



Libera Università Internazionale degli Studi Sociali

Facoltà di Economia

Cattedra di Economia Aziendale

**IL CONSOLIDAMENTO ATTESO NEL SETTORE AUTOMOTIVE
CON OPERAZIONI DI M&A CHE RIDISEGNERANNO LO
SCENARIO COMPETITIVO:
LA POSSIBILE ALLENZA FCA-GM**

Relatore

Chiar.mo

Prof. Giovanni Fiori

Candidato

Francesco Giovanni Gaudenti

Matr. 177841

Anno Accademico 2014-2015

Sommario

Introduzione

Capitolo I...Il settore Automotive

Capitolo II...Lo scenario competitivo - I principali attori

Capitolo III...*Confessions of a Capital Junkie* - La cura per un settore con dipendenza da capitali che distrugge valore

Capitolo IV...La possibile alleanza FCA-GM: elaborazione di un modello sperimentale di analisi

Introduzione

Il settore dell'Automotive ha sempre avuto un forte peso sulle economie dei vari Paesi. Per una nazione come l'Italia, l'Automotive ha storicamente rappresentato un settore trainante dell'economia che attualmente contribuisce significativamente alla graduale uscita dalla fase di rallentamento e recessione che ha colpito anche il nostro Paese, grazie in particolar modo alla significativa incidenza sul manifatturiero trainato dalla crescita della produzione di auto (+44% in un anno) e delle vendite del gruppo Fiat Chrysler Automobiles (FCA), ma anche di produttori come Lamborghini e Ducati e più in generale grazie a tutto il comparto Automotive.

Negli ultimi anni, complice la grande crisi strutturale delle principali economie occidentali, le continue evoluzioni tecnologiche e le politiche di regolamentazione delle emissioni, il settore Automotive ha vissuto una fase di profondo mutamento.

E' proprio all'interno di questo scenario che vanno collocate le dichiarazioni ed in particolare le analisi dell'amministratore delegato di FCA, Sergio Marchionne, in merito all'ineluttabilità del consolidamento, dei percorsi di aggregazione e delle operazioni di *Mergers & Acquisitions* tra i principali produttori e – specificamente – dell'opportunità di un'alleanza tra FCA e la statunitense General Motors, che non più tardi di dieci anni fa usciva da una non felice alleanza con la FIAT Auto di allora, grazie ad una transazione finanziaria molto vantaggiosa per quest'ultima, frutto di un capolavoro negoziale tracciato negli accordi iniziali tra le due case automobilistiche.

I principali produttori di automobili, *Mainstream Original Equipment Manufacturers*¹ (OEMs), secondo l'analisi di Marchionne e di FCA, non sono più in grado di recuperare in un ciclo il capitale investito e, di conseguenza, viene individuata sulla basi di ragionamenti ed esemplificazioni quantitative e qualitative, come unica soluzione possibile e non rinviabile il consolidamento del settore, inclusa la filiera dei fornitori e della componentistica.

¹ FCA, Ford, GM, Honda, Hyundai, Kia, Nissan, PSA, Renault, Toyota, Volkswagen

CAPITOLO I

IL SETTORE AUTOMOTIVE

Il settore Automotive fa riferimento ai veicoli per il trasporto delle persone (PC)² e delle merci, autobus, autobetoniere, caravan, motoslitte e auto speciali. E' contraddistinto da un'elevata intensità del capitale e da ingenti investimenti in ricerca e sviluppo (R&D)³.

Le aziende del settore sono organizzate in due fasi: produzione e distribuzione. Nella prima si colloca il ciclo dell'approvvigionamento delle materie prime, seguito dalle prime lavorazioni, le lavorazioni intermedie (carrozzeria e varie componenti) e quelle finali (produzione veicoli e assemblaggio); a cavallo tra le lavorazioni intermedie e finali sono collocate le fasi dell'*engineering* e del *design*.

Fanno parte della distribuzione, invece, il commercio all'ingrosso e al dettaglio, la manutenzione e riparazione, il leasing e il noleggio.

I settori che operano a più stretto contatto con l'Automotive sono definiti "filiera *core*"; viceversa, sono definiti "filiera *non core*" i segmenti che più o meno direttamente entrano nella fornitura di beni e servizi del mondo auto, ma i cui beni e servizi sono solitamente destinati ad altri settori.

La domanda di autoveicoli sta lentamente tornando ai livelli pre-crisi in gran parte delle regioni del mondo (NAFTA, EMEA, LATAM e APAC)⁴ e allo stesso tempo sta incontrando difficoltà più o meno gravi in quei Paesi che l'hanno sostenuta negli ultimi anni, Cina e Brasile su tutti.

Il peso della fase industriale varia dal 2% di incidenza sul PIL italiano al 9%⁵ di quello tedesco. L'Automotive ha quindi ancora grandissima importanza in Italia e non solo; in termini assoluti, il valore aggiunto totale generato dalla fase manifatturiera in Italia supera i 27 miliardi⁶, mentre la fase distributiva pesa tra il 2% della Spagna e il 3% del Regno Unito sul PIL totale. In termini di occupati, la filiera

² *Passenger Car*

³ *Research and Development*

⁴ NAFTA = North American Free Trade Agreement; EMEA = Europe, Middle East and Africa; LATAM = Latin America; APAC = Asia and Pacific

^{5,7} Prometeia - Unioncamere, *Il settore Automotive nei principali paesi europei*, 2015

italiana occupa circa 525 mila unità, che rappresentano il 2,1% dell'occupazione totale⁷. I dati sono più o meno in linea con gli altri Paesi europei, escludendo la Germania che ha grandezze di circa quattro volte superiori rispetto alla media.

In Germania, il valore aggiunto generato direttamente dalla fase industriale è pari a circa € 83 miliardi, dieci volte quanto generato dagli altri Paesi europei, mentre la fase di distribuzione genera circa € 33 miliardi. Considerando anche i contributi indiretti, il valore aggiunto delle filiere cresce a € 215 miliardi⁸.

Si noti che i contributi diretti fanno riferimento a quelli generati direttamente dall'attività d'impresa, ad esempio il valore aggiunto, mentre i contributi indiretti sono generati dall'acquisto di beni e servizi presso altre aziende, necessitando a loro volta di altri input per essere prodotti e andando così ad alimentare il sistema economico, con un processo a cascata.

Già prima della crisi finanziaria del 2008 si era assistito a un calo della domanda nelle economie avanzate, bilanciata da un aumento nei Paesi in via di sviluppo. Con la loro crescente domanda, questi Paesi hanno trainato il settore nel biennio di crisi 2008-2009. Oggi il settore appare in netta ripresa ma occorre fare delle distinzioni tra i Paesi europei.

La situazione più difficile si registra in Italia e in Spagna, dove la domanda è del 40-50% inferiore rispetto al 2005, mentre in Germania, Inghilterra e Francia, la domanda è leggermente inferiore rispetto a quella registrata nello stesso anno. Questa differenza tra i Paesi è data soprattutto dalla diversa dinamica dei consumi delle famiglie che si sono drasticamente ridotti tra il 2011 e il 2013.

Diversa è la situazione in Canada, Stati Uniti e Giappone dove, dopo una flessione tra 2008 e 2011, la domanda è tornata ai livelli pre-crisi.

Negli ultimi anni la domanda è stata trainata principalmente dai paesi del BRICS⁹, guidati dalla Cina, che nel 2014 ha avuto un peso sul mercato globale del 27%¹⁰ contro il 9% del 2005, togliendo così il primato agli Stati Uniti. Nonostante ciò il settore è tutt'altro che saturo, il tasso di motorizzazione¹¹ è ancora molto basso nei Paesi in via di sviluppo. In Cina l'indicatore è di 60 auto ogni 1000 abitanti, in India

^{7,9} Prometeia - Unioncamere, *Il settore Automotive nei principali paesi europei*, 2015

⁹ BRICS = Brasile, Russia, India, Cina, Sudafrica

¹⁰ Euler Hermes, *The global Automotive market*, 2014

¹¹ Numero di auto per abitante

14 ogni 1000, contro i 400¹² ogni 1000 nei Paesi occidentali. E' facile intuire quindi che l'evoluzione prospettica della domanda nei mercati emergenti rimane il principale *driver* della crescita per i prossimi anni.

Le immatricolazioni di autovetture nei mercati principali

| | 2013 | | 2003-2005 |
|---------------|------------|---------|-----------------------|
| | Unità | Quote % | Differenziale quote % |
| Cina | 17.928.858 | 28,6% | 19,8% |
| Stati Uniti | 7.585.867 | 12,1% | -4,8% |
| Giappone | 4.562.282 | 7,3% | -3,2% |
| Germania | 2.952.431 | 4,7% | -2,6% |
| Brasile | 2.763.718 | 4,4% | 1,4% |
| Russia | 2.597.720 | 4,1% | 0,8% |
| India | 2.553.979 | 4,1% | 1,6% |
| Regno Unito | 2.264.737 | 3,6% | -1,8% |
| Francia | 1.790.473 | 2,9% | -1,8% |
| Italia | 1.303.534 | 2,1% | -2,9% |
| Corea del Sud | 1.243.868 | 2,0% | -0,1% |
| Indonesia | 870.927 | 1,4% | 0,6% |
| Canada | 754.952 | 1,2% | -0,7% |
| Tailandia | 724.346 | 1,2% | 0,8% |
| Spagna | 722.703 | 1,2% | -2,2% |
| Totale Paesi | 50.620.395 | 80,8% | 4,8% |
| Mondo | 62.644.460 | 100,0% | |

Figura 1 Fonte: Prometeia - Unioncamere, *Il settore automotive nei principali paesi Europei, 2015* su dati OICA e UN

Sulla domanda hanno influito domanda anche i mutamenti nelle preferenze dei consumatori: nei Paesi emergenti, l'ascesa di una *middle class* sempre più forte ha stimolato la domanda di auto di maggiori dimensioni o comunque di segmenti superiori rispetto a quello base. Al contrario, nei mercati maturi la domanda si indirizza sempre più verso la ricerca di auto di più modeste dimensioni, compatte e a basso consumo. Nel *mass market* i consumatori inoltre sono molto più informati rispetto al passato e pretendono modelli sempre più differenziati.

Analogamente a quanto osservato per la domanda, anche la produzione si è progressivamente spostata verso i Paesi emergenti. Giappone e Stati Uniti, dopo aver subito una forte contrazione dell'offerta nel 2009, nell'ultimo biennio sono ritornati a ritmi produttivi paragonabili al periodo antecedente la crisi. Tuttavia, l'offerta mondiale è stata trainata su tutti dalla Cina che tra il 2005 e il 2013 ha quintuplicato

¹² Prometeia - Unioncamere, *Il settore Automotive nei principali paesi europei, 2015* su dati OICA e UN

la produzione, arrivando a pesare il 28%¹³ sul totale dell'offerta mondiale. Un ruolo importante lo hanno svolto anche altri paesi in crescita come India, Messico e Russia. L'offerta si è spostata verso nuovi mercati caratterizzati da costi del lavoro decisamente più bassi, accordi commerciali preferenziali e politiche di incentivazione agli investimenti. Ma queste non sono le uniche ragioni, i produttori, infatti, devono rispondere a consumatori sempre più esigenti e diversificati e allo stesso tempo devono far fronte a vincoli ambientali che impongono la ricerca di nuove soluzioni per ridurre le emissioni di CO₂. La capacità produttiva nell'ultimo decennio è drasticamente calata, soprattutto in Francia e Italia. Migliore è invece la situazione nel Nord America dove addirittura alcune case automobilistiche hanno deciso di aumentare la capacità in alcuni stabilimenti e di aprirne nuovi in Stati Uniti, Messico e Canada. In Cina, invece, il rischio che la domanda non riesca ad assorbire gli investimenti finalizzati ad aumentare la produzione non preoccupa più di tanto, considerate le potenzialità di crescita legate all'urbanizzazione e allo sviluppo della *midde class*.

I principali mercati globali

Cina

Per i costruttori d'auto mondiali l'unico rischio maggiore di competere sul mercato cinese è proprio quello di non competervi. La Cina rappresenta una delle migliori opportunità d'investimento per i big del settore, nonostante negli ultimi tempi si assista a segni di rallentamento dell'economia nazionale e ai primi cenni di sovraccapacità della produzione.

Nei prossimi anni la domanda mondiale di auto continuerà ad essere trainata dalla Cina, nonostante i moderati ritmi di crescita dell'economia locale. Secondo recenti stime, le vendite di auto nel 2019 raggiungeranno quota 29,9 milioni di unità, +27% rispetto ai 23,5 milioni venduti nel 2014¹⁴. Per cogliere la portata del fenomeno basta pensare che per il 2015 viene stimata una crescita del 8% per il mercato cinese

¹³ Prometeia - Unioncamere, *Il settore Automotive nei principali paesi europei*, 2015

¹⁴ IHS, *Five critical challenges facing the Automotive industry*, 2015

contro una crescita del solo 3%¹⁵ per il mercato nord americano. Risulta quindi ovvia la necessità per le case produttrici di investire in questo mercato.

La nazione appare oggi dominata dai colossi occidentali grazie anche a una serie di *Joint Ventures*¹⁶ con i produttori locali. I marchi cinesi riscontrano maggiori difficoltà, nonostante il CAAM (China Association of Automobile Manufacturers) annoveri tra le sue fila più di 80 produttori tra privati e partecipazioni statali, solamente 15 di questi riescono a produrre più di 100.000 veicoli l'anno. Tra i più grandi marchi privati cinesi si annoverano Geely, Wall e Byd che però insieme non producono più di 1 milione di veicoli, cifra molto ridotta rispetto ai concorrenti globali. Una delle principali cause delle difficoltà dei marchi cinesi è attribuibile all'esistenza di oltre 95 brand che producono 524 differenti modelli, cifre del tutto disallineate rispetto ad esempio a quelle statunitensi dove 45 brand producono circa 294 modelli¹⁷. Questa scomposizione del mercato causa una bassa produzione e di conseguenza dei margini molto bassi che impediscono investimenti in ricerca e sviluppo, basti pensare che in media un'impresa cinese investe in R&D circa il 2% delle vendite, il 3,5% in meno rispetto ai concorrenti occidentali.

Tuttavia, sussiste il rischio che da opportunità di mercato, la Cina si riveli una minaccia per gli OEMs se, come sembra, i produttori domestici continueranno a spingere sull'export. Per molti analisti del settore, diventa quindi fondamentale: i) capire quali saranno le prospettive di crescita dell'economia cinese, ii) essere pronti ad affrontare diversi scenari dell'espansione economica iii) anticipare il flusso di *competitor* cinesi nel loro mercato domestico.

India

Tra i Paesi BRICS, l'India sembra essere sulla via della ripresa anche se un volume di vendite di 1,8 milioni¹⁸, in una popolazione con più di un miliardo di abitanti, non è significativo. Il mercato rimane dieci volte più piccolo rispetto a quello cinese, con un tasso di proprietà pari a circa il 2%.

