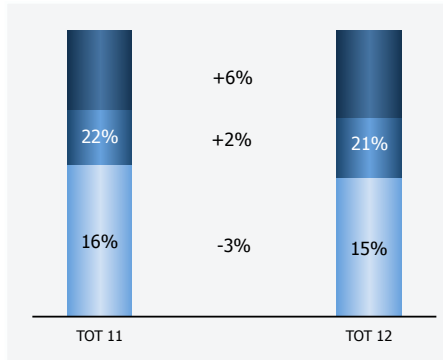


Fig. 8 - Performance settore *Healthcare & Pharma*

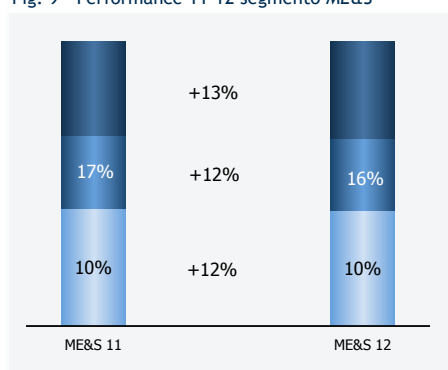


⁵Legenda ai grafici in Fig. 7, 8, 9 e 10.

All'interno del segmento si segnala la performance di:

- DIASORIN: il Gruppo italiano attivo nel campo dell'immunodiagnostica e della diagnostica molecolare, ha registrato nel 2012 un lieve decremento del fatturato (-1,4%), nonché di redditività e profittabilità; la performance rimane tuttavia eccellente e la migliore del segmento (*EBIT/Sales* e *Profit/Sales* scesi rispettivamente a 32,3% e 20,2%).
- SORIN: specializzato nello sviluppo di apparecchiature per il trattamento di malattie cardiovascolari e renali, il gruppo ha registrato nel 2012 un modesto decremento del fatturato consolidato (-1,7%), accompagnato altresì da una riduzione considerevole della redditività e della profittabilità al di sotto dei valori medi di segmento (*EBIT/Sales* e *Profit/Sales* scesi rispettivamente a 8,6% e 3,1%).

Fig. 9 - Performance 11-12 segmento ME&S



- AMPLIFON: attiva nello sviluppo di apparecchiature per l'udito, la società ha registrato un modesto incremento di fatturato consolidato (+2,3%), mantenendo una performance modesta e inferiore ai peers (*EBIT/Sales* 11,5% e *Profit/Sales* 5,1%).

Segmento Pharmaceuticals & Biotechnology

Meno performante rispetto al segmento *Medical Equipment & Supplies* in termini di ricavi incrementali (+4,5%), il segmento registra invece straordinari livelli di redditività e profittabilità (*EBIT/Sales* pari a 21,8% e *Profit/Sales* 15,4%).

Tra le società del segmento segnaliamo:

- RECORDATI: gruppo farmaceutico italiano di rilevanza internazionale, nel 2012 ha registrato un discreto incremento del fatturato consolidato (+12,8%); per quanto riguarda invece i livelli di redditività e profittabilità, seppure ottimi, risultano in linea coi valori medi registrati dai principali peers (*EBIT/Sales* pari a 21,6% e *Profit/Sales* 14,3%).

Fig. 10 - Performance 11-12 segmento PH&BT

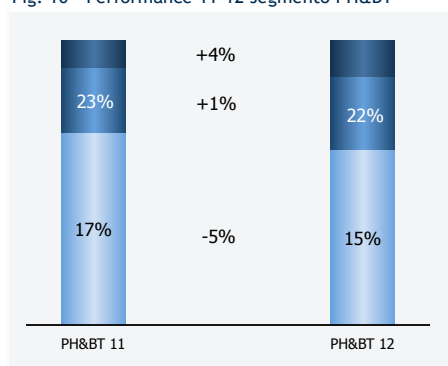


Fig. 11 - Best Performers settore (Δ Sales e *EBIT/Sales*)

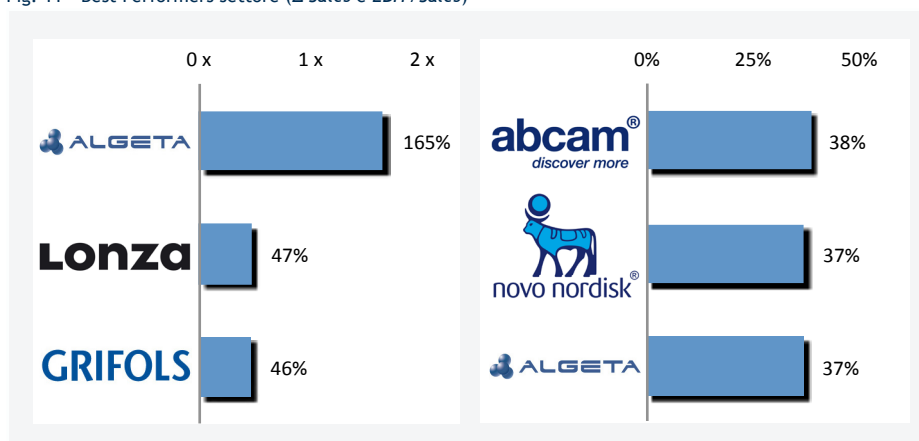


Fig. 12 - Performance storica: approccio tradizionale

Company	Sales			EBIT			Profit		
	2011	2012	Δ %	2011	2012	% Sales	2011	2012	% Sales
ME&S									
ESSILOR INTERNATIONAL S.A.	4.190	4.989	19%	712	829	17%	518	630	13%
FRESENIUS SE & Co. KGaA	16.522	19.508	18%	2.577	2.989	15%	1.321	1.733	9%
COLOPLAST A/S	1.367	1.479	8%	340	428	29%	244	294	20%
SMITH & NEPHEW PLC	3.177	3.202	1%	679	728	23%	433	564	18%
GETINGE AB	2.456	2.827	15%	454	490	17%	285	295	10%
SONOVA LTD	1.346	1.476	10%	244	296	20%	205	92	6%
WILLIAM DEMANT A/S	1.082	1.147	6%	228	219	19%	161	154	13%
BIOMERIEUX S.A.	1.427	1.570	10%	242	211	13%	161	134	9%
GN STORE NORD A/S	749	838	12%	79	110	13%	116	43	5%
CARL ZEISS MEDITEC AG	759	862	14%	103	123	14%	72	76	9%
STRAUMANN LTD	571	569	≈	97	67	12%	58	30	5%
DIASORIN S.p.A.	440	434	-1%	161	140	32%	100	88	20%
SARTORIUS STEDIM BIOTECH S.A.	477	544	14%	73	88	16%	43	58	11%
GERRESHEIMER AG	1.095	1.219	11%	107	127	10%	54	67	5%
NOBEL BIOCARE LTD	576	579	1%	74	72	12%	40	46	8%
SORIN S.p.A.	743	731	-2%	74	63	9%	58	23	3%
AMPLIFON S.p.A.	827	847	2%	98	97	11%	43	43	5%
TECAN GROUP LTD	311	324	4%	41	43	13%	37	35	11%
SYNERGY HEALTH PLC	374	427	14%	50	56	13%	30	37	9%
	38.488	43.571	13%	6.434	7.175	16%	3.980	4.444	10%
PH&BT									
NOVARTIS INC	42.480	43.805	3%	8.418	8.223	19%	6.692	7.434	17%
ROCHE LTD	35.037	37.702	8%	10.858	12.551	33%	7.862	8.098	21%
SANOFI S.A.	33.389	34.947	5%	5.340	6.149	18%	5.934	5.136	15%
GLAXOSMITHKLINE PLC	32.787	32.587	-1%	9.643	8.649	27%	6.534	5.849	18%
BAYER AG	36.528	39.760	9%	4.906	4.622	12%	2.467	2.496	6%
NOVO NORDISK A/S	8.927	10.458	17%	2.977	3.877	37%	2.300	2.873	27%
ASTRAZENECA PLC	24.992	21.653	-13%	9.113	6.845	32%	7.452	4.898	23%
MERCK KGaA	10.276	11.173	9%	1.245	1.758	16%	629	579	5%
SHIRE PLC	3.172	3.624	14%	870	795	22%	644	577	16%
UCB S.A.	2.876	3.070	7%	58	16	1%	235	252	8%
GRIFOLS S.A.	1.796	2.621	46%	356	660	25%	50	255	10%
ACTELION LTD	1.480	1.432	-3%	291	356	25%	-121	251	18%
QIAGEN N.V.	837	972	16%	144	169	17%	68	100	10%
LONZA GROUP LTD	2.218	3.252	47%	218	243	7%	127	151	5%
H. LUNDBECK A/S	2.154	1.984	-8%	501	208	10%	307	148	7%
MEDA AB	1.445	1.515	5%	301	209	14%	181	138	9%
ORION OYJ	918	980	7%	286	274	28%	210	209	21%
IPSEN S.A.	1.160	1.277	10%	123	170	13%	1	-29	-2%
HIKMA PHARMACEUTICALS PLC	683	858	26%	96	136	16%	62	83	10%
STADA ARZNEIMITTEL AG	1.715	1.838	7%	134	232	13%	22	87	5%
RECORDATI S.p.A.	734	828	13%	141	179	22%	116	118	14%
ALMIRALL S.A.	768	900	17%	-8	56	6%	84	76	8%
BTG PLC	236	276	17%	46	28	10%	18	19	7%
ALGETA ASA	32	86	165%	-5	32	37%	-2	32	38%
GENMAB A/S	47	65	38%	-33	-16	-24%	-80	-65	-101%
SWEDISH ORPHAN BIOVITRUM AB	215	224	4%	-30	-42	-19%	2	-12	-5%
ABCAM PLC	92	121	31%	35	47	38%	26	31	26%
MORPHOSYS AG	101	77	-24%	12	27	35%	8	2	3%
BOIRON S.A.	523	567	8%	57	75	13%	42	50	9%
BIOTEST AG	422	440	4%	42	45	10%	48	33	8%
STALLERGENES S.A.	235	240	2%	42	58	24%	37	37	16%
	248.274	259.332	4%	56.177	56.631	22%	41.957	39.908	15%