¹⁵ Euler Hermes, *The global Automotive market*, 2014

¹⁶ Secondo la definizione di Borsa Italiana una Joint Venure è un accordo in base al quale due o più imprese si impegnano a collaborare per un progetto o decidono di sfruttare congiuntamente le loro sinergie, il loro know-how o il loro capitale

^{17,19} Euler Hermes, *The global Automotive market*, 2014

Nonostante ci siano ottime potenzialità di crescita, quest'ultima stenta ad accelerare a causa del debole potere d'acquisto e di infrastrutture inadeguate.

Brasile

Più preoccupante appare invece la situazione in Brasile; il paese è in recessione dal 2013 e il settore dell'auto ha subito una contrazione del 10%¹⁹ nel 2014, a cui dovrebbe seguire una leggera ripresa nel 2015. A questo quadro bisogna inoltre aggiungere una sovraccapacità nella produzione che ha fatto crollare la redditività.

Russia

La Russia, anche a causa delle sanzioni ricevute nel recente passato, ha dovuto far fronte a un forte rallentamento dell'economia. Già da qualche anno il governo ha fatto di tutto per ostacolare l'ingresso di case straniere cercando di favorire, senza grande successo, lo sviluppo domestico. A causa della crisi economica e delle suddette sanzioni il 2014 si è chiuso con crollo delle vendite del 14%. Le previsioni per il 2015 parlano di una timida crescita del 5% con una stima di circa 2,5 milioni di auto vendute rispetto ai 3²⁰ milioni del 2013.

Stati Uniti

Il mercato a quattro ruote statunitense grazie alla ripresa dell'economia, ai bassi tassi d'interesse e al crollo dei prezzi del petrolio è tornato nuovamente ai livelli pre-crisi. Il 2014 è stato un anno molto positivo, con le vendite di PC e LCV²¹ che hanno raggiunto quota 16.5 milioni²², portando così il mercato statunitense a rappresentare il 23% delle vendite globali. Il settore ha riguadagnato la competitività che l'ha sempre contraddistinto tagliando la forza lavoro e chiudendo molti stabilimenti, mantenendo

^{19,21,23} Euler Hermes, *The global Automotive market*, 2014

²¹ *Light Commercial Vehicles*

al contempo costante il livello di produzione. La ripresa è stata talmente forte che non ha risentito dell'*annus horribilis* dei richiami delle vetture che ha coinvolto in primis General Motors, la quale ha dovuto ritirare dal mercato milioni di vecchi modelli per problemi all'accensione che hanno causato decine di vittime e fortissimi danni d'immagine.

Nel complesso, tuttavia, il mercato statunitense è abbastanza saturo con un potenziale di crescita ridotto, secondo gli analisti di Euler Hermes è previsto un +3% nel 2015.

Giappone

Caratterizzato da forti barriere all'ingresso, il mercato giapponese è abbastanza chiuso nei confronti dei *big* occidentali che rappresentano il 6% delle immatricolazioni. I tre colossi Toyota, Honda e Nissan sono tornati a un buon livello di marginalità nel 2014, registrando un incremento del 7,3%, grazie alla forte presenza nel NAFTA e nel mercato cinese. I tre produttori hanno beneficiato anche, e soprattutto, di un mercato locale molto protetto, in cui la competizione sui prezzi è moderata e la politica monetaria piuttosto aggressiva: dalla fine del 2012 infatti lo yen si è deprezzato del 30% rispetto all'euro e del 20%²³ rispetto al dollaro, innestando un progressivo miglioramento in termini di competitività con effetti sulla marginalità.

Europa

Il mercato europeo rappresenta il 17% di quello globale con le vendite complessive che raggiungono quota 12,9 milioni²⁴. Secondo gli analisti di Euler Hermes per il 2015 è stata stimata una crescita del 5%.

Il quadro di mercato si presenta molto affollato e caratterizzato da una sovraccapacità della produzione che incide sul livello dei profitti rendendoli assai incerti; l'eccesso di capacità stimata è di circa 6 milioni²⁵ di auto, con il risultato che la marginalità

^{23,25,26} Euler Hermes, *The global Automotive market*, 2014

rimane molto bassa e per alcune case automobilistiche addirittura negativa. Nel complesso, sebbene si sia registrata una parziale ripresa, le vendite rimarranno inferiori del 15% rispetto al periodo pre-crisi. Mentre nazioni come Regno Unito e Francia hanno riguadagnato i livelli precedenti, la crisi continua per i paesi dell'est Europa, come la Romania, dove le vendite sono sei volte inferiori rispetto al 2007.

In Italia il problema principale resta l'offerta in continua diminuzione dalle case automobilistiche italiane con le cinque fabbriche italiane marcatamente sottoutilizzate, nonostante il 2014 si sia chiuso con una crescita del 3% e vendite pari a 1,3 milioni, dati ben lontani rispetto ai 2,5 milioni di qualche anno fa. Al contempo va però sottolineato come si stiano compiendo importanti investimenti per il ritorno ad una piena competitività, i cui risultati non saranno visibili prima di qualche anno: il rilancio di marchi come Maserati e Alfa Romeo, sia con un ampliamento delle gamme che con una generazione di nuovi modelli per i quali le attese sono elevate e la produzione nello stabilimento di Melfi del modello Jeep Renegade. Da ultimo si segnalano le recenti dichiarazioni del responsabile EMEA A. Altavilla che afferma che per il 2018 sarà raggiunta la piena capacità produttiva negli stabilimenti italiani contro l'attuale 80%.

In Francia tra il 2013 e il 2014 il governo ha lanciato piani di settore a sostegno delle case automobilistiche domestiche per favorire il rilancio dei volumi di produzione persi negli ultimi anni e la competitività sul mercato. Appare tuttavia improbabile l'ipotesi di tornare ai livelli del 2005-2006 soprattutto perché non risulta più redditizia la produzione di modelli piccoli, in cui la Francia era leader di mercato. Le previsioni sono di lieve ripresa della produzione in linea col mercato e con il lancio di nuovi modelli Nissan. Il 2014 si è chiuso con vendite pari a 1,4 milioni di unità, rispetto ai 3 milioni del 2006.

La Germania che ha mantenuto costanti i suoi livelli di produzione negli anni della grande crisi e ha chiuso il 2014 con 3,1 milioni di auto vendute si conferma il traino del mercato europeo. Forti della congiuntura positiva del settore, ma in un quadro di costi crescenti per i produttori, sia Mercedes che Volkswagen hanno recentemente annunciato piani di ristrutturazione.

Il Regno Unito, così come la Germania, è tornato ai livelli pre-crisi. Grazie alla flessibilità del lavoro e al sempre più attraente regime fiscale per le imprese, il Regno Unito è tornato a crescere con un ritmo del 3% l'anno, con prospettive di vendite pari a 1,6 milioni di LV per il 2015.

La Spagna nel 2011 ha aumentato il numero di ore lavorative e ha abbassato gli stipendi così da spianare la strada per una ripresa della produzione e del noleggio. La produzione è tornata nuovamente a crescere del 10% nel 2014, tuttavia, con 800.000 unità vendute, le vendite sono state pari alla metà rispetto al periodo pre-crisi.

Analizzando l'export dei principali paesi europei, si osserva come si passa dai \$ 40 miliardi dell'Italia ai \$ 277 miliardi²⁶ della Germania nell'intera filiera delle fasi industriali. Ad incidere sul fatturato estero sono principalmente le lavorazioni intermedie e quelle finali. Tra i cinque Paesi analizzati l'Italia è l'unico ad aver registrato un vantaggio comparato nelle lavorazioni intermedie, grazie all'export della componentistica. La Germania al contrario è specializzata in misura più o meno uguale nelle diverse fasi industriali, fatta eccezione per gli approvvigionamenti.

²⁶ Prometeia - Unioncamere, *Il settore Automotive nei principali paesi europei*, 2015

CAPITOLO II

LO SCENARIO COMPETITIVO - I PRINCIPALI ATTORI

Fiat Chrysler Automobiles (FCA)

Il Gruppo ha mosso i suoi primi passi nel 2009 con un accordo - che vide come controparte di FIAT nelle trattative il governo degli Stati Uniti che era intervenuto direttamente nel *bailout*²⁷ di Chrysler con l'ingresso guidato dell'azienda nelle procedure *Chapter 11*²⁸ e più in generale di tutto il settore Automotive statunitense - che sancì l'ingresso di FIAT nel colosso americano in seguito alla concessione e alla condivisione di alcune tecnologie relative a piattaforme e motori a basso consumo e tasso di inquinamento nelle quali storicamente il Gruppo ha sempre detenuto un elevato *know-how* e la *leadership*.

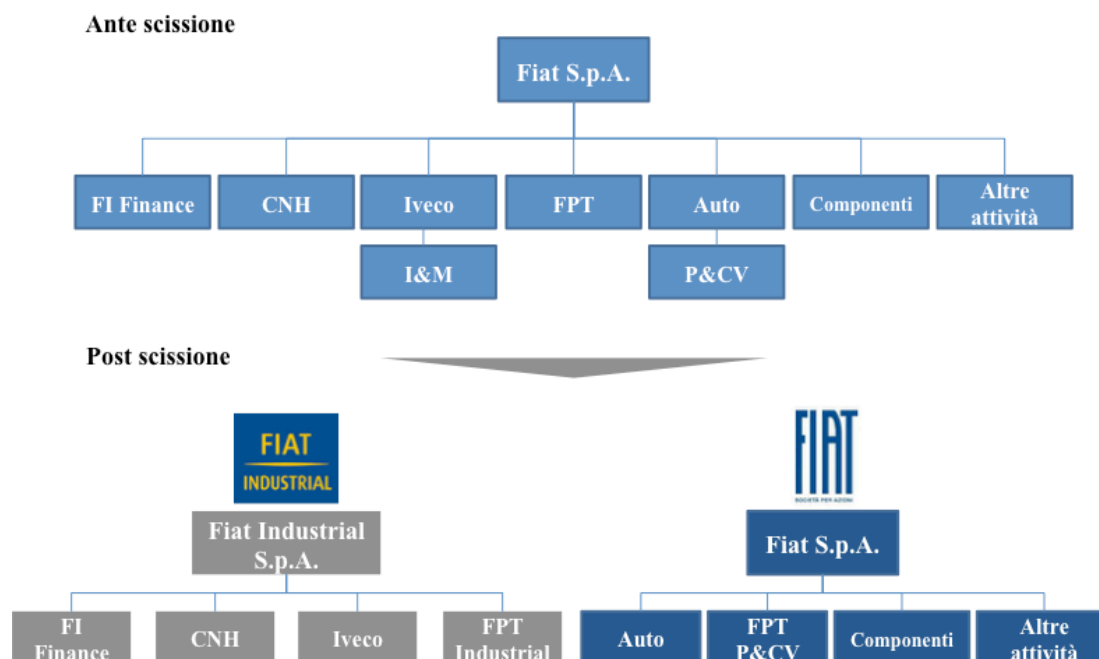
A fronte di tale accordo FIAT avrebbe potuto incrementare progressivamente la propria partecipazione fino al 35% del capitale in caso di soddisfacimento di alcuni requisiti a livello tecnologico e fino al 51% in seguito al rimborso dei finanziamenti pubblici ottenuti da Chrysler. Nel 2011 FIAT acquisì la maggioranza delle azioni, il 53% in seguito al raggiungimento degli obiettivi e al rimborso del debito, arrivando a detenere il 58% nel 2012.

Parallelamente, nel 2011 FIAT, ha avviato una storica e profonda riorganizzazione con la scissione e scorporo da FIAT Group delle società, delle *business unit* e dei marchi legati ai veicoli industriali, *trucks*, macchine agricole e per l'edilizia e alla parte *industrial & marine* del settore FIAT Powertrain Technologies che sono state fatte confluire dapprima in FIAT Industrial, distintamente quotata in borsa, e successivamente, dal settembre 2013, in CNH Industrial (al completamento della fusione tra FIAT Industrial e CNH Global).

²⁷ Salvataggio di un'istituzione che si trovi in uno stato d'insolvenza.

²⁸ Articolo della legge fallimentare statunitense che consente una ristrutturazione aziendale a seguito di un grave dissesto finanziario.

Societogramma ante e post scissione



Nel 2014 è stata resa effettiva e completata la fusione tra le due case automobilistiche FIAT e Chrysler ed è stata adottata la nuova ragione sociale FCA. Il gruppo è quotato a New York al NYSE²⁹, ha sede legale in Olanda, *headquarter* operativo e finanziario a Londra. Il 30% del gruppo è controllato da Exor, holding d'investimento e partecipazioni della famiglia Agnelli. FCA è attualmente il settimo costruttore al mondo di auto. Progetta, sviluppa, produce e commercializza in tutto il mondo vetture, veicoli commerciali, sistemi di produzione e componenti. Il gruppo è presente nel segmento delle autovetture con i marchi FIAT, Alfa Romeo, Lancia, Jeep, Abarth, Ram, Dodge e Chrysler; in quello del lusso con Ferrari e Maserati, cui si aggiungono SRT, una divisione sportiva dedicata ai veicoli ad alte prestazioni, e Mopar, che offre ricambi e servizi post-vendita. Le attività inglobano anche Magneti Marelli per quanto riguarda le componenti, Teksis per le fonderie e Comau per i sistemi di produzione. A questo vanno poi annoverati i servizi di finanziamento, di leasing e di noleggio attraverso JVs e accordi con operatori finanziari specializzati. Il gruppo ha inoltre uno svariato numero di accordi e partnership con le principali case automobilistiche, da Peugeot, con cui sviluppa e produce veicoli commerciali in

²⁹ New York Stock Exchange

Italia, a Koc Group, con cui produce auto in Turchia. Grazie a un accordo con lo Stato, produce 500L in Serbia; in Cina e in India collabora rispettivamente con GAC e con il gruppo Tata, per lo sviluppo di motori e trasmissioni. I servizi finanziari non rappresentano una vera e propria *business unit*, ma sono affidati alla JV paritetica FGA Capital con Crédit Agricole, FCA Bank. FCA è molto presente nel mercato Nord americano e leggermente meno nei mercati Europeo e Sud americano, deve invece ancora affermarsi in quello asiatico. Così come per le vendite, la produzione è concentrata soprattutto in Europa e Nord America.

Il 2014 è stato un anno molto positivo per FCA che ha chiuso l'esercizio con ricavi consolidati pari a € 96 miliardi (+11% sul 2013), EBIT³⁰ pari a € 3 miliardi, e un utile netto di € 632 milioni³¹. L'EBITDA³² è stato pari a oltre € 7 miliardi³³, con un'incidenza sui ricavi³⁴ del 7,8%. Nel 2014 il gruppo ha reso noto il piano industriale quinquennale dell'azienda (*Business plan Start 2014-2018*) che ha come obiettivi una nuova *corporate identity* e la creazione di un'azienda automobilistica globale efficiente e competitiva. Oltre al consolidamento della propria presenza nei mercati americani, il gruppo mira alla penetrazione nei mercati cinese e indiano, dove, allo stato attuale, ha una presenza non significativa. Gran parte degli investimenti in ricerca e sviluppo saranno improntati alla riduzione delle emissioni di CO₂ e allo sviluppo di motori ad alimentazione alternativa, in particolare gas naturale e biodiesel. Da segnalare anche l'intenzione di costruire un nuovo stabilimento produttivo in Brasile e di riqualificare gli impianti in Italia e in Europa grazie alla produzione per l'export.

General Motors (GM)

La casa automobilistica con sede a Detroit nasce, o meglio rinasce, nel 2010 rientrando sul mercato con una delle più grandi IPO³⁵ della storia che ha permesso

³⁰ EBIT = *Earnings Before Interest and Taxes*, misura del risultato operativo prima degli oneri finanziari e delle imposte.

³¹ FCA, *Annual report 2014*

³² EBITDA = *Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortisation*, misura del margine operativo lordo ottenuta sommando all'EBIT gli ammortamenti.

³³ S&P Capital IQ

³⁴ EBITDA Margin

³⁵ *Initial Public Offering*, operazione di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione di azioni finalizzata alla quotazione sul mercato primario.

all'azienda di emergere con una solida base finanziaria. Sin dai primi giorni di vita l'azienda è stata impostata con elevati standard per tornare a competere nel migliore dei modi sul mercato. Assieme ai suoi partner strategici, GM produce auto e camion ed offre servizi di assistenza sui propri veicoli attraverso i seguenti marchi: Chevrolet, Buick, GMC, Cadillac, Baojun, Holden, Isuzu, Jiefan, Opel, Vauxhall e Wuling. Detiene anche partecipazioni rilevanti in Cina, come SAIC-GM, SAIC-GM-Wuling, FAW-GM e GM Corea. Il colosso statunitense è molto attivo nella ricerca e nello sviluppo di nuove tecnologie e sistemi alternativi di alimentazione, sta infatti lavorando su tecnologie di risparmio energetico, tra cui l'iniezione diretta, la fasatura variabile delle valvole, la turbo-carica, le trasmissioni a sei rapporti e i motori diesel; a tal scopo è stata recentemente costituita GM Ventures per aiutare l'azienda a identificare e sviluppare nuove tecnologie.

Il gruppo non è controllato da grandi famiglie, come avviene per quasi tutte le altre case automobilistiche, ma vanta tra gli azionisti grandi banche d'investimento tra le quali Vanguard Group (5,05%), Blackrock (4,6%) ,JP Morgan Chase (3,41%) e Berkshire Hathaway di W. Buffet (2,59%)³⁶.

Ha registrato nel 2014 ricavi per circa € 129 miliardi e un EBITDA di € 7,5 miliardi, con un margine di circa 6%³⁷.

PSA Peugeot Citroen (PSA)

Il gruppo opera nella produzione di auto, moto, veicoli commerciali e componentistica con i marchi Peugeot, Citroen e DS. Offre inoltre servizi finanziari tramite la banca PSA Finance.

Nel 2012 PSA ha siglato un accordo con General Motors per lo sviluppo di due modelli su piattaforme PSA e per la gestione comune di progetti riguardanti l'ottimizzazione dei costi di logistica e degli acquisti. Nonostante GM abbia deciso di vendere la sua partecipazione nel capitale azionario, nel 2013 l'alleanza è stata confermata e rafforzata. Sono da segnalare anche accordi con la BMW per lo sviluppo di motori ibridi, la Toyota per la produzione di *city-car* in Repubblica ceca e con la Mitsubishi per l'espansione nei mercati russi e turchi.

³⁶ Bloomberg, accesso il 27/09/2015

³⁷ S&P Capital IQ

All'inizio del 2014 è stato varato un aumento di capitale che ha consentito l'ingresso nel capitale sociale di PSA del governo francese e del gruppo cinese Dongfeng, entrambe con una quota pari a quella in possesso della famiglia Peugeot, circa il 14%³⁸. L'ingresso del gruppo cinese consolida il rapporto tra le parti dopo che già qualche anno fa era stata creata una joint venture in Cina finalizzata alla produzione per mercato locale

PSA è uno dei pochi gruppi che rimane ancora molto presente nel paese di origine con le vendite che raggiungono quasi il 30%; è abbastanza presente sul mercato europeo (9%), mentre è quasi del tutto assente dal mercato asiatico e nord americano. Il piano strategico del colosso francese, *Back in the race*, prevede una riduzione degli investimenti in Europa a fronte di un mantenimento della centralità industriale in Francia, una partnership con Santander e l'obiettivo di abbassare il *funding cost* sui mercati locali. Per quanto riguarda l'alimentazione alternativa, PSA è molto forte sia sul Blue Diesel che sull'ibrido. Il piano che ha come obiettivo finale quello della riduzione dei costi, facilitato dall'alleanza con GM, prevede anche una riduzione degli investimenti e un'implementazione della piattaforma EPM2.

Nel 2014 il gruppo ha chiuso con ricavi pari a circa € 54 miliardi e con un EBITDA di € 2,5 miliardi (EBITDA margin del 5%)³⁹.

Volkswagen (VW)

Il gruppo tedesco è uno dei principali produttori di automobili al mondo. Il portafoglio marchi del gruppo comprende Audi, Skoda e Seat per le autovetture; Bentley, Porsche, Bugatti e Lamborghini per le autovetture di lusso e la Ducati per il segmento moto. La gamma prodotti spazia fino ai veicoli commerciali, industriali e agli autobus.

I principali azionisti sono la famiglia Porsche che detiene più del 30% delle azioni, Qatar Holding con più del 15%, il land della bassa Sassonia con partecipazioni leggermente superiori al 12%.

Nel 2008 ha acquisito Scania e due anni dopo il 50% di Porsche, di cui ha preso il pieno controllo nel 2012. Volkswagen ha due JV in Cina, con FAW e SAIC, per la

³⁸ Prometeia - Unioncamere, *Il settore Automotive nei principali paesi europei*, 2015

³⁹ S&P Capital IQ

produzione di autovetture per il mercato locale, con i quali ha messo su due importanti centri di ricerca e sviluppo. Nel settembre del 2015 è stato concluso il contenzioso tra l'azienda e Suzuki Motors;⁴⁰ quest'ultima rileverà il pacchetto di proprie azioni (19,9%) in cambio di un corrispettivo di circa 3,5 miliardi di euro.

Volkswagen ha chiuso l'esercizio con ricavi consolidati pari a € 202 miliardi e con EBITDA di € 20 miliardi (margine 10%)⁴¹. Il gruppo tedesco è molto forte in Europa e sul mercato asiatico, Cina su tutti, ma rimane ancora molto debole sul mercato Sud americano e in quello Nord americano.

La strategia della casa tedesca da qui al 2018 è innanzitutto quella di incrementare le vendite e la progettazione di alimentazioni alternative quali l'elettrica, l'ibrida, il gas naturale e il biodiesel, oltre che investire risorse in ricerca e sviluppo per quanto riguarda la digitalizzazione, la sostenibilità, l'*automatic drive*, i motori elettrici e ibridi. Dal punto di vista del mercato vi è la volontà di espansione nei mercati emergenti a fronte di un consolidamento della propria posizione di leader nei mercati internazionali. L'obiettivo ultimo è quello di riuscire a toccare quota 10 milioni⁴² di unità vendute all'anno.

Recentemente lo scenario europeo dell'Automotive è stato investito dal ciclone dello scandalo che ha coinvolto la Volkswagen, fino ad oggi leader del settore. Il 18 settembre l'agenzia per la protezione dell'ambiente statunitense (EPA⁴³) ha accusato la casa tedesca di aver falsificato i dati sulle emissioni inquinanti di alcuni modelli diesel. Il software incriminato sarebbe capace di rilevare in che momento la macchina viene sottoposta ai test sulle emissioni, così da attivare il sistema di limitazione dei gas tossici solamente in quel lasso di tempo. Nel momento in cui i veicoli non sono più sottoposti ai test, inquinano molto più di quanto comunicato dalla stessa azienda, emettendo nell'aria il 40% in più di monossido di azoto.

Questo scandalo può avere un forte impatto sul mercato dell'auto, in particolare sulle vendite del settore, che fino ad oggi sono state in continua ascesa. Per forza di cose i consumatori che erano in procinto di acquistare una nuova auto aspetteranno sicuramente che la situazione torni alla normalità; bisognerà infatti far luce sui vari aspetti della vicenda e verificare che non siano coinvolte anche altre case automobilistiche. Inoltre, c'è la possibilità che i prezzi della casa tedesca ne

⁴⁰ Prometeia - Unioncamere, *Il settore Automotive nei principali paesi europei*, 2015

⁴¹ S&P Capital IQ

⁴² Volkswagen, *Piano industriale Strategy 2018*

⁴³ Environmental Protection Agency

risentano, determinando una riduzione dei prezzi in tutto il settore e risultando così più appetibili per il consumatore.

Lo scandalo inoltre avrà forti ripercussioni sullo scenario competitivo dell'industria, con Volkswagen che quasi sicuramente perderà la posizione di leader in favore della rivale Toyota senza escludere possibili operazioni di M&A sui *brand* minori del gruppo. Si potrebbe anche ipotizzare che il gruppo o suoi *brand* risultino appetibili per i piani futuri di FCA.

A beneficiare della situazione sarà certamente il mercato dell'elettrico, dell'ibrido e delle altre tecnologie di trasporto sostenibile. La domanda che ad oggi risulta ancora molto bassa, potrebbe subire una rapida impennata, favorendo ancora una volta la Toyota che ormai da anni offre prodotti competitivi a riguardo.

BMW

Un altro leader in Europa è il gruppo tedesco BMW, il cui 46% è di proprietà della famiglia Quandt. L'azienda opera sia nei segmenti di autovetture premium, quali BMW e Mini, sia in quello del lusso con Rolls-Royce, oltre ad operare nel settore delle moto e fornire servizi finanziari. Al contrario degli altri *player* non ha *partnership* di rilievo con altre case automobilistiche, ma ha una serie di accordi in Brasile, Thailandia, Russia, Egitto e India per l'assemblaggio di autovetture, mentre in Cina è presente grazie ad una joint venture con Brilliance Automotive. Da segnalare anche due accordi con PSA e Toyota per lo sviluppo rispettivamente di motori ibridi e veicoli elettrici.

Il gruppo ha chiuso il 2014 con un fatturato di circa € 80 miliardi e un EBITDA di € 12 miliardi, con un margine del 15%.⁴⁴

Il gruppo è molto presente nel mercato europeo e in quello asiatico, più debole in quello Nord americano e quasi del tutto assente dal mercato latino americano.

Il piano strategico di BMW, One, prevede lo sviluppo di auto ibride e elettriche (la BMWi3 è già in commercio) e la crescita nei mercati emergenti, soprattutto in Cina. Gran parte degli investimenti in ricerca e sviluppo sono destinati alla riduzione delle emissioni di CO₂ e allo sviluppo di nuovi materiali, come la fibra in carbonio.

⁴⁴ S&P Capital IQ

Daimler

La Daimler è uno dei gruppi più estesi in quanto a prodotti e segmenti; è presente nel segmento delle autovetture con il duo Mercedes-Benz e Smart, in quello dei veicoli commerciali con la stessa Mercedes-Benz e Mitsubishi e nel segmento dei veicoli industriali e dei bus. Il 73% delle azioni è in mano a investitori istituzionali, mentre circa il 7% è in mano al Kuwait Investment. Oltre alle partecipazioni in Nissan-Renault, Daimler detiene anche una quota di partecipazione in Tesla e, grazie alla collaborazione con BAIC e le sue controllate, è presente sul mercato cinese. E' utile sottolineare che queste joint venture, che siano paritetiche o di minoranza, vengono consolidate attraverso il metodo del patrimonio netto, ovvero i ricavi e i costi operativi di queste società non vengono calcolati in quelli consolidati di gruppo ma il loro contributo si manifesta come "proventi da investimenti".

La Daimler ha chiuso il 2014 con un fatturato di € 130 miliardi e con un EBITDA di € 13 miliardi (margine del 12%)⁴⁵. Come molti concorrenti europei, Daimler ha una debole presenza in America Latina, mentre ha una presenza del 25-30% nel NAFTA e nel mercato asiatico, molto forte è invece la presenza nell'EMEA.

Analizzando il piano strategico del gruppo, Mercedes-Benz 2020, si evince la volontà di costruire un nuovo impianto in Brasile e di aumentare gli investimenti negli stabilimenti in Germania, Cina e Stati Uniti. Gli investimenti in R&D sono concentrati soprattutto sullo sviluppo di motori elettrici, riduzione delle emissioni di CO₂, connettività e macchine intelligenti. Gli obiettivi principali sono quelli di crescere nei mercati emergenti, obiettivo comune a tutti i *big* del settore, di rafforzarsi sul *core business* e di essere leader delle *green technology* e nella sicurezza, oltre ad offrire nuovi servizi di mobilità.

Renault-Nissan

La casa francese è presente sul mercato nel segmento delle autovetture, con i marchi Renault e Dacia, e in quello dei veicoli commerciali. Il 15% è nelle mani dello stato

⁴⁵ S&P Capital IQ

francese, mentre Nissan e Dacia detengono partecipazioni rispettivamente del 15% e del 3%, il resto è flottante. Nel 1999 ha acquistato la Dacia che grazie a forti investimenti di ammodernamento degli impianti già esistenti è tornata a volare. Nello stesso anno è nata l'alleanza Renault-Nissan con lo scopo di valorizzare e rilanciare i marchi già esistenti e di creare sinergie in fase di sviluppo dei modelli. L'accordo si fonda sostanzialmente su uno scambio reciproco di partecipazioni azionarie, infatti Nissan possiede il 15% di Renault, e quest'ultima il 44% della prima. Nel 2012 quest'alleanza ha portato all'acquisto della maggioranza della casa russa Autovaz.

Con ricavi aggregati pari a quasi € 115 miliardi⁴⁶, il gruppo si colloca al terzo posto tra i *big* europei del settore.

Con il piano strategico, Drive the change, il gruppo si pone l'obiettivo di rinnovare ed espandere la sua offerta di modelli, di espandersi internazionalmente, soprattutto in Cina, Brasile e India, e di migliorare la competitività. L'estensione della gamma prodotti mira allo sviluppo del segmento A, le utilitarie di modeste dimensioni, nei paesi emergenti, la distribuzione della nuova Twingo in Europa e il rinnovo dei segmenti C e D, le berline, in tutto il mondo. Oggi l'alleanza è molto forte nel mercato europeo, quasi assente in quello americano e poco presente nell'APAC, nel quale però punta a crescere grazie all'alleanza con la Nissan.

Insieme ai partner Daimler e Nissan e a Mitsubishi Renault, la casa francese sta sviluppando nuove tecnologie per i motori ibridi.

Ford

La storica casa americana, venne fondata nel 1909 da Henry Ford, ed ancora oggi è nota per aver introdotto l'uso della catena di montaggio e il nastro trasportatore. Il gruppo possiede marchi affermati come Land Rover e Volvo nel segmento delle autovetture di alta gamma e Jaguar e Aston Martin nel segmento delle autovetture di lusso; inoltre è presente anche nei segmenti dei veicoli industriali e in quello dei bus.