Dati Reuters Thomson One, valori in € Mio.

Performance Storica: ottica *Economic Value Added*

L'analisi della performance storica attraverso l'approccio tradizionale non ha permesso di evidenziare un *pattern* ben definito di quella che è stata la performance del comparto nel 2012, né di cogliere appieno quello che è stato l'impatto della congiuntura economica sulla stessa. Tuttavia, se le risorse economiche investite in una Società perdono progressivamente valore, potrebbe non essere (solo) 'colpa' di fattori esogeni o del clima di incertezza che stiamo vivendo.

A volte l'adozione di un approccio tradizionale ci rende miopi e non permette di mettere in luce eventuali problemi nella strategia perseguita e relative possibili soluzioni. Una visione chiara e condivisa di ciò che è necessario per creare Valore e di quali sono le leve agibili per farlo, può essere di aiuto sia per il management, che per gli investitori. Ma prima...

- *Siamo certi di sapere da cosa dipende la capacità delle imprese di creare Valore e ricchezza?* -

Generare valore - ovvero *Profitto Economico_EVA*⁶ positivo - è una questione di *Qualità* e di *Quantità*. Questa è la ragione per cui imprese di 'piccole' dimensioni possono generare enorme ricchezza e imprese di grandi dimensioni, invece, distruggere Valore.

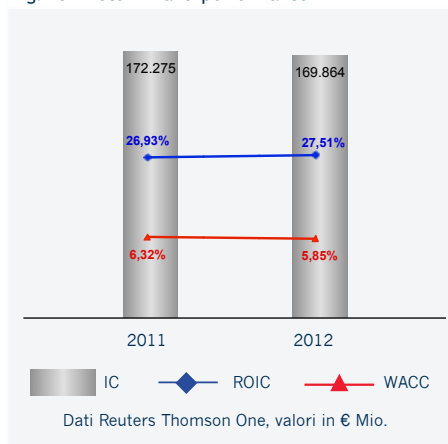
L'importanza della 'Qualità' e della 'Quantità'

La *qualità* è una misura relativa che identifica qualcosa di un livello superiore rispetto ad un *hurdle* di riferimento. Dall'ottica di un investitore, dunque, un investimento di *qualità* è quello in grado di generare un ritorno maggiore rispetto ad altri investimenti di pari rischio.

Per misurare la '*Qualità*' di ogni Società del nostro Campione si è calcolato il Tasso di Rendimento generato dal Capitale Investito nell'attività d'impresa (*ROIC*⁶) e lo si è confrontato con quanto gli investitori si aspetterebbero di realizzare per sostenere analoghi livelli di rischio (*WACC*⁷).

Nell'attività d'impresa, la '*Quantità*' di Capitale Investito⁸, in grado di garantire un ritorno superiore al suo Costo Opportunità, è la seconda leva necessaria per creare Valore. Agendo da volano della Crescita, più Capitale sarà impiegato ad un alto tasso di ritorno, più sarà la ricchezza creata.

Fig. 13 - Determinanti performance EVA 11-12



La Fig. 13 riporta graficamente ed in modo sintetico le determinanti aggregate alla base della performance 2012 del comparto *Healthcare & Pharma*. Una riduzione negli investimenti in *Quantità* è stata accompagnata da un incremento della *Qualità*. Infine un contributo positivo alla Creazione di Valore, viene altresì da una riduzione del costo medio di finanziamento *WACC*.

In comparazione con il 2011, la performance aggregata è positiva ed in miglioramento: passa infatti da circa 37 a 39 Mld.

La capacità delle imprese di creare Valore dipende da quanto più Capitale (Quantità) riescono ad impiegare ad un Tasso di Rendimento superiore al suo Costo-Opportunità (Qualità)

⁶ROIC = Return on Invested Capital

⁷WACC = Weighted Average Cost of Capital

⁸IC = Invested Capital, sommatoria dei valori contabili del Debito e dell'Equity



Le leve manageriali per Creare Valore

Se *Qualità* e *Quantità* rappresentano gli unici 'pillar' su cui ci si dovrebbe basare per Creare Valore, molteplici sono invece le leve a disposizione del management.

Il tema della *Qualità* può ad esempio essere affrontato attraverso:

- Un miglioramento della *Economical Efficiency*, ossia un incremento della redditività (Δ *ROIC* positivo) a parità di Capitale Investito in Azienda;
- Un miglioramento delle condizioni contrattuali/di mercato (Δ *WACC* negativo) attraverso cui l'azienda finanzia il Capitale Investito in Azienda.

Il tema della *Quantità* può invece essere affrontato attraverso:

- Una crescita del Capitale Investito in Azienda (Δ *Growth*), ossia quanto nuovo Capitale è stato allocato a parità di *Qualità* della performance;
- Un innalzamento della *Capital Efficiency*, ossia quanto nuovo capitale è stato allocato in presenza di un incremento (decremento) della *Qualità* della performance.

Dotarsi di solide metodologie e comprendere quali possano essere le leve agibili permette al management di Creare Valore in maniera sostenibile

La rappresentazione grafica in Fig. 14 illustra sinteticamente il contributo dato da ciascuna leva manageriale al differenziale di performance registrato dal comparto nel 2012.

L'analisi rafforza quanto emerso precedentemente: l'incremento della performance *EVA*® è principalmente spiegato dalle leve qualitative. Un miglioramento della *Economical Efficiency* contribuisce a circa il 69% del differenziale *EVA*®, mentre l'apporto dato dal miglioramento delle condizioni di finanziamento del capitale investito in azienda ne spiega un ulteriore 56%.

Negativo invece l'effetto delle leve quantitative: gli investimenti non sono stati sufficienti a mantenere il Capitale 2011: l'aver agito negativamente sul moltiplicatore Δ *Growth* in presenza di un *ROIC* superiore al *WACC* ha comportato un effetto negativo, pari cumulativamente al 25% del differenziale *EVA*®.