La Ford ha chiuso il 2014 con un fatturato in crescita del 12% sull'anno precedente che ha raggiunto € 119 miliardi e un EBITDA di € 9 miliardi (margine 8 %)⁴⁷

⁴⁶ S&P Capital IQ

⁴⁷ S&P Capital IQ

Toyota

Toyota è la società di punta del mercato giapponese, con una produzione stimata di circa 9 milioni di auto. Nel 2008 era leader mondiale delle vendite, superando GM, per poi essere superata a sua volta l'anno successivo da Volkswagen.

Il gruppo è leader nel mercato asiatico e gode di un'importante presenza anche nell'EMEA e nel NAFTA.

La Toyota vende i propri modelli con i marchi Toyota, Scion, utilizzato soprattutto nel NAFTA che mira alle fasce più giovani di età, e Lexus, che opera nel segmento delle auto di lusso. Tra le società controllate figurano Daihatsu e Hino Motors, per quanto concerne il segmento dei veicoli commerciali e industriali. Mentre sono da segnalare partecipazioni in AsinSeiki e Denso Corporation per la componentistica e con Fuji Heavy Industries, gruppo industriale per la produzione delle Subaru.

Toyota ha chiuso l'anno fiscale tra il 2013/2014 con un fatturato di € 181 miliardi e un EBITDA di € 25 miliardi (margine 14%).⁴⁸

⁴⁹ S&P Capital IQ

CAPITOLO III

Confessions of a Capital Junkie

LA CURA PER UN SETTORE CON DIPENDENZA DA CAPITALI CHE DISTRUGGE VALORE

Il settore dell'Automotive sta per entrare probabilmente una delle fasi più critiche e delicate della storia. Con la recente crisi ormai alle spalle, tutti i *Mainstream OEMs* devono prepararsi ad affrontare un decennio di profondi mutamenti che renderanno il settore dell'auto molto diverso da quello attuale e determineranno, probabilmente a breve, un ciclo di operazioni di M&A.

L'essenza di queste considerazioni è stata declinata dall'amministratore delegato di FCA, Sergio Marchionne, con la pubblicazione di un'analisi dettagliata⁴⁹ - sia qualitativa che quantitativa - dello scenario competitivo, dei principali *player*, dei driver del settore e delle possibili implicazioni.

Con questo documento il manager italo/canadese illustra la sua visione del settore sulla base dell'analisi delle dinamiche in atto ed esamina i motivi che spingeranno le diverse case automobilistiche ad intraprendere un processo di consolidamento, ritenuto rischioso nell'esecuzione, ma di cui non si possono ignorare i benefici per l'industria nel suo complesso.

Secondo lo studio realizzato da FCA, le principali case automobilistiche hanno speso solo nel 2014 più di \$ 100 miliardi per la realizzazione del prodotto finito, quasi \$ 2 miliardi a settimana. Storicamente nel settore, i ritorni sul capitale investito sono stati inferiori al costo del capitale stesso, anche in seguito alla ristrutturazione nel mercato americano.

Questo dispendio di capitale viene definito "inaccettabile", in quanto si duplicano i costi e si creano sovrapposizioni senza portare un valore reale e tangibile ai consumatori.

Le proposte di joint venture o di semplici accordi *one-off*⁵⁰ possono anche essere considerati utili, ma non sono sufficienti.

⁴⁹ FCA, *Confessions of a Capital Junkie*, 2015

⁵⁰ Una tantum

Pertanto, l'unica soluzione possibile è l'avvio di un processo di consolidamento, considerato ineluttabile, che si stima possa portare risparmi di costi e sinergie superiori al 70% del capitale investito in ricerca e sviluppo, e ottimizzerebbe l'allocazione industriale senza avere impatti significativi sulla forza lavoro, le reti di vendita e gli stessi brand rimarrebbero immutati.

Si ritiene che il consolidamento, infatti, riguarderà soprattutto il processo produttivo, la condivisione delle piattaforme e degli investimenti in R&D.

Il *paper* specifica che le analisi e le conclusioni presentate non sono un alibi nel contesto dei risultati del gruppo, né un tentativo di cercare eventuali nuovi partner acquirenti, ma un'analisi del settore effettuata sfruttando le conoscenze interne.

Il primo dato di fatto è che l'industria nel suo complesso non è in grado di recuperare il costo del capitale nel corso di un ciclo. Per costo del capitale si intende il tasso di rendimento minimo che un'azienda deve offrire ai propri azionisti al fine di remunerare i fondi da loro ricevuti; a causa degli elevati costi del settore, spesso gli investimenti ricevuti non riescono ad essere remunerati.

La spesa per investimenti e R&D, come evidenziato dal seguente grafico, è cresciuta costantemente negli ultimi cinque anni.

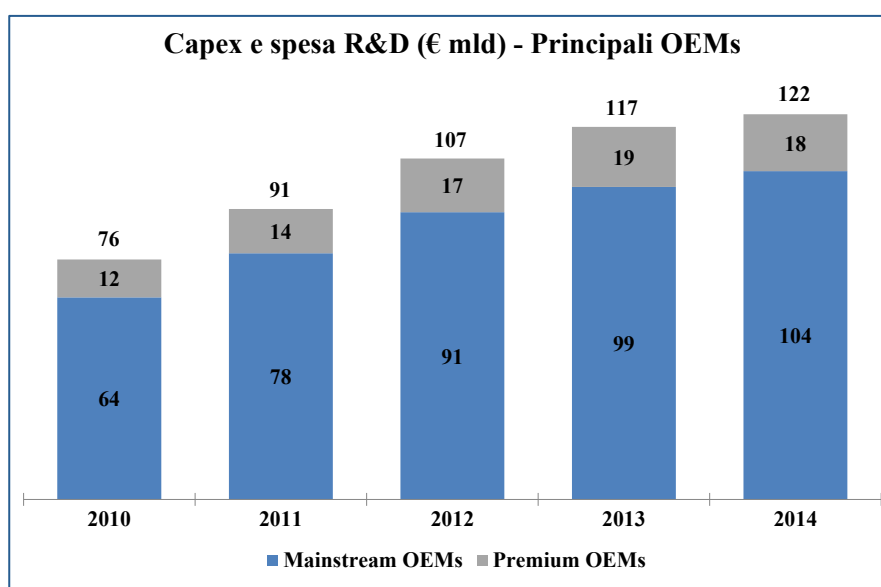


Figura 2 Fonte: Gruppo FCA, Confessions of a Capital Junkie, 2015

La causa principale di questa rapida ascesa dei costi è attribuibile soprattutto alla ricerca e sviluppo. A livello globale sono sempre più penetranti i regolamenti e le norme che regolano e limitano le emissioni di CO₂ nell'aria.

Tale contesto operativo sta generando un elevato dispendio di capitale per i *big* del settore. La spesa per la R&D ha raggiunto cifre esorbitanti difficilmente recuperabili nel breve periodo dato che la domanda di nuove tipologie di auto con sistemi di alimentazione alternativi è ancora molto bassa.

Oltre a questa classe di costi, l'industria deve anche fare i conti con le nuove sfide tecnologiche che stanno coinvolgendo il settore e con ingente che esse comportano. Queste sfide riguardano le norme per le emissioni, per la sicurezza e soprattutto l'avvento delle *connected car*. Per far fronte a tali norme sulle emissioni sempre più severe, le case automobilistiche stanno sviluppando nuovi e costosi motori, dotati di nuove tecnologie al fine di ridurre il peso s dell'auto.

In tal senso probabilmente la General Motors è tra i produttori più attivi. Già nel 2010 ha lanciato la Chevrolet Volt, auto dell'anno nel 2012, che più che ibrida è stata definita dalla stessa GM come auto elettrica, dato che il motore di transizione è elettrico in ogni situazione di guida.

Altri importanti investimenti vengono richiesti nella sicurezza, sia per attenersi ai nuovi standard, sia per venire incontro alle richieste dei consumatori che sono sempre più sensibili a riguardo.

Particolare attenzione merita la nuova sfida delle *connected car*. In un mondo sempre più connesso, un "oggetto" caro ai consumatori come l'auto non poteva rimanerne fuori.

L'avvento delle *connected car* porterà indubbiamente enormi benefici sia ai clienti che agli operatori del settore e alla comunità civile, con una maggiore cura del cliente, riducendo i costi di assicurazione e garanzia, limitando anche i problemi di congestione. Questa nuova concezione di auto creerà nuovi modelli di business e opportunità di profitto oggi ancora inesplorate. Tuttavia, quest'ascesa porta con se nuove strategie per la mobilità e aumenta i dubbi riguardo la vitalità, la longevità e la fattibilità dei *business model* tradizionali. A riguardo, viene sollevata la preoccupazione riguardo al rischio che nuovi *player*, fino ad oggi estranei al settore, entrino nel business dell'Automotive sconvolgendo le carte in tavola. Il riferimento è a Google, leader nelle nuove tecnologie e non solo, che recentemente ha messo gli occhi sul settore con la Google car, prototipo che tuttavia non sembra ancora vicino all'ingresso sul mercato e ad Apple che sembra aver raggiunto un accordo con BMW per la produzione di un'auto, il cui lancio secondo recenti anticipazioni di stampa sarebbe previsto per il 2019.

Secondo uno studio della società di ricerca IHS, le vendite di veicoli connessi a livello mondiale cresceranno da 19 milioni del 2014 a 71 milioni di unità nel 2022, a un tasso di crescita composto (CAGR)⁵¹ del 19%.

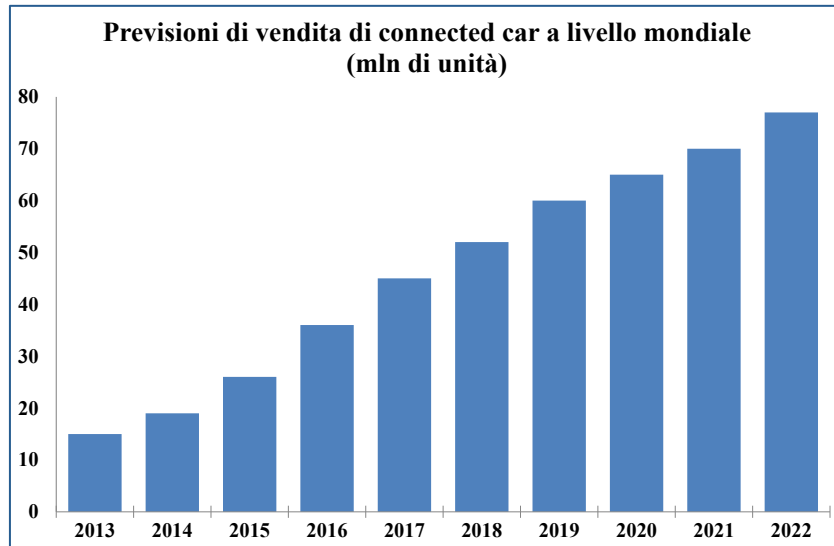


Figura 3 Fonte: IHS, *Five critical challenges facing the automotive industry*, 2015

Per gli operatori del settore diventa fondamentale capire quali possano essere gli sviluppi ed attrezzarsi ad affrontarne l'eventuale impatto sul mercato, mantenendo alta la flessibilità per adattarsi alle tecnologie future. D'altronde questa è un'opportunità che non si può lasciar sfuggire, il mercato delle *connected car* è in continua espansione e, come indicano le stime riportate nel grafico, le aspettative di crescita sono molto elevate.

I costi di sviluppo del prodotto bruciano valore più rapidamente che in altri settori

L'analisi comparativa dei costi di sviluppo dei prodotti tra il settore Automotive e i principali altri settori industriali e di servizi evidenzia una profonda differenza nel rapporto tra l'Enterprise Value (EV)⁵² e Capex⁵³ + R&D: una media del settore Automotive di 4,1 anni contro i circa 20 anni degli altri settori considerati.

⁵¹ *Compounded Annual Growth Rate*

⁵² Misura del valore di una società dato dalla somma della capitalizzazione di borsa e dell'indebitamento/liquidità netto

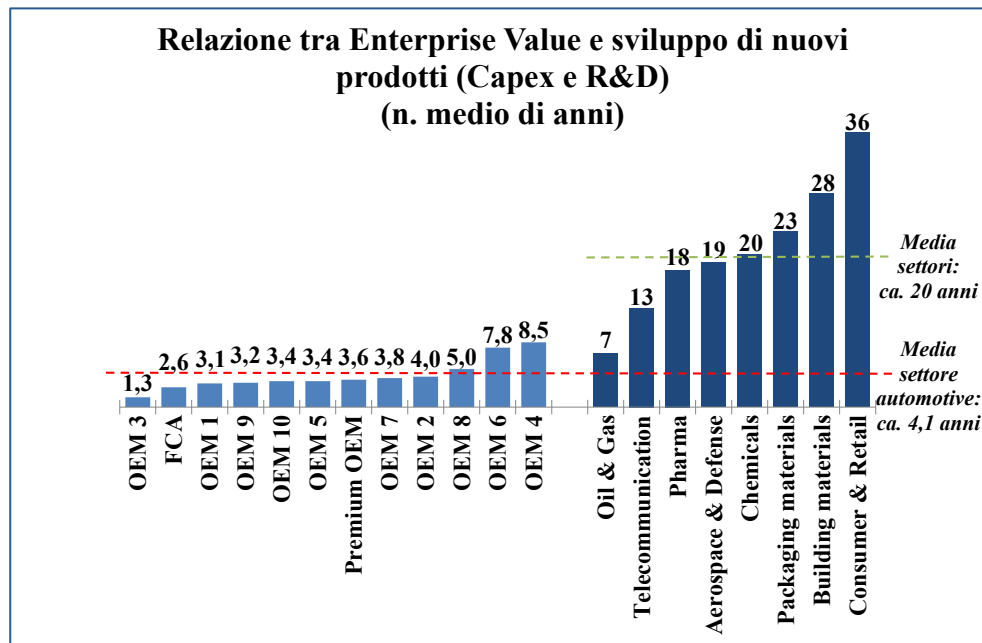


Figura 4 Fonte: Gruppo FCA, Confessions of a Capital Junkie, 2015

Tale parametro determina un forte impatto e oscillazioni dell'EBIT Margin dell'Automotive rispetto agli altri settori considerati. Ciò ha un effetto dirompente sulla redditività - calcolata in termini di ROIC⁵⁴ assumendo come WACC di settore 9%⁵⁵ - che risulta strutturalmente bassa e volatile, in quanto gli OEMs spendono ingenti capitali per sviluppare componenti "proprietary" che spesso si rivelano *intangibile*, ossia non percepiti dal consumatore. Durante la fase di progettazione e costruzione di un'auto, si impiega gran parte del capitale, circa il 40%, in ricerca e sviluppo, sia del veicolo che del propulsore. Un'altra quota consistente viene invece destinata agli investimenti nelle varie componenti che costituiscono il veicolo e nel propulsore.

Assumendo la fusione di due produttori, si stima che il 50-55% degli investimenti verrebbero indirizzati alla differenziazione di prodotti e tecnologie, mentre il restante 45-50% sarebbe investito nella componentistica *non riconoscibile* per il consumatore, con una condivisione piena dei due partner che genera ulteriori sinergie.

⁵³ *Capital Expenditure*, investimenti

⁵⁴ *Return On Invested Capital*, misura di remunerazione del capital investito

⁵⁵ *Weighted Average Cost of Capital*, costo medio ponderato del capital di un'impresa, ovvero il tasso di rendimento minimo che un fornitore di mezzi propri o di debito richiede come compenso per il proprio contributo di capitale.

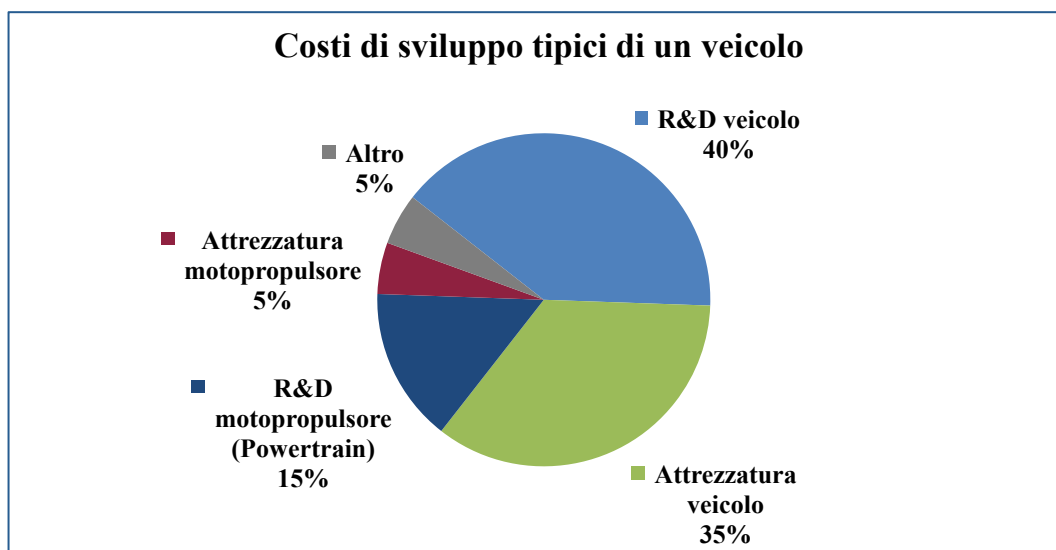


Figura 5 Fonte: Gruppo FCA, Confessions of a Capital Junkie, 2015

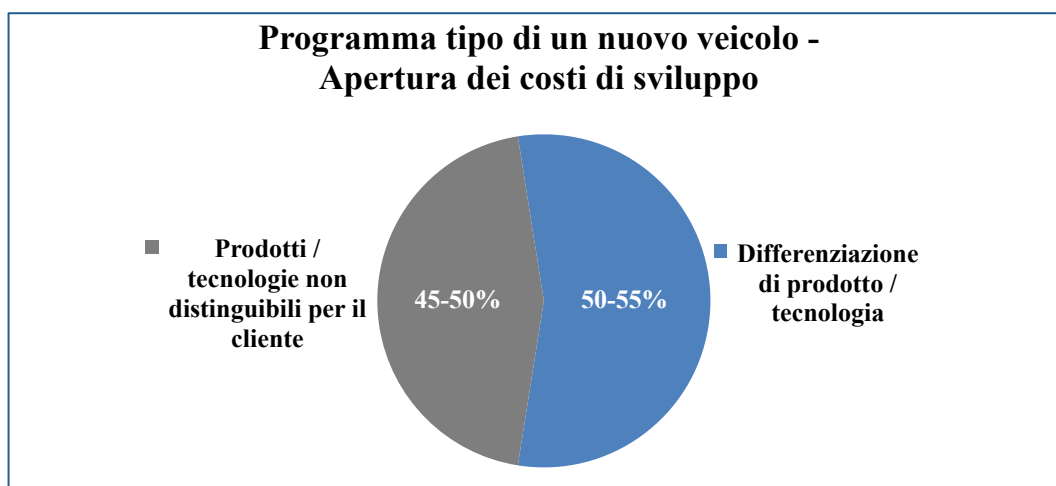


Figura 6 Fonte: Gruppo FCA, Confessions of a Capital Junkie, 2015

Una soluzione possibile proposta da FCA nello studio prevede la possibilità di ridurre drasticamente il numero di piattaforme, rendendole comuni e aumentando la dimensione.

In parte questo già avviene nel mercato, sia all'interno dei *Mainstream OEMs* che attraverso accordi *one-off*, *partnership* e joint venture tra produttori.

A titolo esemplificativo, il gruppo Volkswagen produce svariati modelli a marchio VW, Audi, Skoda e Seat, dalla Golf alla Passat, dalla A1 alla Ibiza utilizzando l'architettura globale *MQB Architecture*, così come il gruppo Toyota produce

numerosi modelli a marchio Toyota, Lexus e Daihatsu usando la piattaforma *MC-M Architecture*.

In tal modo gran parte del capitale può essere destinato a investimenti nel design, nella tecnologia o in altri fattori percepiti e *tangibili* per il consumatore.

Alcuni gruppi hanno intrapreso accordi di lungo termine per lo sviluppo comune dei propri modelli, altri hanno preferito accordi *one-off*, ad esempio per la produzione di alcuni modelli in determinate regioni del mondo.

La storia del settore Automotive è ricca di accordi tra produttori che si sono rivelati più o meno di successo, ma i casi di fallimento (cfr: in rosso nel grafico che segue) risultano più o meno omogenei a seconda del grado di integrazione.

Tipologia e struttura degli accordi tra OEMs

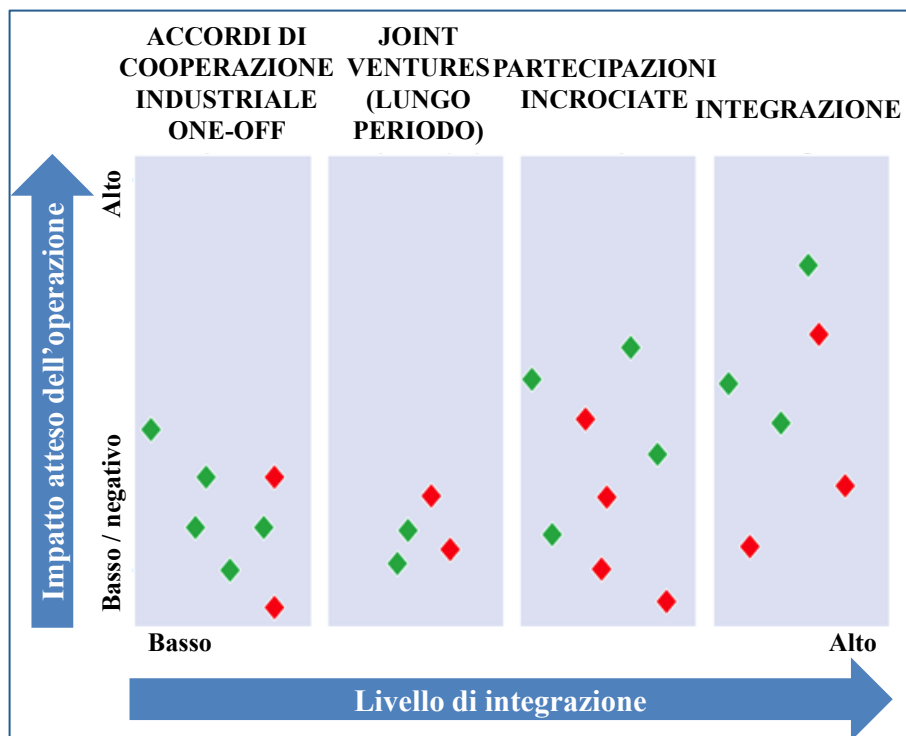


Figura 7 Fonte: FCA, *Confessions of a Capital Junkie*, 2015

Analizzando le operazioni di consolidamento avvenute nel settore si osservano punti di contatto sia tra quelle che si sono rivelate vincenti sia in quelle fallimentari.

Si sono spesso rivelate fallimentari quelle fusioni in cui vi era un alto grado di sovrapposizione (mercati, gamme, stabilimenti produttivi, reti di vendita, funzioni), risultando al contrario vincenti quelle con una ridotta sovrapposizione ed elevate opportunità di ottenere efficientamenti e sinergie.

La ragione risiede nel fatto che, in presenza di un alto grado di *overlapping*, sono più alti i rischi di conflitti tra i rispettivi management per difendere le autonomie decisionali.

In ogni caso, l'esperienza derivante da numerosi casi di fusione e accordi di integrazione indica come siano fondamentali, rapide e chiare decisioni per la costituzione e lo scambio di *management team* integrati tra i partner; la creazione di cantieri di progetto e presidio per la soluzione di problemi e di potenziali conflitti e la gestione dei rischi.

L'accordo Renault-Nissan è un'esemplificazione pratica: la partnership funziona perché non sussiste alcuna sovrapposizione né interferenza, un'azienda opera in Europa, l'altra in Giappone, e quando si sono avvicinate, Nissan doveva necessariamente essere ridimensionata e ristrutturata.

Un altro fattore di successo è la presenza di un forte e riconosciuto leader, abile nel creare fiducia tra le parti e disposto a mettere in gioco la sua reputazione personale al fine del successo dell'operazione.

La storia ci insegna anche che le operazioni più vantaggiose sono quelle *one-off*, come l'accordo Ford-GM per lo sviluppo della trasmissione o BMW che produce motori per più case automobilistiche.

Tuttavia, le analisi dei *case history* evidenziano come tutto ciò non sia sufficiente. Il consolidamento deve avvenire su più ampia scala così da creare fusioni di portata molto ampia che daranno vita, tra i Mainstream OEMs, a gruppi aziendali oggi inesistenti per dimensione, efficienza e redditività, che garantiranno enormi risparmi. Infatti la gran parte di JV e accordi realizzati tra produttori hanno portato a risultati molto scarsi, i ritorni dell'investimento e il valore delle case automobilistiche rimangono bassi se paragonati a quelle di gruppi industriali operanti in altre *industries*.

Analisi reddituale comparativa tra imprese operanti in settori diversi

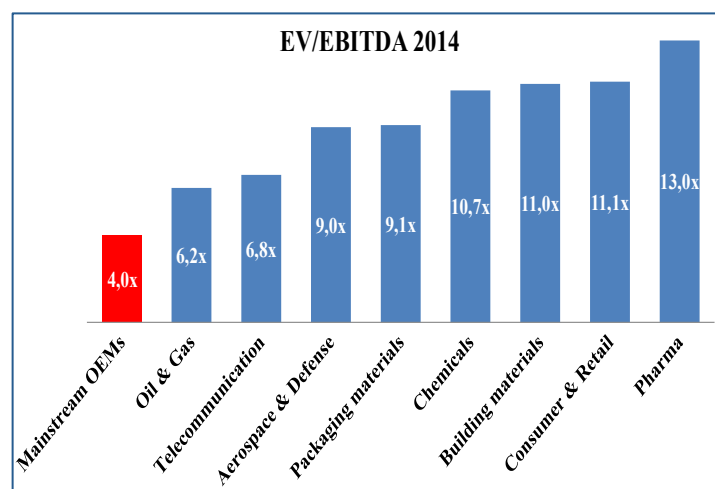


Figura 8 Fonte: FCA, *Confessions of a Capital Junkie*, 2015

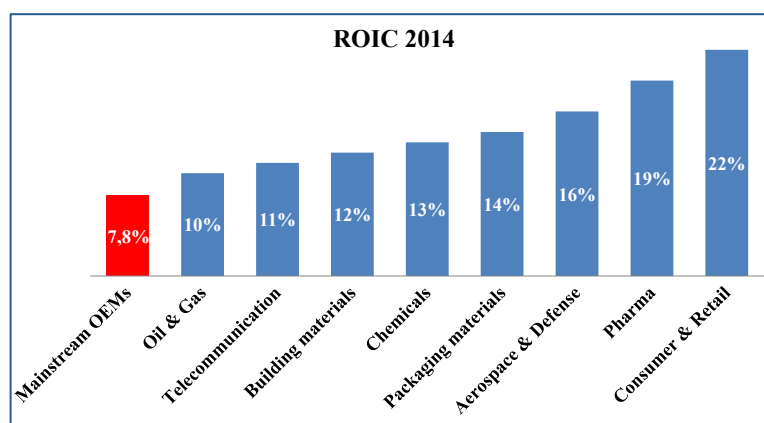


Figura 9 Fonte: FCA, *Confessions of a Capital Junkie*, 2015

Le cause di questo quadro competitivo e della posizione del settore Automotive sono principalmente due: 1) la riduzione organica su ampia scala delle piattaforme è condizionata da una forte resistenza da parte di molti OEMs nel sostituire vecchie e costose architetture, essendo in grado di farlo in modo significativo solo quelle case che già godono di ampie economie di scala; 2) le partnership *one-off* tra OEMs, possono essere tendenzialmente efficaci ma hanno portata limitata, circa il 40%, e, come tali, prevale la riluttanza a condividere aree e attività *core*.

Una fusione duratura nel tempo risulta quindi l'operazione più indicata e ambiziosa alla quale tendere.

Questo percorso è già avviato sul versante *supply chain*/fornitori; per la prima volta dal 2011 le operazioni di M&A tra fornitori nel settore Automotive sono tornate a crescere: nel 2014 sono state registrati 211 accordi, circa il 13%⁵⁶ in più rispetto all'anno precedente.

Tale andamento è dovuto principalmente alla spinta che deriva dall'avvento dell'*high-tech* nel settore che ha portato l'ingresso di nuovi player che per la prima volta competono in questo mercato.

La ricerca di nuove tecnologie per far fronte all'impatto sull'ambiente ha senza dubbio agevolato tale processo. Inoltre, fondamentale nella ripresa delle operazioni di consolidamento è stata la ritrovata fiducia nel settore insieme ai miglioramenti delle aspettative di aumento delle vendite. La decisione da parte dei *Mainstream OEMs* di utilizzare piattaforme sempre più standardizzate ha fatto sì che molti piccoli produttori siano stati costretti ad accordi ed integrazioni o a fondersi per sopravvivere nella scena globale.

Sulla base di analisi di PwC i Paesi che stanno trainando la nuova ondata di acquisizioni e fusioni sono principalmente il Nord America (47%) e l'Europa (30%). Positivo il dinamismo dei Paesi europei, le cui aziende dopo anni di dominio americano sono ritornate a riaffacciarsi sul mercato in qualità di attori dei *deal*.

Un ruolo importante inoltre è svolto dai fondi di private equity che hanno portato a termine più del 20% delle operazioni concluse. Gran parte delle acquisizioni stanno riguardando non solo i fornitori di parti e componenti di telai e motori, ma anche quelli che operano e curano l'aspetto estetico della vettura e i produttori di componenti per le *connected car*.

In caso di fusione i partner produttori potrebbero risparmiare molto capitale, beneficiare di sinergie risultanti e di opportunità di interventi di razionalizzazione di altri costi operativi, condividendo la produzione dei diversi componenti *intangible* per il consumatore.

Il *paper* di FCA dimostra come una potenziale condivisione delle fasi di sviluppo e produzione di veicoli e piattaforme inciderebbe fino ad un risparmio calcolato pari al 40-50% del totale dei costi di sviluppo e sinergie pari a circa 2 miliardi sugli investimenti.