La rappresentazione grafica delle componenti della performance *EVA*® (Fig. 15) permette di osservare con maggiore dettaglio l'effetto che le leve manageriali hanno avuto nel 2012 sulle risultanze contabili (e non) delle società del comparto:

- Un incremento del *NOPAT* come conseguenza di una più alta *Efficiency*;
- Un decremento dei Costi del Capitale (Fisso e Circolante) come conseguenza di un minore *WACC* e, non secondario, di una diminuzione del Capitale stesso.

L'analisi ha infine voluto indagare le differenze strutturali esistenti tra i diversi segmenti, in parte confutando, in parte integrando con maggiori dettagli quanto emerso in precedenza.

Fig. 14 - Leve Manageriali Δ *EVA* 11-12

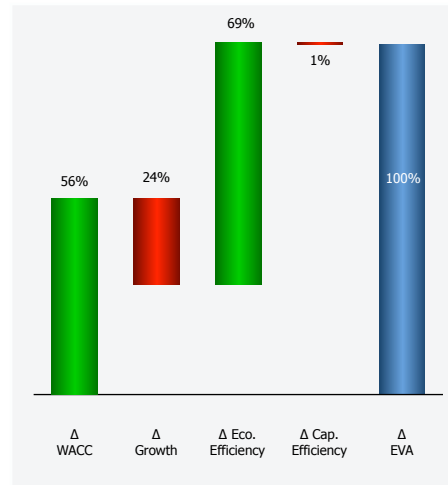
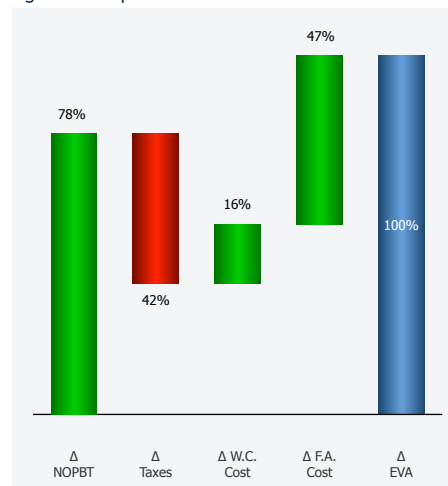


Fig. 15 - Componenti Δ *EVA* 11-12

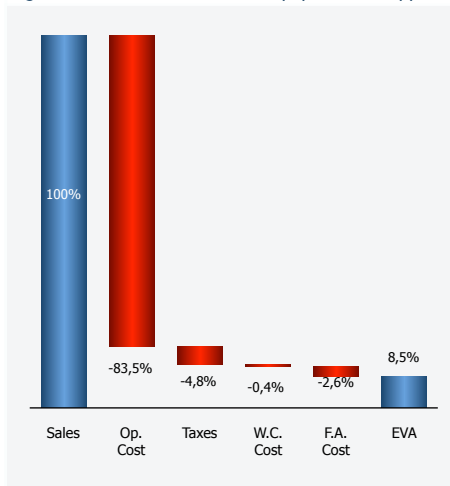


Segmento Medical Equipment & Supplies

L'analisi tradizionale aveva correttamente evidenziato un'elevata redditività per il segmento in esame (costi operativi solo 84% del fatturato consolidato), non sorprende quindi la positiva performance *EVA*[®] conseguita nel 2012 - *EVA/Sales* 8,5% - in incremento del 15% dallo scorso anno. Straordinaria invece se la si rapporta al Capitale Investito - *EVA/IC* pari a 18,7%: ciò in considerazione di una bassa incidenza del Capitale Investito sul fatturato - *Invested Capital/Sales* pari a 0,4, media dei due segmenti 0,6. Costo del capitale, infine, superiore al segmento *Pharmaceutical & Biotechnology*.

Tra le società del segmento segnaliamo:

Fig. 16 - Performance Medical Equipment & Supplies

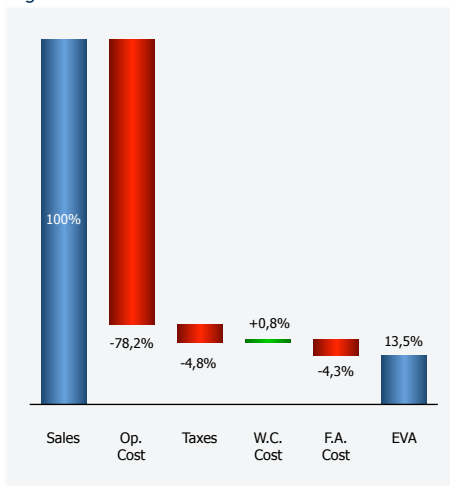


- DIASORIN: in leggero calo dall'esercizio precedente, la performance risulta comunque ottima sia se confrontata con il fatturato - *EVA/Sales* 17,1% - che con il Capitale Investito - *EVA/IC* pari a 35,6%.
- SORIN: in calo anche la sua performance che, seppure positiva, risulta scarsa e inferiore ai valori medi di segmento - *EVA/Sales* 2,7% e *EVA/IC* pari a 4,8%. Esclusa l'incidenza del capitale e il relativo costo come possibile causa, la scarsa performance è dovuta alla scarsa redditività (la minore del segmento).
- AMPLIFON: performance in incremento e straordinaria - *EVA/IC* 4,8%, *Invested Capital/Sales* pari a 0,2.

Segmento Pharmaceuticals & Biotechnology

La maggiore redditività evidenziata per il segmento rispetto ai valori medi di settore trova conferma anche nell'analisi qui riportata: i costi operativi sono infatti solo il 78% del fatturato consolidato. Ciò si traduce in una performance *EVA*[®] straordinariamente positiva ed in

Fig. 17 - Performance Pharmaceuticals & Biotech.



incremento rispetto l'esercizio 2011 - *EVA/Sales* 13,5%, *EVA/IC* pari a 22,0%.

L'incidenza del Capitale Investito, seppure mediamente più alta rispetto al segmento *Medical Equipment & Supplies*, risulta comunque bassa - *Invested Capital/Sales* pari a 0,6; per quanto riguarda infine il relativo Costo, risulta inferiore ai valori registrati dall'altro segmento. Tra le società del segmento segnaliamo:

- RECORDATI: performance in incremento e straordinariamente positiva per la società farmaceutica - *EVA/IC* 13,6%, e *EVA/IC* pari a 28,0%. Beneficia di un basso costo del capitale e di una bassa incidenza del Capitale - *Invested Capital/Sales* pari a 0,5.



Campioni e Falling Angels

In quanto le performance delle singole società possono non corrispondere in modo puntuale con quelle del segmento di appartenenza, la tabella presentata in Fig. 20 vuole quindi offrire validi spunti per una categorizzazione sistemica delle società costituenti il paniere analizzato, attraverso una lettura 'semplificata' delle loro performance (*EVA*, ΔEVA e $\Delta Sales$):

- **Champion:** performance ineccepibile ed in crescita, sia adottando un'ottica *EVA*[®], sia in termini di crescita del fatturato;
- **Focusing:** rallentamento della crescita a favore di una mirata e maggiore Creazione di Valore;
- **Falling Angel:** società un tempo campioni, la loro performance è ora decrescente ed è pertanto necessario interrogarsi nuovamente sulla validità della *Value Proposition*;
- **Need for Rebirth:** società in declino o in crisi, si assiste ad una completa e generalizzata distruzione di Valore;
- **What after Growth?:** società orientate alla sola crescita, si rende necessario verificare/ridefinire gli obiettivi;
- **On the right path:** società i cui obiettivi sono stati definiti in modo corretto e con performance in miglioramento, tuttavia non ancora 'campioni';
- **Restructuring:** società attualmente orientata alla 'rinascita';
- **Need for control:** società caratterizzata da una possibile flessione momentanea.

Il Valore Creato è il parametro più direttamente correlato al Valore che il Mercato dei Capitali riconosce all'impresa

Valore Creato e Apprezzamento di Mercato

I Mercati dei Capitali assolvono all'importante ruolo di valorizzare quotidianamente ed in modo dinamico il Valore Creato dall'impresa.

Attraverso l'analisi dei corsi azionari è possibile misurare il differenziale tra il valore riconosciuto dal Mercato al Capitale Investito in Azienda (*EV*¹⁰) e il relativo valore contabile (*IC*¹¹). Tale valore riflette un maggior apprezzamento della società rispetto a quanto effettivamente investito nell'impresa. Il grafico in Fig. 19 mostra come l'apprezzamento (*MVA*¹²) è, salvo imperfezioni, positivamente correlato al Valore della performance *EVA*[®].

Fig. 18 - MVA e Valore Creato 11-12

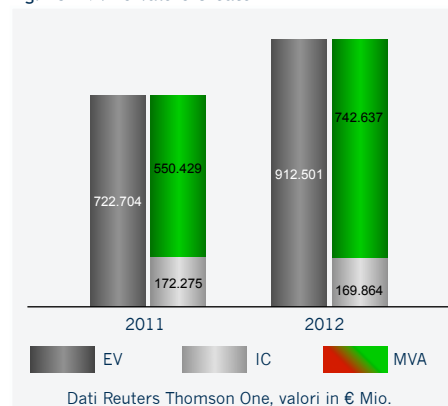
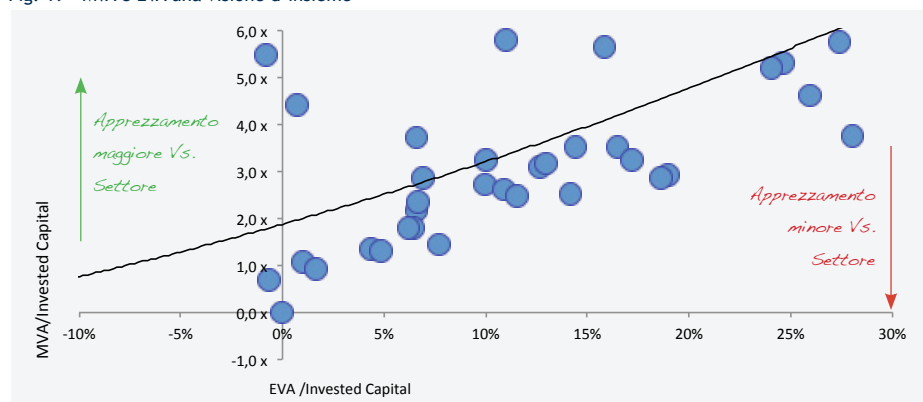


Fig. 19 - MVA e EVA una visione d'insieme



¹⁰EV = Enterprise Value, sommatoria della Capitalizzazione di Borsa e della Posizione Finanziaria Netta

¹¹IC = Invested Capital, sommatoria dei valori contabili del Debito e dell'Equity

¹²MVA = Market Value Added

Fig. 20 - Performance storica: una prima categorizzazione

	Company	Performance EVA / SALES	Performance Analysis			Status
			EVA (+/-)	Δ EVA (+/-)	Δ SALES (+/-)	
ME&S	ESSILOR INTERNATIONAL S.A.	9,42%	😊	😊	😊	Champion
	FRESENIUS SE & Co. KGaA	7,91%	😊	😊	😊	Champion
	COLOPLAST A/S	18,77%	😊	😊	😊	Champion
	SMITH & NEPHEW PLC	10,00%	😊	😞	😊	Need for control
	GETINGE AB	9,64%	😊	😊	😊	Champion
	SONOVA LTD	13,02%	😊	😊	😊	Champion
	WILLIAM DEMANT A/S	11,97%	😊	😞	😊	Need for control
	BIOMERIEUX S.A.	3,92%	😊	😞	😊	Need for control
	GN STORE NORD A/S	4,96%	😊	😊	😊	Champion
	CARL ZEISS MEDITEC AG	5,50%	😊	😞	😊	Need for control
	STRAUMANN LTD	4,08%	😊	😞	😞	Falling angel
	DIASORIN S.p.A.	17,06%	😊	😞	😞	Falling angel
	SARTORIUS STEDIM BIOTECH S.A.	7,82%	😊	😊	😊	Champion
	GERRESHEIMER AG	4,97%	😊	😊	😊	Champion
	NOBEL BIOCARE LTD	7,66%	😊	😊	😊	Champion
	SORIN S.p.A.	2,86%	😊	😞	😞	Falling angel
	AMPLIFON S.p.A.	5,52%	😊	😊	😊	Champion
TECAN GROUP LTD	8,22%	😊	😞	😊	Need for control	
SYNERGY HEALTH PLC	5,07%	😊	😊	😊	Champion	
PH&BT	NOVARTIS INC	10,88%	😊	😊	😊	Champion
	ROCHE LTD	23,55%	😊	😊	😊	Champion
	SANOFI S.A.	10,17%	😊	😊	😊	Champion
	GLAXOSMITHKLINE PLC	16,08%	😊	😞	😞	Falling angel
	BAYER AG	6,09%	😊	😊	😊	Champion
	NOVO NORDISK A/S	26,88%	😊	😊	😊	Champion
	ASTRAZENECA PLC	22,57%	😊	😞	😞	Falling angel
	MERCK KGaA	6,71%	😊	😊	😊	Champion
	SHIRE PLC	14,23%	😊	😞	😊	Need for control
	UCB S.A.	-0,40%	😞	😞	😊	What after growth?
	GRIFOLS S.A.	9,59%	😊	😊	😊	Champion
	ACTELION LTD	18,22%	😊	😊	😞	Focusing
	QIAGEN N.V.	7,14%	😊	😊	😊	Champion
	LONZA GROUP LTD	-0,59%	😞	😊	😊	On the right path
	H. LUNDBECK A/S	3,91%	😊	😞	😞	Falling angel
	MEDA AB	5,41%	😊	😞	😊	Need for control
	ORION OYJ	18,26%	😊	😞	😊	Need for control
	IPSEN S.A.	7,24%	😊	😊	😊	Champion
	HIKMA PHARMACEUTICALS PLC	5,85%	😊	😊	😊	Champion
	STADA ARZNEIMITTEL AG	1,47%	😊	😊	😊	Champion
	RECORDATI S.p.A.	13,60%	😊	😊	😊	Champion
	ALMIRALL S.A.	4,30%	😊	😊	😊	Champion
	BTG PLC	0,65%	😊	😞	😊	Need for control
	ALGETA ASA	32,27%	😊	😊	😊	Champion
	GENMAB A/S	-23,40%	😞	😊	😊	On the right path
	SWEDISH ORPHAN BIOVITRUM AB	-24,89%	😞	😞	😊	What after growth?
	ABCAM PLC	24,81%	😊	😊	😊	Champion
MORPHOSYS AG	17,45%	😊	😊	😞	Focusing	
BOIRON S.A.	5,77%	😊	😊	😊	Champion	
BIOTEST AG	0,93%	😊	😞	😊	Need for control	
STALLERGENES S.A.	14,16%	😊	😊	😊	Champion	

¹³Legenda alla tabella in Fig. 20

😊😊😊 Champion
 😞😊😊 Falling Angel
 😞😊😊 On the right Path
 😞😊😊 Need for Control

😊😊😞 Focusing
 😞😊😊 Need for Rebirth
 😞😊😊 Restructuring
 😞😊😊 What after growth?



Performance Storica: ottica People-Based

La creazione di Valore si può misurare anche considerando un 'Capitale' le Risorse Umane dell'impresa. Ciò significa identificare 'nuove' leve agibili per incrementare il Valore della Società e valorizzare le Risorse interne in una logica di costo-opportunità

Una delle principali caratteristiche della metodologia EVA® è quella di offrire modalità di lettura alternative delle performance gestionali conseguite dalle imprese e di associare il Valore Creato alle determinanti che hanno concorso a generarlo.

È così che, operando una semplice scomposizione algebrica della formulazione 'tradizionale' di questa metrica¹⁴, è possibile determinare un **EVA® People-Based** calcolato rivelando la differenza tra Produttività delle Risorse Umane e il loro Costo medio (*Qualità*) e moltiplicando questo *spread* per il numero totale delle Risorse interne (*Quantità*).

In altre parole, si può determinare il Profitto Economico utilizzando il denominatore delle 'Persone', invece che del 'Capitale' e identificare così da un'ottica *People-Driven* le diverse (e forse più importanti!) leve agibili per incrementare il Valore della Società.