⁵⁶ PwC, *Consolidation in the global Automotive Supply Industry*, 2014

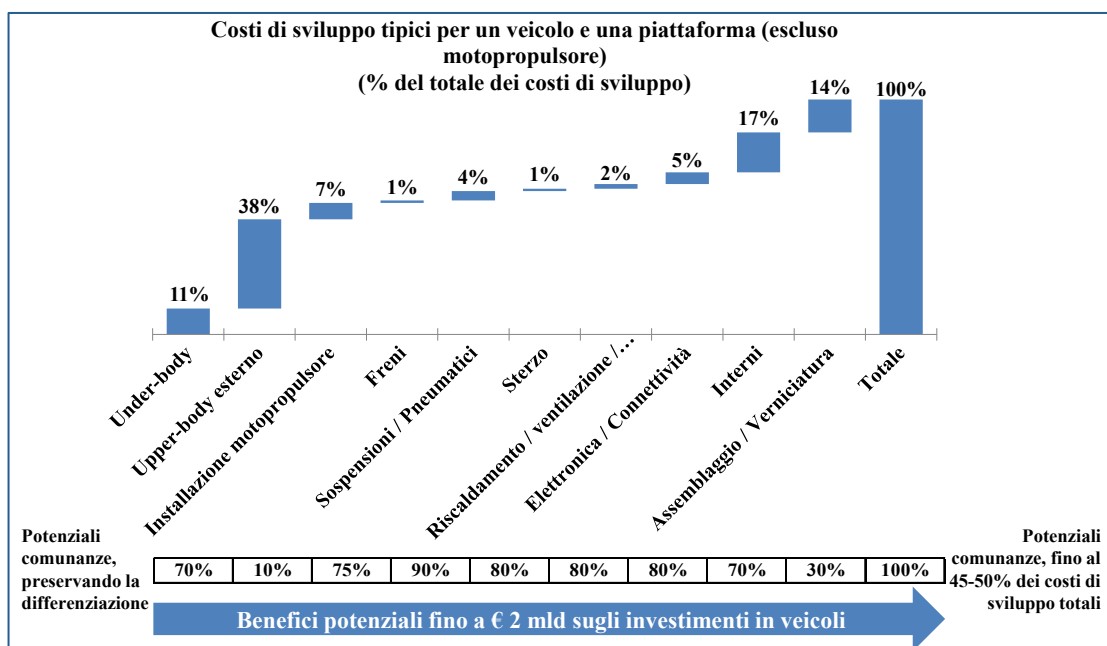


Figura 10 Fonte: FCA, *Confessions of a Capital Junkie*, 2015

Il grafico analizza le diverse fasi e costi che gli OEMs devono sostenere per lo sviluppo di un veicolo escluso il *powertrain*.

I costi variano dall'intervallo 11-38% per i telai (*under/upper body*), al 17% per gli interni. In caso di *merger* si calcolano ingenti risparmi nei diversi componenti senza intaccare l'identità dei *brand* delle singole case.

Fatta eccezione per le parti esterne e gli interni infatti, dove le possibilità di condivisione sono molto basse (dal 10 al 30%) tutti gli altri fattori, dalle sospensioni alla vernice hanno altissime possibilità di essere messe in comune e di generare quindi ingenti risparmi.

Risulta evidente a questo stadio sulla base dei dati disponibili analizzati come integrazioni su larga scala siano necessarie per liberare il potenziale dell'intero settore. Analizzando i principali driver, condivisione dell'R&D, ottimizzazione degli investimenti nei componenti, massimizzazione utilizzo impianti, opportunità di *cross-selling*, razionalizzazione dell'uso del capitale, si osserva come, in caso di accordi *one-off* e di joint venture, queste opportunità siano piuttosto basse.

Al contrario, come si evince dal grafico seguente, in caso di integrazione piena/*merger*, con una strategia di prodotto integrata, risultano alte le possibilità di ottimizzare gli investimenti, di condividere i costi di R&D, conseguire opportunità di *cross-selling* e di massimizzare l'utilizzo degli impianti e quindi di razionalizzare l'impiego del capitale investito.

Razionalizzazione dell'uso del capitale vs diverse strutture di co-operazione.

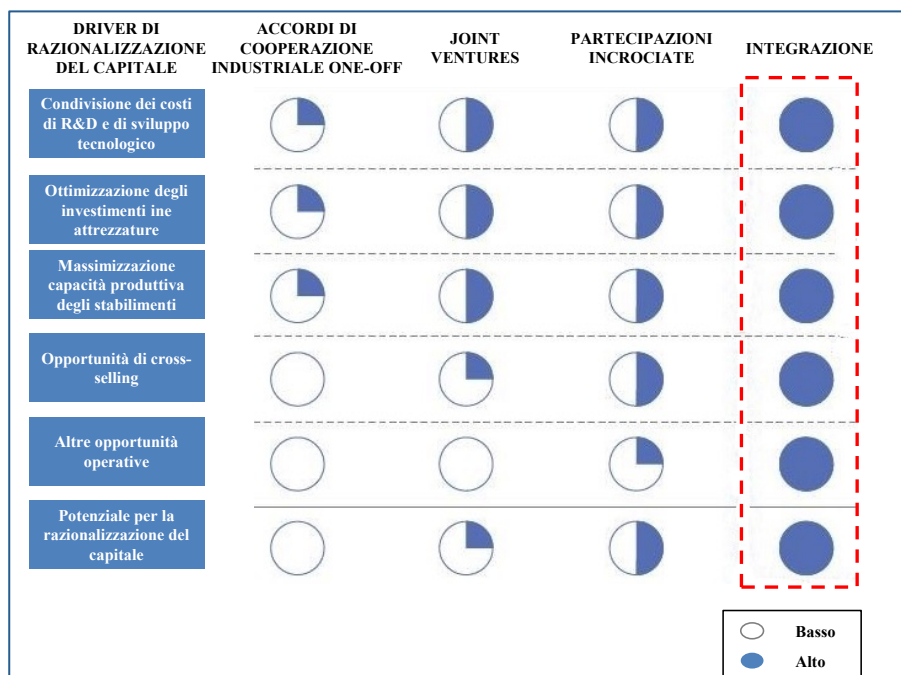


Figura 11 Fonte: FCA, *Confessions of a Capital Junkie*, 2015

Il consolidamento comporta certo rischi di esecuzione, ma parallelamente i benefici sono troppo grandi per essere ignorati: fino a € 4,5 miliardi annui, di cui oltre il 70% solo per il risparmio sugli investimenti in R&D; un'ottimizzazione degli impianti senza incidere sul personale e reti di distribuzione e brand che non vengono interessati dal consolidamento.

CAPITOLO IV

LA POSSIBILE ALLEANZA FCA-GM: ELABORAZIONE DI UN MODELLO SPERIMENTALE DI ANALISI

Mercato

In tempi non troppo lontani l'Avvocato Giovanni Agnelli, Presidente del Gruppo FIAT dal 1966 al 1996, prospettava come per sopravvivere nel mondo dell'auto si sarebbe dovuto raggiungere una produzione pari ad almeno 6 milioni di unità annue; oggi questa soglia si è alzata a 10 milioni.

Alla fine del 2014 FCA è il settimo OEM al mondo con vendite che raggiungono circa 5 milioni⁵⁷ di LV. GM realizza vendite prossime a 9 milioni⁵⁸ di LV. Unendosi i due produttori raggiungerebbero un volume totale di circa 14 milioni di veicoli leggeri, divenendo il primo produttore al mondo di LV con circa 3 milioni di auto vendute in più rispetto al gruppo Volkswagen.

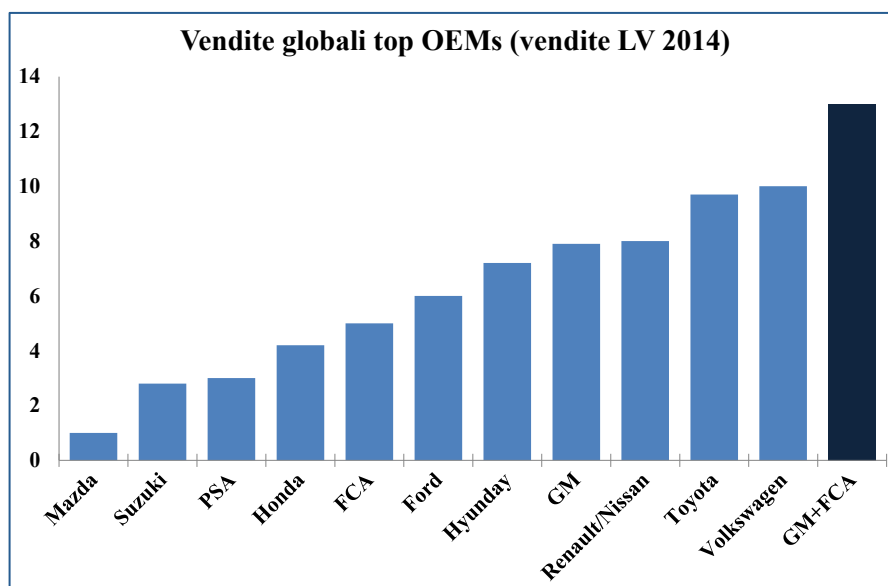


Figura 12 JP Morgan, *European autos: FCA and PSA*, 2015

⁵⁷ FCA, *Annual report*, 2014

⁵⁸ GM, *Annual report*, 2014

Mercati - Regioni

Lo scenario competitivo dei *Mainstream OEMs* è suddiviso in quattro macro aree: NAFTA, LATAM, EMEA, APAC.

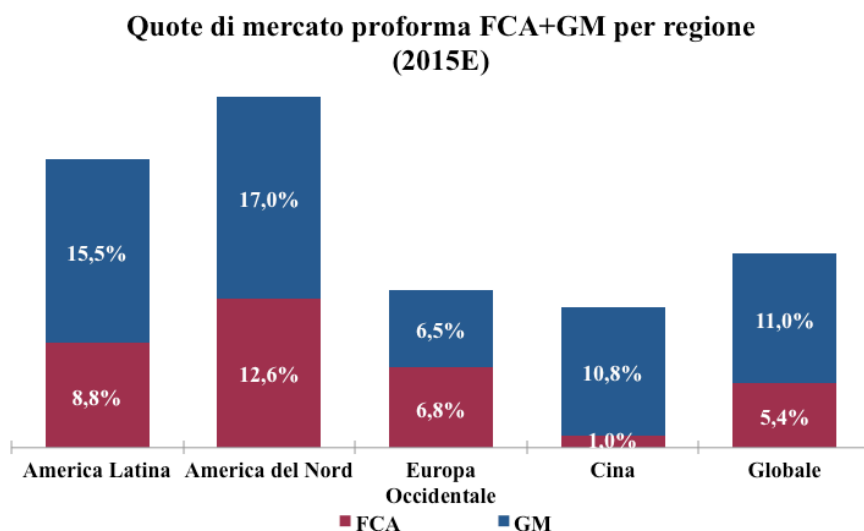


Figura 13 Fonte: Bernstein, *FCA-GM: Hail Mary or Hail Sergio. Could FIAT launch a hostile bid for GM?*,

L'eventuale fusione porterebbe notevoli vantaggi a entrambe le case automobilistiche in termini di presenza sui vari mercati.

In particolare i due gruppi arriverebbero a dominare il mercato americano, ricoprendo una quota del 24,3% del mercato LATAM e salirebbero al 29,6% nel NAFTA. In Europa tra Fiat e Opel la quota congiunta sarebbe del 13,3%⁵⁹.

FCA trarrebbe inoltre un vantaggio in Cina, dove ora la sua presenza è pari a poco più dell'1%, mentre in caso di unione arriverebbe all'11,8%.

A livello globale, il colosso FCA+GM raggiungerebbe una quota di mercato del 16,4%.

In Italia specificamente il potenziale colosso occuperebbe una fetta di mercato pari a circa il 35% risultando *leader* assoluto del mercato. Inoltre, si affermerebbe anche in un mercato di notevole importanza come quello tedesco con una quota leggermente superiore al 10%⁶⁰.

⁵⁹ Bernstein, *FCA-GM: Hail Mary or Hail Sergio. Could FIAT launch a hostile bid for GM?*, 2015

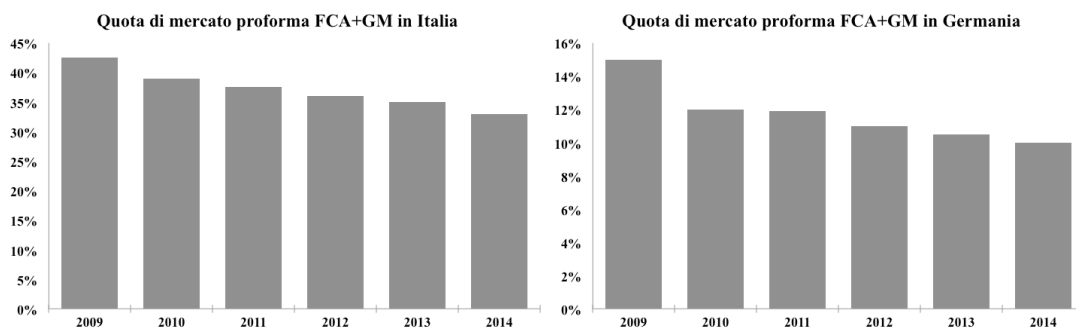


Figura 14 Fonte: Bernstein, *FCA-GM: Hail Mary or Hail Sergio. Could FIAT launch a hostile bid for GM?*,

Segmenti

Il mercato delle auto è suddiviso in vari segmenti a seconda della grandezza e delle potenzialità del veicolo. I segmenti A, B e C comprendono le utilitarie e le berline di modeste dimensioni; i segmenti D ed E sono costituiti invece dalle berline di medio/grandi dimensioni. Le auto di lusso e le auto sportive sono comprese nelle fasce F e S.

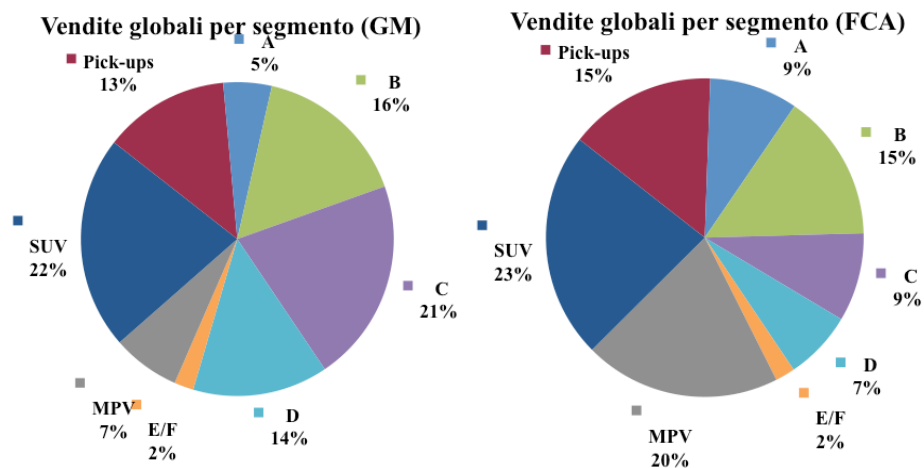


Figura 15 Fonte: Bernstein, *FCA-GM: Hail Mary or Hail Sergio. Could FIAT launch a hostile bid for GM?*,

FCA ha un ricco portafoglio di offerta per quanto riguarda veicoli commerciali leggeri LCV e i SUV, ma con una portata molto più ampia in questo segmento. Con la sua offerta di 21 modelli, FCA realizza vendite per circa 2,2 milioni di veicoli in questo segmento nei mercati americano, europeo ed asiatico. GM invece, con 34

modelli in offerta, produce lo stesso numero di veicoli di FCA nel segmento con prevalenza nel mercato americano.