La performance di Valore da un punto di vista People-Driven

Così come una Società, per generare Valore, ha bisogno che il Capitale impiegato nella stessa sia:

- Reddizioso;
- Adeguatamente remunerato per il suo Costo-Opportunità;
- Impiegato in progetti ed attività economicamente profittevoli.

da una prospettiva *People-Driven*, per creare Valore è necessario che le Risorse Interne siano:

- Produttive;
- Adeguatamente remunerate per il lavoro che svolgono;
- Correttamente dimensionate all'interno della Struttura.

Le Persone rappresentano, infatti, un 'Capitale' di competenze e specificità che, come tale, deve essere reso quanto più profittevole e al servizio della capacità di creazione di Valore dell'impresa, anch'esso secondo una logica di Costo-opportunità.

L'analisi del comparto Healthcare & Pharma

La rappresentazione grafica in Fig. 21 mostra come tale analisi potrebbe risultare utile per entrambi i segmenti, caratterizzati infatti da una alta incidenza del costo del personale.

La tabella presentata in Fig. 22 offre invece una visione dettagliata delle determinanti della performance *People-Driven* per ciascuna società del campione analizzato; le stesse sono poi messe in relazione con il segmento di appartenenza (colonne 4 e 6). Come si può vedere, non solo la produttività delle risorse, ma anche il loro costo varia sensibilmente da segmento a segmento, e tra società e società.

Fig. 21 - Composizione percentuale costi operativi

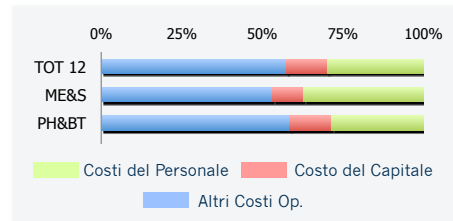


Fig. 22 - Performance storica: ottica People-Based

	Company	Employee	Productivity		Cost		EVA
ME&S	ESSILOR INTERNATIONAL S.A.	50.668	40	0,7 x	31	0,7 x	9
	FRESENIUS SE & Co. KGaA	169.324	49	0,9 x	40	0,9 x	9
	COLOPLAST A/S	7.875	84	1,5 x	49	1,1 x	35
	SMITH & NEPHEW PLC	10.477	110	2,0 x	80	1,9 x	31
	GETINGE AB	14.919	77	1,4 x	58	1,4 x	18
	SONOVA LTD	8.952	80	1,5 x	58	1,4 x	21
	WILLIAM DEMANT A/S	8.025	70	1,3 x	53	1,2 x	17
	BIOMERIEUX S.A.	7.285	n.a.		n.a.		n.a.
	GN STORE NORD A/S	4.750	68	1,2 x	59	1,4 x	9
	CARL ZEISS MEDITEC AG	2.460	105	1,9 x	86	2,0 x	19
	STRAUMANN LTD	2.517	111	2,0 x	102	2,4 x	9
	DIASORIN S.p.A.	1.553	116	2,1 x	68	1,6 x	48
	SARTORIUS STEDIM BIOTECH S.A.	2.986	70	1,3 x	55	1,3 x	14
	GERRESHEIMER AG	10.952	40	0,7 x	35	0,8 x	6
	NOBEL BIOCARE LTD	2.496	105	1,9 x	87	2,0 x	18
	SORIN S.p.A.	3.727	82	1,5 x	76	1,8 x	6
	AMPLIFON S.p.A.	5.253	58	1,1 x	49	1,1 x	9
TECAN GROUP LTD	1.107	128	2,3 x	104	2,4 x	24	
SYNERGY HEALTH PLC	5.200	36	0,7 x	32	0,7 x	4	
			55		43		12
PH&BT	NOVARTIS INC	127.724	127	1,0 x	89	1,0 x	37
	ROCHE LTD	82.089	222	1,7 x	114	1,3 x	108
	SANOFI S.A.	111.974	109	0,8 x	77	0,9 x	32
	GLAXOSMITHKLINE PLC	99.488	137	1,0 x	85	1,0 x	53
	BAYER AG	110.500	105	0,8 x	83	1,0 x	22
	NOVO NORDISK A/S	34.286	166	1,3 x	84	1,0 x	82
	ASTRAZENECA PLC	51.700	183	1,4 x	88	1,0 x	95
	MERCK KGaA	38.847	111	0,8 x	92	1,1 x	19
	SHIRE PLC	5.367	n.a.		n.a.		n.a.
	UCB S.A.	9.048	98	0,7 x	100	1,2 x	-1
	GRIFOLS S.A.	11.418	80	0,6 x	58	0,7 x	22
	ACTELION LTD	2.433	n.a.		n.a.		n.a.
	QIAGEN N.V.	3.999	86	0,7 x	69	0,8 x	17
	LONZA GROUP LTD	10.789	84	0,6 x	85	1,0 x	-2
	H. LUNDBECK A/S	5.541	122	0,9 x	108	1,3 x	14
	MEDA AB	2.900	101	0,8 x	73	0,8 x	28
	ORION OYJ	3.486	112	0,8 x	61	0,7 x	51
	IPSEN S.A.	4.835	105	0,8 x	86	1,0 x	19
	HIKMA PHARMACEUTICALS PLC	6.649	42	0,3 x	34	0,4 x	8
	STADA ARZNEIMITTEL AG	7.814	41	0,3 x	37	0,4 x	3
	RECORDATI S.p.A.	3.369	94	0,7 x	61	0,7 x	33
	ALMIRALL S.A.	2.871	92	0,7 x	78	0,9 x	13
	BTG PLC	569	107	0,8 x	103	1,2 x	3
	ALGETA ASA	105	469	3,5 x	206	2,4 x	263
	GENMAB A/S	179	35	0,3 x	120	1,4 x	-85
	SWEDISH ORPHAN BIOVITRUM AB	514	-29	-0,2 x	80	0,9 x	-109
	ABCAM PLC	405	129	1,0 x	55	0,6 x	74
MORPHOSYS AG	421	111	0,8 x	79	0,9 x	32	
BOIRON S.A.	3.924	42	0,3 x	34	0,4 x	8	
BIOTEST AG	1.727	70	0,5 x	67	0,8 x	2	
STALLERGENES S.A.	1.057	116	0,9 x	84	1,0 x	32	
			133		85		47

Dati Reuters Thomson One, valori in € /000



La sfida lanciata dal Mercato: sostenere la performance nel tempo

Obiettivo dell'impresa è quello di creare Valore, ma ciò deve avvenire in maniera sostenibile nel tempo.

Creare valore e ricchezza attraverso un incremento di 'Qualità' o 'Quantità' è certamente uno degli aspetti focali del 'fare impresa', ma una questione non certo secondaria è garantirne la sua Sostenibilità nel tempo.

Per questo motivo analizzare le performance correnti è certamente un ottimo punto di partenza, ma di fondamentale importanza è altresì comprendere quali siano le aspettative del mercato riguardo alle performance prospettiche dell'azienda:

- E' plausibile che una performance EVA® positiva sia ripetibile anche in futuro? -
- Il Mercato valuta possibile un'inversione di tendenza per performance EVA® negative? -

Il Mercato e le aspettative implicite nei corsi azionari

Il Mercato dei Capitali ha l'importante ruolo di valorizzare sinteticamente, nella quotazione di ogni giorno, le aspettative di una moltitudine di operatori ed investitori riguardo le performance future delle società oggetto di negoziazione. L'analisi dei corsi azionari offre pertanto valide indicazioni a supporto del management riguardo alla sostenibilità della performance corrente.

Oltre che come misura del Valore Creato, l'apprezzamento mostrato dal mercato nei confronti della società (*Market Value Added*) può infatti essere immaginato anche come una semplice sommatoria delle performance EVA® future attese dal Mercato. Immaginiamo di scomporlo in due componenti distinte:

EVA® Perpetuity:

E' la parte di MVA spiegato dall'ipotizzare costante nel tempo l'ultima performance consuntivata (2012). Tale componente, sommata al valore del Capitale Investito, può essere efficacemente utilizzata come proxy del valore corrente di impresa (COV¹⁵).