Per quanto riguarda i segmenti A, B, C e le auto ibride, FCA ha volumi di vendita pari a 2,2 milioni a livello globale con un'offerta di 38 modelli. GM vanta un'offerta di 40 modelli e vendite doppie.

Alla luce di questi dati l'eventuale *merger* tra le due case automobilistiche rappresenterebbe una grande opportunità per FCA di affermarsi nei segmenti A B e C, e per GM di consolidarsi nei segmenti LCV e SUV.

Powertrain alternative

La fusione tra FCA e GM porterebbe inoltre vantaggi alla casa italiana dal punto di vista delle nuove *powertrain alternative*.

Infatti il colosso di Detroit è molto forte nel campo sia delle vetture elettriche sia di quelle ibride plug-in, al contrario di FCA che ne è quasi del tutto sprovvista, fatta eccezione per la 500e.

Un eventuale accordo potrebbe quindi aprire nuovi orizzonti per i potenziali partner e porterebbe significativi ritorni sia dal punto di vista dei ricavi che dell'immagine.

L'obiettivo in casa GM era di vendere mezzo milione di auto elettriche entro il 2017 ⁶¹ nel mercato statunitense, anche in funzione dell'obiettivo posto dall'amministrazione Obama di avere sulle strade americane almeno un milione di veicoli elettrici entro il 2015. Alla fine del 2014 il numero complessivo di veicoli elettrici venduti da GM ammontava a 180.840 unità, in netto miglioramento rispetto alle 153.034 e alle 39.843 degli anni precedenti ma ancora ben lontani dalla soglia obiettivo desiderata.

La questione in America come in Europa resta sempre la stessa: la domanda è ancora molto bassa e il mercato dell'elettrico e dell'ibrido è tuttora segnato da volumi di vendita molto contenuti. Secondo i dati pubblicati da IHS, nel primo trimestre 2015 la Norvegia è stata il paese trainante: il 33% delle auto immatricolate nel periodo sono auto elettriche (ma con volumi limitati); nei Paesi Bassi la quota nel periodo è stata

⁶¹ GM, *Business plan*

del 5,7%, in UK dell'1,2%, mentre nei mercati più importanti come quello tedesco, giapponese e americano non ha superato l'1%.⁶²

Modello di simulazione e *sensitivity analysis* della possibile fusione FCA-GM

L'analisi svolta in questo paragrafo è basata sulla costruzione di un modello⁶³ che assume un arco temporale basato sui dati economico-finanziari consuntivi del triennio 2012-2014 e sulle stime del 2015 e 2016 secondo il *consensus* del mercato.

Il modello simula ed analizza:

- gli effetti di una fusione FCA-GM, virtualmente unica considerando la società target (GM) e *all-equity*, ma con un premio significativo a favore di GM in funzione del differenziale di P/E esistente tra i due gruppi e della necessità quindi di convincere gli attuali azionisti GM ad accettare il rischio del *deal*;
- i benefici e gli effetti derivanti dalle complesse sinergie industriali su Costo del Venduto/COGS, Ricerca e Sviluppo/R&D, Spese Generali e Amministrative/G&A, Capacità Produttiva, CCC/Ricavi.

Sinergie

La costruzione di un modello di analisi su un progetto di tale ampia portata può in parte basarsi sulle assunzioni e valutazioni contenute nella presentazione *Confessions of a Capital Junkie*, in funzione delle assunzioni relative alla capacità di generare importanti sinergie.

Facendo una media degli ultimi tre esercizi (2012-2014) i ricavi di FCA sono pari a € 89 miliardi circa, quelli di GM € 119 miliardi⁶⁴ circa. La semplice somma della media dei ricavi degli ultimi tre anni, porterebbe a un totale FCA+GM di circa € 208 miliardi.

⁶² IHS

⁶³ Modello elaborato dal candidato

⁶⁴ Media fatta sui dati da S&P Capital IQ

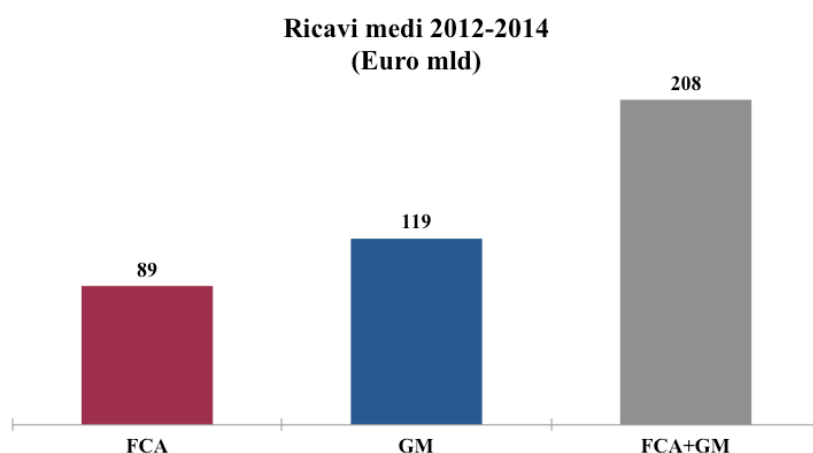


Figura 16 Fonte: Elaborazione propria su dati di bilancio consolidato dei Gruppi FCA e General Motors

Analizzando invece i Costi Operativi calcolati come la somma tra la media dei COGS degli ultimi tre esercizi e la media dei G&A si ricava che FCA ha costi operativi pari a € 83 miliardi e GM pari a € 113 miliardi.

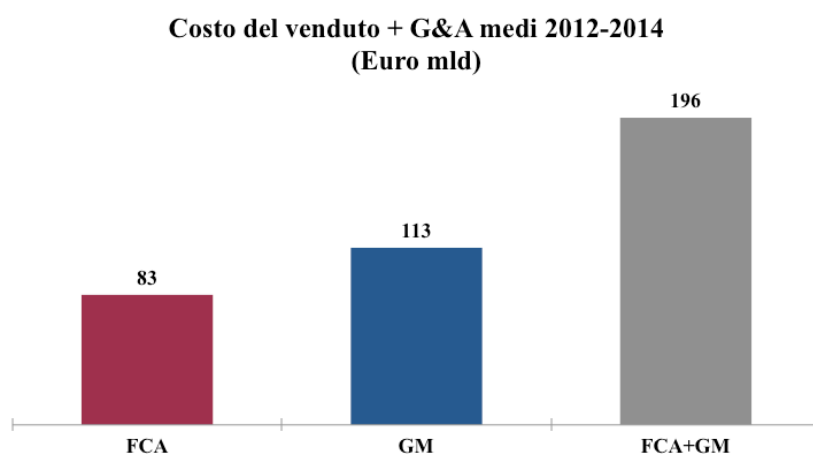


Figura 17 Fonte: Elaborazione propria su dati di bilancio consolidato dei Gruppi FCA e General Motors

Il margine operativo della *combined entity* sarebbe quindi mediamente pari a € 12 miliardi.

**Ipotesi di margine combinato medio 2012-2014 FCA
+GM
(Euro mld)**

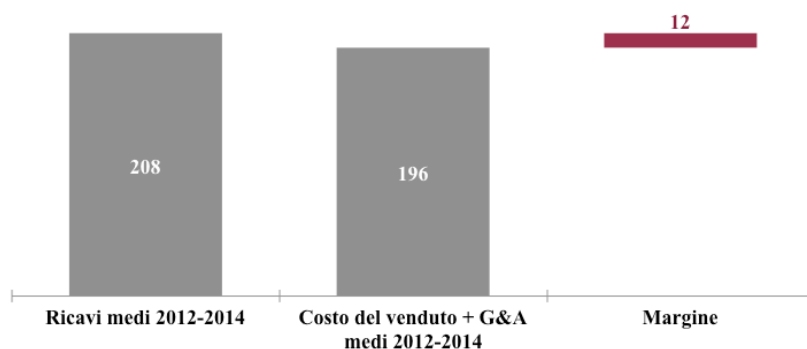


Figura 18 Fonte: Elaborazione propria su dati di bilancio consolidato dei Gruppi FCA e General Motors

Analizzando Ricavi, COGS e G&A sia dei due produttori *stand-alone*, che dell'eventuale nuovo gruppo e confrontandoli con la media del settore, si riscontrano delle potenziali sinergie solamente riguardo l'incidenza del Costo del Venduto e non per i G&A.

Analisi dei dati economici

Dati in Euro miliardi

| Società | Ricavi | | | Costo del venduto | | | G&A | | | EBITDA | | | Margine % sui Ricavi | | |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|----------------------|------|------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2012 | 2013 | 2014 | 2012 | 2013 | 2014 | 2012 | 2013 | 2014 | 2012 | 2013 | 2014 |
| Fiat Chrysler Automobiles | 83,8 | 86,6 | 96,1 | -71,4 | -74,3 | -83,1 | -6,8 | -6,7 | -7,1 | 7,3 | 7,2 | 7,5 | 9% | 8% | 8% |
| General Motors | 115,5 | 112,9 | 128,8 | -101,3 | -97,8 | -112,9 | -9,3 | -8,5 | -10,0 | 8,3 | 9,0 | 7,5 | 7% | 8% | 6% |
| FCA + GM | 199,2 | 199,5 | 224,9 | -172,7 | -172,1 | -196,0 | -16,1 | -15,2 | -17,1 | 15,6 | 16,2 | 15,0 | | | |
| Toyota Motor | 169,2 | 182,8 | 181,1 | -143,8 | -149,2 | -140,9 | -16,7 | -16,7 | -18,3 | 13,0 | 20,8 | 25,0 | 8% | 11% | 14% |
| Volkswagen | 192,7 | 197,0 | 202,5 | -141,9 | -144,1 | -145,9 | -23,8 | -25,0 | -25,4 | 19,4 | 19,1 | 20,5 | 10% | 10% | 10% |
| Peugeot | 55,4 | 53,1 | 53,6 | -46,5 | -45,0 | -44,4 | -6,0 | -5,8 | -5,8 | 1,3 | 1,3 | 2,5 | 2% | 2% | 5% |
| Renault | 41,3 | 40,9 | 41,1 | -34,1 | -33,6 | -33,3 | -4,5 | -4,3 | -4,5 | 2,5 | 2,7 | 3,3 | 6% | 7% | 8% |
| Nissan Motor | 85,6 | 72,4 | 73,9 | -70,8 | -57,5 | -57,7 | -8,7 | -8,0 | -9,2 | 10,3 | 6,3 | 6,0 | 12% | 9% | 8% |
| Hyundai | 60,2 | 60,1 | 67,6 | -46,3 | -46,7 | -53,1 | -7,4 | -7,2 | -8,2 | 7,3 | 7,5 | 7,6 | 12% | 12% | 11% |
| Ford | 101,3 | 106,7 | 119,0 | -85,7 | -90,9 | -102,0 | -8,7 | -9,6 | -11,7 | 8,7 | 9,0 | 9,3 | 9% | 8% | 8% |
| Media Settore | 100,8 | 101,9 | 105,5 | -81,3 | -81,0 | -82,5 | -10,9 | -10,9 | -11,9 | 8,9 | 9,5 | 10,6 | | | |

Figura 19 Fonte: Rielaborazione propria su dati di bilancio da Standard & Poor's Capital IQ

Le simulazioni sono state svolte sulla base delle seguente assunzioni:

- incidenza media del COGS sui Ricavi della *combined entity* FCA+GM mediamente pari all'87%;
- incidenza media dei G&A sui Ricavi degli altri principali competitor del settore mediamente pari all'80%

ne deriva un differenziale del 6% circa a sfavore di FCA+GM, su cui possono essere ipotizzate delle sinergie atte al recupero di efficienza del nuovo gruppo verso la media del settore.

| Società | Costo del venduto/Ricavi | | | | G&A/Ricavi | | | |
|--|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | Media | 2012 | 2013 | 2014 | Media |
| Fiat Chrysler Automobiles | 85% | 86% | 86% | | 8% | 8% | 7% | |
| General Motors | 88% | 87% | 88% | | 8% | 8% | 8% | |
| FCA + GM | 87% | 86% | 87% | 87% | 8% | 8% | 8% | 8% |
| Toyota Motor | 85% | 82% | 78% | | 10% | 9% | 10% | |
| Volkswagen | 74% | 73% | 72% | | 12% | 13% | 13% | |
| Peugeot | 84% | 85% | 83% | | 11% | 11% | 11% | |
| Renault | 83% | 82% | 81% | | 11% | 11% | 11% | |
| Nissan Motor | 83% | 79% | 78% | | 10% | 11% | 13% | |
| Hyundai | 77% | 78% | 79% | | 12% | 12% | 12% | |
| Ford | 85% | 85% | 86% | | 9% | 9% | 10% | |
| Media Settore | 81% | 81% | 79% | 80% | 11% | 11% | 11% | 11% |
| Differenziale FCA+GM vs Settore | | | | 6% | | | | -3% |

Dati in Euro miliardi

| Società | Ricavi | | |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2014A | 2015E | 2016E |
| Fiat Chrysler Automobiles | 96,1 | 111,2 | 116,7 |
| General Motors | 128,8 | 131,9 | 135,7 |
| FCA + GM | 224,9 | 243,0 | 252,4 |
| Sinergie su Costo del venduto | | | |
| FCA + GM | 14,0 | 15,2 | 15,7 |
| Sinergie su G&A | | | |
| FCA + GM | -7,1 | -7,7 | -7,9 |

Figura 20 Fonte: Rielaborazione propria su dati di bilancio da Standard & Poor's Capital IQ

Ipotizzando pertanto un recupero di efficienza dei COGS pari al 6% dei ricavi, si riscontra una potenziale sinergia di € 14 miliardi (base dati 2014) per la *combined entity* FCA+GM. Adottando lo stesso criterio alle previsioni degli analisti sui ricavi delle due società per il biennio 2015-2016 si ottengono sinergie potenziali di € 15,2 miliardi e € 15,7 miliardi.

Di contro l'analisi dei G&A sui ricavi ha evidenziato che la *combined entity* FCA+GM risulterebbe già più efficiente della media di settore e pertanto non lascerebbe ulteriore spazio a sinergie di costo.

R&D

Nel documento *Confessions of a Capital Junkie*, Marchionne afferma che un'eventuale operazione d'integrazione di FCA con un diretto *competitor* potrebbe portare a dei risparmi sui costi di ricerca e sviluppo fino al 40%.