Future Growth Value:

Calcolato per differenza, è la parte di MVA che esprime il valore degli miglioramenti/ peggioramenti di performance attesi dal mercato, rispetto agli ultimi risultati conseguiti.

Fig. 23 - Capitalizzazione di settore, Gen10-Giu13

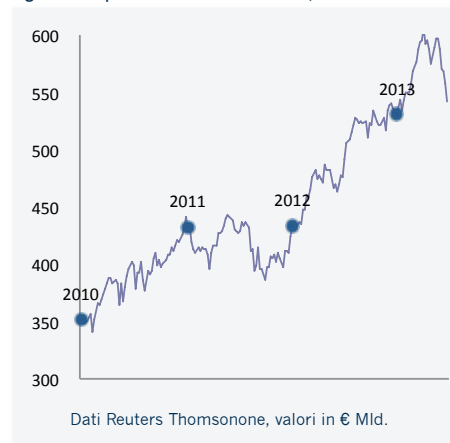
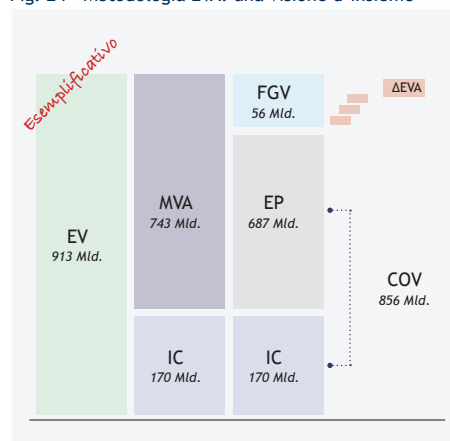


Fig. 24 - Metodologia EVA: una visione d'insieme¹⁴



¹⁵COV = Current Operation Value

¹⁶Rielaborazioni AVA su dati Reuters Thomson One, dati di mercato a giugno 2013

Il valore positivo del *FGV* a giugno 2013, implicava un atteso miglioramento dell'attuale performance *EVA*® aggregata (valore medio *FGV/IC* pari a 0,3x). Ciò risulta particolarmente valido per il segmento *Medical Equipment & Supplies* (*FGV* positivo, *FGV/IC* 1,4x), mentre in misura minore per il segmento *Pharmaceutical & Biotechnology* (*FGV* positivo, *FGV/IC* 0,2x).

Per quanto concerne le singole società, generalmente si è soliti associare a performance scadenti aspettative ottimistiche. Viceversa a performance positive, aspettative pessimistiche. Tuttavia il campione analizzato indica come il mercato abbia aspettative ottimistiche per quasi la totalità società, tranne poche (5) la cui straordinaria performance positiva è giudicata non sostenibile nel lungo periodo.

Al fine di cogliere in maniera pragmatica e più puntuale l'entità dei *FGV* associati alle singole società analizzate, la tabella proposta in Fig. 25 riporta i prezzi delle quotazioni correnti, nonché la valorizzazione delle seguenti grandezze:

- **BV:** la componente di prezzo spiegata dal *Tangible Book Value*;
- **MVA:** la componente di prezzo spiegata dal *Market Value Added*.

In maniera speculare, sono poi riportati:

- **BV+EP:** la componente di prezzo spiegata dalla sommatoria tra *Tangible Book Value* e l'ultima performance *EVA*® ipotizzata costante nel tempo (*EVA*® Perpetuity);
- **FGV:** la componente di prezzo spiegata dalle Attese del Mercato riguardo a futuri miglioramenti/peggioramenti dell'ultima performance consuntivata (*Future Growth Value*).

La lettura della tabella è di facile comprensione e permettere di rispondere a:

- Che cosa muove il prezzo dell'azione? Le performance acquisite o quelle prospettiche? -

ROIC impliciti e sostenibilità del Goodwill

Ad aspettative di Valore positive ($FGV > 0$), il Mercato associa miglioramenti della performance corrente: possano questi essere raggiunti attraverso leve *Quantitative* (crescita) o *Qualitative* (efficienza). Viceversa, nel caso di aspettative negative.

Riconducendo tali aspettative unicamente alla seconda componente (*Qualità*) ed operando un semplice esercizio algebrico, è stato possibile calcolare un *ROIC adjusted_Performance Attesa* che ingloba le aspettative implicite nelle attuali quotazioni di mercato.

Per quasi la totalità delle Società analizzate, tale valore è risultato superiore al rendimento ottenuto nel corso dell'ultimo esercizio, sintomatico quindi di un Mercato ottimista, le cui attese sono di un miglioramento delle condizioni economiche e di una rapida ripresa. Nel campione analizzato, fanno tuttavia eccezione alcune Società la cui performance eccezionalmente positiva nel 2012 è attualmente giudicata non sostenibile dal mercato.

La sostenibilità della performance è infine strettamente collegata al tema degli *intangibile*: il *goodwill* iscritto a bilancio recepisce infatti delle aspettative di performance incrementale che, qualora non siano state o non vengano conseguite, comportano uno *write-off* di tali poste.

Sempre nell'ipotesi limite di utilizzare solo il driver della '*Qualità*' piuttosto che della '*Quantità*', l'impiego di un *ROIC adjusted_Performance Minima* capace di riflettere il rendimento minimo da conseguire affinché il valore del *goodwill* iscritto a bilancio sia congruo, permette di comprendere quale sia il giudizio degli operatori di mercato riguardo alla sua sostenibilità.

Il *ROIC*, così ottenuto, quando superiore a quello espresso dalla aspettative del mercato potrebbe essere infatti sintomatico di un giudizio troppo ottimistico delle 'aspettative' iscritte a bilancio. La tabella in Fig. 25 indica accanto ad ogni società un giudizio sintetico sulla sostenibilità del *goodwill* (▲ / ▼) e vuole quindi offrire validi spunti di discussione all'interno del *Board* affinché si dia avvio ad un processo di *impairment* qualora negativo.

Il mercato aiuta a comprendere se la performance sia innanzitutto ripetibile e altresì se sia corretto o meno procedere ad un impairment del goodwill



Fig. 25 - Corsi azionari, aspettative e sostenibilità della performance¹⁷

Company	Price	Mkt. Appreciation (price)		Mkt. Expectation (price)		ROIC		Goodwill	
	28 Jun.	BV	MVA	BV+EP	FGV	2012	Expect.	2012	Grade
ME&S									
ESSILOR INTERNATIONAL S.A.	€ 82,65	€ 7,35	€ 75,30	€ 37,78	€ 44,87	30,2%	64,0%	2.087	▲▲▲
FRESENIUS SE & Co. KGaA	€ 93,97	-€ 40,03	€ 134,00	€ 88,17	€ 5,80	25,7%	26,5%	15.114	▲
COLOPLAST A/S	€ 43,60	€ 3,22	€ 40,38	€ 19,86	€ 23,74	59,9%	134,6%	103	▲▲▲
SMITH & NEPHEW PLC	€ 8,62	€ 2,27	€ 6,35	€ 7,62	€ 1,00	20,8%	23,4%	899	▲▲
GETINGE AB	€ 23,44	-€ 0,92	€ 24,36	€ 20,48	€ 2,96	21,9%	24,1%	1.987	▲▲
SONOVA LTD	€ 81,39	€ 8,00	€ 73,39	€ 47,27	€ 34,12	55,0%	96,5%	784	▲▲▲
WILLIAM DEMANT A/S	€ 63,02	€ 3,53	€ 59,49	€ 47,93	€ 15,10	31,7%	40,7%	344	▲▲▲
BIOMERIEUX S.A.	€ 73,61	€ 22,31	€ 51,30	€ 44,96	€ 28,65	13,5%	21,8%	313	▲
GN STORE NORD A/S	€ 14,61	€ 2,00	€ 12,62	€ 4,43	€ 10,18	20,9%	66,8%	397	▲▲▲
CARL ZEISS MEDITEC AG	€ 25,50	€ 6,57	€ 18,93	€ 14,87	€ 10,63	17,0%	29,9%	122	▲▲
STRAUMANN LTD	€ 113,26	€ 30,10	€ 83,16	€ 51,83	€ 61,43	13,4%	32,1%	52	▲▲
DIASORIN S.p.A.	€ 31,12	€ 5,36	€ 25,76	€ 22,94	€ 8,18	43,1%	59,6%	68	▲▲▲
SARTORIUS STEDIM BIOTECH S.A.	€ 98,45	€ 8,96	€ 89,49	€ 43,65	€ 54,80	23,0%	48,0%	280	▲▲
GERRESHEIMER AG	€ 45,41	€ 3,44	€ 41,97	€ 41,51	€ 3,90	16,6%	17,8%	428	▲
NOBEL BIOACARE LTD	€ 9,28	€ 1,29	€ 8,00	€ 5,19	€ 4,09	50,3%	93,3%	166	▲▲▲
SORIN S.p.A.	€ 1,97	€ 0,77	€ 1,20	€ 1,37	€ 0,60	12,1%	17,0%	193	▲
AMPLIFON S.p.A.	€ 3,84	-€ 0,55	€ 4,39	€ 1,92	€ 1,93	35,9%	57,4%	552	▲▲
TECAN GROUP LTD	€ 70,53	€ 19,99	€ 50,54	€ 54,11	€ 16,42	30,8%	42,4%	22	▲▲▲
SYNERGY HEALTH PLC	€ 13,09	€ 2,40	€ 10,68	€ 8,05	€ 5,03	12,7%	18,2%	265	▲
PH&BT									
NOVARTIS INC	€ 54,03	€ 10,66	€ 43,37	€ 40,64	€ 13,40	18,5%	24,2%	23.598	▲▲
ROCHE LTD	€ 191,08	€ 8,27	€ 182,81	€ 210,40	-€ 19,32	63,3%	57,9%	6.198	▲▲▲
SANOFI S.A.	€ 80,01	€ 14,47	€ 65,54	€ 67,84	€ 12,17	18,0%	21,0%	38.073	▲
GLAXOSMITHKLINE PLC	€ 19,28	€ 0,36	€ 18,91	€ 24,29	-€ 5,01	30,4%	25,0%	5.374	▲▲
BAYER AG	€ 82,19	€ 11,09	€ 71,10	€ 59,86	€ 22,33	20,4%	27,0%	9.293	▲▲
NOVO NORDISK A/S	€ 122,27	€ 9,90	€ 112,36	€ 105,12	€ 17,15	92,2%	107,9%	n.a.	
ASTRAZENECA PLC	€ 36,86	€ 8,38	€ 28,48	€ 78,80	-€ 41,94	46,3%	22,0%	7.505	▲▲
MERCK KGaA	€ 119,85	€ 26,03	€ 93,82	€ 74,98	€ 44,87	17,0%	26,1%	4.696	▲▲
SHIRE PLC	€ 24,45	€ 4,34	€ 20,12	€ 19,60	€ 4,85	30,7%	38,5%	489	▲▲▲
UCB S.A.	€ 41,88	-€ 2,86	€ 44,74	-€ 3,87	€ 45,76	5,7%	42,3%	4.823	▲▲
GRIFOLS S.A.	€ 28,40	€ 0,03	€ 28,37	€ 14,36	€ 14,04	19,1%	29,8%	1.870	▲
ACTELION LTD	€ 45,97	€ 9,44	€ 36,53	€ 36,78	€ 9,19	64,9%	84,2%	62	▲▲▲
QIAGEN N.V.	€ 15,02	€ 3,02	€ 12,00	€ 7,29	€ 7,73	13,7%	26,2%	1.334	▲
LONZA GROUP LTD	€ 58,57	€ 19,70	€ 38,88	€ 14,67	€ 43,90	6,6%	12,2%	952	▲
H. LUNDBECK A/S	€ 13,88	€ 6,41	€ 7,47	€ 12,30	€ 1,57	14,5%	16,5%	512	▲
MEDA AB	€ 8,73	€ 0,52	€ 8,21	€ 5,45	€ 3,28	9,9%	12,8%	1.610	▲
ORION OYJ	€ 18,19	€ 3,52	€ 14,67	€ 27,16	-€ 8,97	41,9%	28,1%	14	▲▲
IPSEN S.A.	€ 28,30	€ 7,44	€ 20,86	€ 23,67	€ 4,63	23,9%	28,8%	298	▲▲
HIKMA PHARMACEUTICALS PLC	€ 11,06	€ 2,17	€ 8,90	€ 5,43	€ 5,64	14,5%	26,1%	202	▲
STADA ARZNEIMITTEL AG	€ 33,20	€ 7,48	€ 25,72	€ 13,40	€ 19,80	9,3%	14,9%	456	▲
RECORDATI S.p.A.	€ 8,42	€ 1,19	€ 7,23	€ 12,39	-€ 3,98	32,8%	22,9%	413	▲▲
ALMIRALL S.A.	€ 9,96	€ 3,78	€ 6,18	€ 6,94	€ 3,02	13,5%	19,7%	270	▲
BTG PLC	€ 4,30	€ 1,22	€ 3,08	€ 1,29	€ 3,01	7,6%	37,3%	70	▲▲
ALGETA ASA	€ 29,35	€ 2,49	€ 26,86	€ 11,82	€ 17,53	53,8%	142,1%	n.a.	
GENMAB A/S	€ 24,88	€ 3,93	€ 20,95	-€ 0,44	€ 25,33	n.a.	n.a.	n.a.	
SWEDISH ORPHAN BIOVITRUM AB	€ 4,53	€ 1,42	€ 3,11	-€ 1,69	€ 6,23	-10,5%	24,0%	187	▲
ABCAM PLC	€ 5,17	€ 0,41	€ 4,76	€ 2,50	€ 2,67	59,0%	125,0%	102	▲▲▲
MORPHOSYS AG	€ 43,46	€ 8,45	€ 35,01	€ 17,07	€ 26,39	24,8%	80,1%	7	▲▲▲
BOIRON S.A.	€ 39,60	€ 13,70	€ 25,90	€ 38,62	€ 0,98	25,4%	26,1%	88	▲▲
BIOTEST AG	€ 58,06	€ 25,72	€ 32,34	€ 30,19	€ 27,87	7,9%	14,4%	30	▲
STALLERGENES S.A.	€ 54,00	€ 11,49	€ 42,51	€ 48,43	€ 5,57	58,9%	66,8%	33	▲▲▲

Dati Reuters Thomson One, valori in € Mio.

¹⁷Rielaborazioni AVA su dati Reuters Thomson One, dati di mercato a giugno 2013

Fig. 26 - FGV e EVA una visione d'insieme

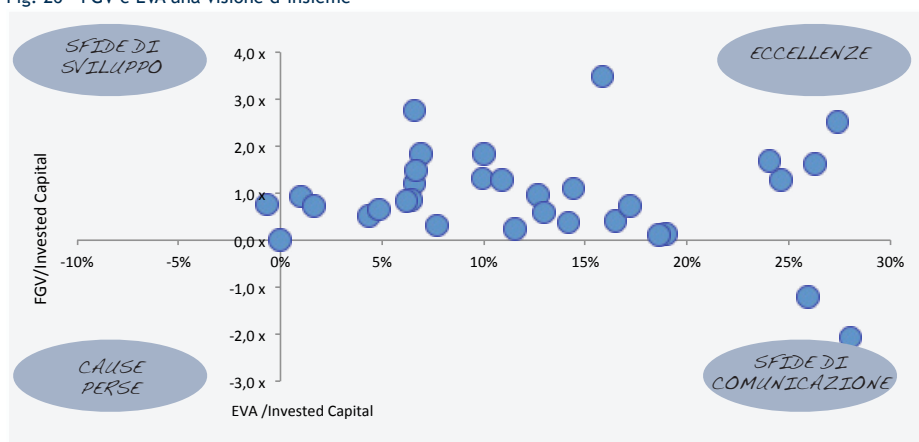











Fig. 27 - Top Performers

<i>Sfide di comunicazione</i>	EVA/IC	FGV/IC
 AstraZeneca	41%	-4,4 x
 Roche	57%	-0,9 x
 ORION	37%	-2,6 x
<i>Sfide di Sviluppo</i>	EVA/IC	FGV/IC
 ucb Pharma	-1%	5,6 x
 sobi SWEDISH ORPHAN BIOVITRUM	-17%	5,1 x
 Lonza	-1%	0,8 x
<i>Eccellenze</i>	EVA/IC	FGV/IC
 ALGETA	47%	13,1 x
 Coloplast	52%	9,8 x
 novo nordisk	87%	2,9 x

Il mercato e le sue sfide

Analizzare le aspettative implicite nei prezzi di Mercato è di fondamentale importanza al fine di comprendere se la strategia perseguita dalle imprese sia apprezzata dal mercato e/o appropriata nel dare risposta a quanto atteso. Immaginando quindi di formare una matrice con i due assi cartesiani (*EVA/IC* e *FGV/IC*) è possibile identificare 4 differenti *cluster*, caratterizzati da performance attese e livelli di sfida differenti (Fig. 26).

Sfide di Comunicazione:

Società cui sono associate performance buone o ottime e valori *FGV* negativi. Il mercato è pessimista e reputa non sostenibile la performance corrente.

Sfide di Sviluppo:

Società cui sono associate performance negative o scadenti e valori *FGV* positivi. Il mercato è ottimista e reputa possibile un'inversione di tendenza.

Cause Perse:

Società con performance negative, cui il mercato non associa miglioramenti futuri. Nessuna società presenta valori così estremi da poter esser giudicata tale.

Eccellenze:

Società con performance buone o ottime e dai miglioramenti attesi, rappresentano dei 'gioiellini' di settore. Il mercato reputa sostenibile l'ottima performance conseguita, in quanto la società è in uno stadio di forte sviluppo iniziale o perché mantiene una leadership consolidata e difficilmente attaccabile.

La lettura dei corsi azionari aiuta il management a comprendere quali sfide il mercato stia lanciando, ma soprattutto a valorizzare il relativo livello di challenge



Glossario

ECONOMIC VALUE ADDED o ECONOMIC PROFIT (EVA® o EP)

L'EVA® è un Reddito residuale, ovvero ciò che rimane dai Ricavi dell'impresa dopo aver dedotto il Costo di tutti i fattori funzionali alla produzione dei Ricavi stessi, incluso il Costo opportunità del Capitale investito nell'impresa dagli azionisti.

Secondo questo modello, equivalente al DCF, il Valore d'impresa è pari al valore del Capitale presente in azienda al momento della valutazione, più il valore attuale degli EVA® che la gestione saprà generare in futuro (MVA).

E' il parametro più correlato al valore che il Mercato dei Capitali riconosce all'impresa poiché ad incrementi della performance EVA®, il Mercato risponde con un maggior valore di MVA.

Tale modello, dunque, prevede che il Valore d'impresa sia funzione dei risultati gestionali futuri espressi in termini di EVA® e maggiori sono tali risultati attesi, maggiore sarà il Valore della Società.

MARKET VALUE ADDED (MVA)

È il maggior valore che, ad una certa data, gli azionisti di un'impresa possiedono rispetto a quanto originariamente investito.

E' calcolato come differenza tra il Valore d'impresa (*Enterprise Value*) e il Capitale investito nella Società (Debito + Equity), inclusivo di eventuali *Goodwill*. Il MVA si può ulteriormente scomporre in Valore delle performance Future (FGV) e Valore della performance Corrente.

FUTURE GROWTH VALUE (FGV)

E' il Valore attuale dei miglioramenti o peggioramenti di *Profitto Economico/EVA®* attesi rispetto alla performance corrente dell'impresa.

VALORE DELLA PERFORMANCE CORRENTE

Valore attuale di un flusso perpetuo di *Profitto Economico/EVA®* ipotizzato costante.

WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL (WACC)

È il Costo medio ponderato di tutto il Capitale investito nell'attività d'impresa, proprio e di debito. E' anche definito 'Costo-opportunità' poiché corrisponde al ritorno che gli investitori si aspetterebbero di realizzare da investimenti alternativi di pari livello di rischio.

E' una media ponderata del Costo del Capitale di Debito e del Costo del Capitale Proprio, con fattori di ponderazione pari ai pesi che Debito e Capitale Proprio assumono sul valore che emerge dalla loro somma.

RETURN ON INVESTED CAPITAL (ROIC)

È l'indicatore che esprime la redditività del Capitale raccolto sul mercato finanziario (presso azionisti e intermediari) e investito nell'attività dell'impresa.

E' calcolato come: $Nopat / Capitale Investito Tangibile$.

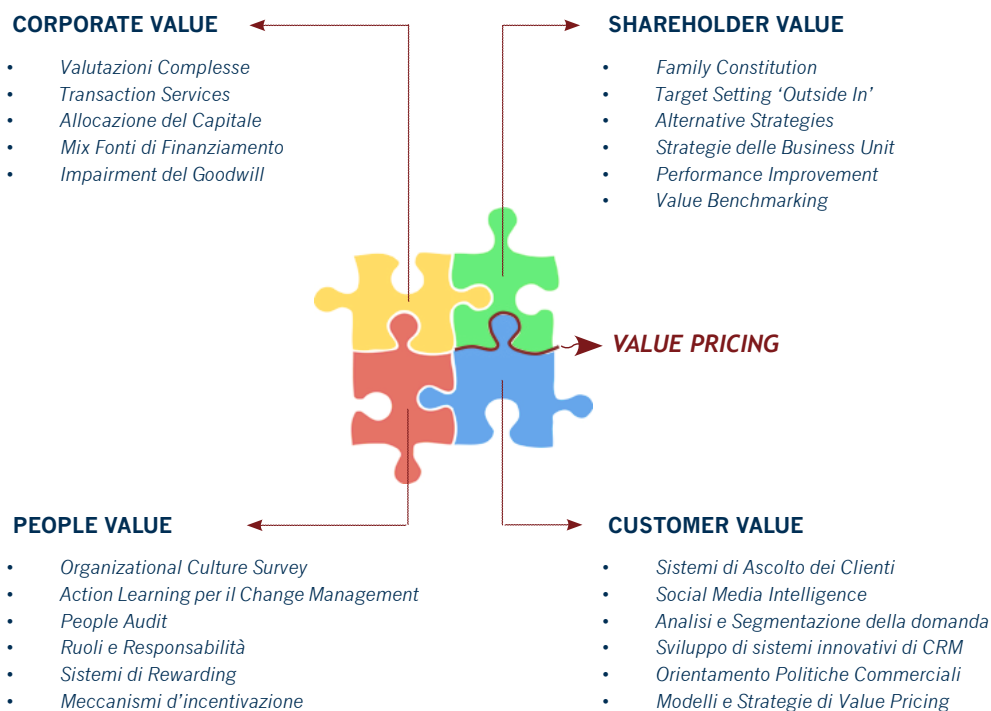
Active Value Advisors è una società di consulenza direzionale indipendente che si propone come partner per quelle imprese che necessitano di rafforzare il proprio Sistema di Governo e per quelle aziende che vogliono intraprendere percorsi di crescita, attraverso soluzioni coerenti con l'obiettivo di creazione di Valore sostenibile.

I professionisti di Active Value Advisors hanno un'esperienza pluriennale nell'assistere i principali gruppi quotati italiani nello sviluppo di Piani Industriali, nella definizione di azioni tese a migliorare la performance di creazione di Valore e nell'attività di assistenza al processo di cambiamento che le dinamiche competitive e le opportunità di mercato richiedono.

Nello svolgimento dei mandati assegnati viene utilizzato un unico linguaggio professionale che si declina in servizi afferenti a tematiche di gestione diverse: lo Shareholder Value, il Customer Value, il People Value, il Corporate Value.

Ciascun centro di competenza risponde ad una dimensione gestionale fondamentale: l'Azionista, il Cliente, le Risorse Interne, il Valore degli Asset.

Grazie alla collaborazione con professionisti accreditati nell'area del Pricing Strategico, Active Value Advisors ha arricchito le proprie competenze e metodologie professionali con modelli e strumenti innovativi di Value Pricing.





Active Value Advisors.

T +39 02 36697100

F +39 02 36697101

E info@activevalue.eu

I www.activevalue.eu