Dal bilancio di FCA risulta che la stessa casa automobilistica ha investito nel 2014 € 3,7 miliardi in R&D mentre GM invece ha speso € 6,5 miliardi⁶⁵, congiuntamente circa € 10,2 miliardi di R&D.

Ipotizzando un risparmio pieno fino al 40% sul totale cumulato dei costi di ricerca e sviluppo, si otterrebbe un risparmio di circa € 4 miliardi.

Sulla base di un'analisi di JP Morgan è interessante evidenziare come per i segmenti B e C (significativi nei volumi per entrambi i costruttori), il risparmio ottenibile sul budget R&D aggregato tra le due case sarebbe del 10% e dunque pari a € 1 miliardo circa.

In conclusione una media tra i benefici calcolati da JP Morgan e quelli qui stimati in base al documento di Marchionne, esprime con ragionevolezza risparmi potenziali di € 2,5 miliardi.

Capacità produttiva

Entrambi i Gruppi operano in un settore ad alta competitività con significativo eccesso di capacità produttiva, come dagli stessi descritto nei rispettivi bilanci 2014. Il tentativo dunque di vendere più veicoli da parte dei produttori può avere un impatto negativo sui prezzi di mercato, sulle quote di mercato e sui risultati operativi dei due produttori presi in analisi.

Nel caso in esame non sono attesi particolari benefici sulla capacità di utilizzo degli impianti in caso di fusione. Tuttavia le sinergie sopra indicate derivanti dalla messa in comune e ottimizzazione di piattaforme e complessi *powertrain* potrebbero incrementarsi significativamente con la condivisione e ottimizzazione degli impianti produttivi in Nord America, con i risparmi nel network di distribuzione e vendite, con l'integrazione in Europa tra Fiat ed Opel e con la razionalizzazione delle sovrapposizioni nei mercati LATAM.

⁶⁵ 7,4 miliardi di dollari, tasso di cambio 1,13 al 24 settembre (Sole24Ore)

Capitale Circolante Commerciale/Ricavi

FCA+GM godono complessivamente di una gestione del Circolante Commerciale più efficiente dei *competitor*, con tempi di dilazione dei pagamenti superiore ai tempi di incasso e di stoccaggio (elevata forza contrattuale).

Dati in Euro miliardi

| 2014 | FCA | GM | VW | Toyota | Daimler | Ford | Media Settore | FCA+GM |
|----------------------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| Crediti commerciali | 2,6 | 7,5 | 11,5 | 14,4 | 7,8 | 0,0 | 8,4 | 10,1 |
| Rimanenze | 12,5 | 11,3 | 31,5 | 13,4 | 20,9 | 6,5 | 18,0 | 23,7 |
| Debiti commerciali | -19,9 | -18,6 | -17,8 | -15,6 | -9,9 | -15,6 | -14,7 | -38,5 |
| Capitale Circolante | -4,8 | 0,2 | 25,1 | 12,1 | 18,8 | -9,1 | 11,7 | -4,7 |
| CCC / Ricavi | -5,0% | 0,1% | 12,4% | 6,7% | 14,5% | -7,6% | 6,5% | -2,1% |

Figura 21 Fonte: Elaborazione propria su dati di bilancio da Standard & Poor's Capital IQ

A fine 2014 l'investimento in Capitale Circolante Commerciale (CCC)⁶⁶ da parte dei due gruppi risultava pertanto negativo, contro un investimento medio dei principali competitor del 6,5%⁶⁷ dei ricavi. Pertanto non si ravvisano spazi per ulteriori efficientamenti da parte della *combined entity* FCA+GM.

Distribuzione

Sulla base dei documenti analizzati⁶⁸ un'eventuale operazione di integrazione tra le due case automobilistiche non avrebbe impatti sulla rete distributiva.

Analizzando i bilanci dei due OEMs coinvolti si trovano dati interessanti sulla rete distributiva, tuttavia non confrontabili col mercato per mancanza di dati omogenei dei competitor.

Dopo aver individuato il numero di dealer per FCA e per GM e dopo averli messi in rapporto col numero di veicoli venduti dagli stessi per area geografica, si nota che, fatta eccezione per il NAFTA, le vendite per dealer di FCA risultano notevolmente superiori a quelle dei dealer GM, dimostrando quindi una maggiore efficienza (o miglior dislocazione territoriale) della rete di vendita FCA.

⁶⁶ Saldo dei crediti e debiti commerciali e delle rimanenze

⁶⁷ Media basata su dati S&P Capital IQ

⁶⁸ FCA, *Confessions of a Capital Junkie*, 2015

Analisi rete di distribuzione

Dati in unità

| | FCA | | | GM | | | FCA+GM | | |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2012 | 2013 | 2014 | 2012 | 2013 | 2014 |
| Dealers | | | | | | | | | |
| NAFTA | 3,156 | 3,204 | 3,251 | 5,015 | 4,946 | 4,908 | 8,171 | 8,150 | 8,159 |
| LATAM | 436 | 450 | 441 | 1,250 | 1,201 | 1,272 | 1,686 | 1,651 | 1,713 |
| EMEA | 2,495 | 2,300 | 2,143 | 7,574 | 7,087 | 6,633 | 10,069 | 9,387 | 8,776 |
| APAC | 470 | 671 | 729 | 6,915 | 7,472 | 7,699 | 7,385 | 8,143 | 8,428 |
| Veicoli | | | | | | | | | |
| NAFTA | 1,989,000 | 2,148,000 | 2,459,000 | 3,208,000 | 3,276,000 | 3,320,000 | 5,197,000 | 5,424,000 | 5,779,000 |
| LATAM | 962,000 | 933,000 | 830,000 | 1,050,000 | 1,053,000 | 886,000 | 2,012,000 | 1,986,000 | 1,716,000 |
| EMEA | 917,000 | 875,000 | 886,000 | 1,231,000 | 1,163,000 | 1,172,000 | 2,148,000 | 2,038,000 | 2,058,000 |
| APAC | 115,000 | 199,000 | 267,000 | 957,000 | 921,000 | 655,000 | 1,072,000 | 1,120,000 | 922,000 |
| Veicoli per dealer | | | | | | | | | |
| NAFTA | 630 | 670 | 756 | 640 | 662 | 676 | 636 | 666 | 708 |
| LATAM | 2206 | 2073 | 1882 | 840 | 877 | 697 | 1193 | 1203 | 1002 |
| EMEA | 368 | 380 | 413 | 163 | 164 | 177 | 213 | 217 | 235 |
| APAC | 245 | 297 | 366 | 138 | 123 | 85 | 145 | 138 | 109 |
| FCA vs GM | | | | | | | | | |
| | 2012 | 2013 | 2014 | | | | | | |
| NAFTA | -1% | 1% | 12% | | | | | | |
| LATAM | 163% | 136% | 170% | | | | | | |
| EMEA | 126% | 132% | 134% | | | | | | |
| APAC | 77% | 141% | 331% | | | | | | |

Figura 22 Fonte: Elaborazione propria su dati da bilancio FCA e GM

Pur ravvisando lo spazio per eventuali sinergie nella rete di vendita, la mancanza di dati di dettaglio dei principali competitor non ne permette una quantificazione.

Investment Thesis e Valutazione

L'ammontare delle sinergie stimabili ammonterebbe a circa € 16,5 miliardi:

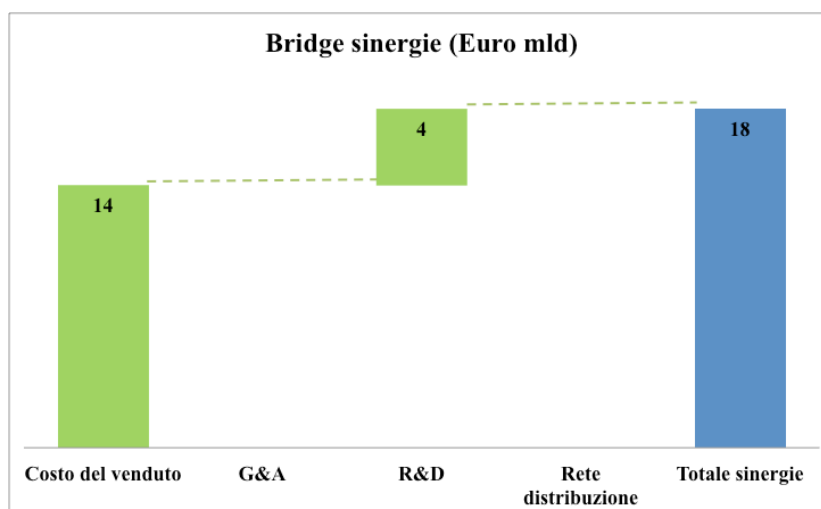


Figura 23 Fonte: Elaborazione propria (dalla simulazione sono escluse le sinergie sul circolante che non presentano un impatto significativo sul margine in quanto non relative alla riduzione dei costi)

Pertanto il margine operativo della *combined entity* FCA+GM risulterebbe mediamente in incremento da € 12 miliardi a € 28,5 miliardi, +137%.

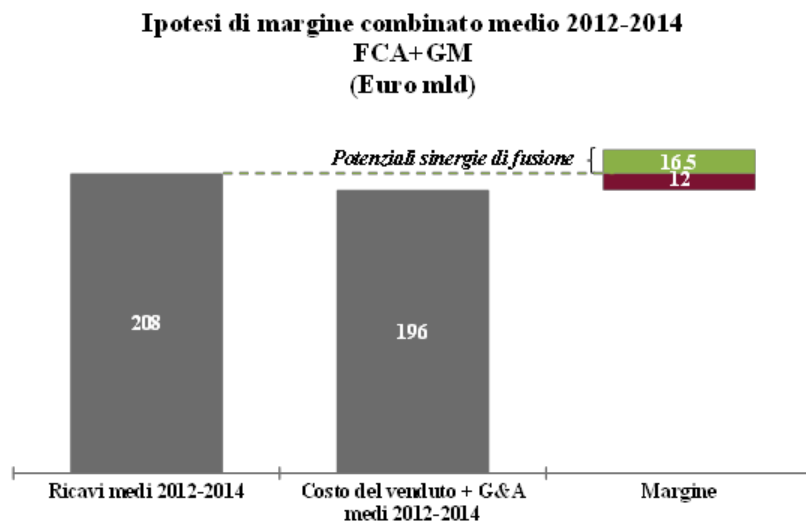


Figura 24 Fonte: Elaborazione propria

Sulla base degli ultimi dati disponibili S&P Capital IQ, gli Enterprise Value di FCA e GM al 28 settembre 2015 risultano i seguenti:

| Stima del valore | FCA | GM | FCA+GM |
|-----------------------------|-----------|-----------|-----------|
| Capitalizzazione di Mercato | 14 | 45 | 59 |
| Posizione Finanziaria Netta | 10 | 28 | 38 |
| Enterprise Value | 24 | 73 | 97 |

Figura 25 Fonte: Elaborazione propria

L'Enterprise Value della *combined entity* – come somma algebrica e senza sinergie - risulterebbe dunque di circa € 100 miliardi, per il 25% derivante da FCA e il 75% da GM.

Tali valori presumibilmente rappresenterebbero la base per il calcolo del concambio azionario ai fini della fusione.

Modello di valutazione della *combined entity* FCA-GM

Data una stima di sinergie mediamente realizzabili di € 16,5 miliardi ad incremento immediato del margine operativo, il beneficio per gli azionisti FCA+GM sarebbe di circa € 10 miliardi al netto di una aliquota fiscale media del 40%

| Dati in Euro miliardi | |
|---------------------------------------|-----------|
| Valutazione delle potenziali sinergie | |
| Sinergie lorde | 16,5 |
| Tassazione | -40% |
| Sinergie nette | 10 |

Figura 26 Fonte: Elaborazione propria

Ipotizzando una riduzione progressiva del 20% annuo degli effetti delle sinergie potenziali (ad esempio per oneri da integrazione, omogeneizzazione dei sistemi informativi e amministrativi e altro), possiamo ipotizzare una riduzione di tali benefici sino a un valore di € 2 miliardi preservabile anche nel lungo periodo.

Applicando il metodo del DCF (*Discounted Cash Flow*), con un costo medio ponderato del capitale (WACC) del 9%⁶⁹, si ottiene un valore attualizzato delle sinergie nel prossimo quinquennio di circa € 24 miliardi e un valore terminale attualizzato di € 14 miliardi, per un incremento complessivo di *Enterprise Value* della *combined entity* FCA+GM di € 39 miliardi circa.

| Metodo dei flussi di cassa scontati (DCF) | Anni | | | | | |
|---|-----------|---|---|---|---|----|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | TV |
| Sinergie | 10 | 8 | 6 | 4 | 2 | |
| Tasso di sconto (WACC) | 9% | | | | | |
| Crescita sistematica (G) | 0% | | | | | |
| Sinergie attualizzate | 9 | 7 | 5 | 3 | 1 | |
| Somma delle sinergie attualizzate | 24 | | | | | |
| Valore Terminale (TV) | | | | | | 22 |
| Valore Terminale (TV) attuale | 14 | | | | | |
| Enterprise Value addizionale da Sinergie | 39 | | | | | |

Figura 27 Fonte: Elaborazione propria

Ne consegue che l'Enterprise Value della nuova realtà FCA+GM sarebbe pari a € 136 miliardi, con un incremento del 40% sulla mera somma algebrica dei rispettivi valori presi singolarmente.

⁶⁹ Stima indicate nel documento Confessions of a capital junkie

| Stima dell'Enterprise Value | FCA | GM | FCA+GM |
|---|-----------|-----------|------------|
| Capitalizzazione di Mercato | 14 | 45 | 59 |
| Posizione Finanziaria Netta | 10 | 28 | 38 |
| Enterprise Value as is | 24 | 73 | 97 |
| Enterprise Value addizionale da Sinergie | | | 39 |
| Enterprise Value combined entity | | | 136 |
| <i>Incremento % EV</i> | | | <i>40%</i> |

Figura 28 Fonte: Elaborazione propria

Sulla base dei corsi azionari al 28 settembre 2015 e delle ultime informazioni disponibili sull'indebitamento finanziario delle società del settore, il multiplo dell'Enterprise Value di FCA e GM sull'EBITDA 2014 è pari rispettivamente a 3,2 e 9,7 volte. La media delle altre società competitor è pari a 10,6 volte.

La *business combination* tra FCA e GM ante sinergie operative condurrebbe a un multiplo EV/EBITDA 2014 di 6,5, rappresentando un vantaggio per gli azionisti di FCA ma con un effetto deprimente del valore per gli azionisti GM, compensabile in sede negoziale con un premio sul concambio azionario.

Al contrario le sinergie stimate condurrebbero a un EV/EBITDA 2014 di FCA+GM pari a circa 9 volte, riallineando il nuovo gruppo alla media del mercato.

Ciò rappresenterebbe senza dubbio un vantaggio per gli azionisti di FCA (principali beneficiari dell'operazione) ma anche per gli azionisti di GM che otterrebbero la maggioranza (e i dividendi) di un gruppo con volumi di vendite e margini superiori in valore assoluto.

Dati in Euro miliardi

| Multiplo di Borsa | FCA | GM | VW | Toyota | Daimler | Ford | Media Settore (escl. FCA e GM) | FCA+GM (ante sinergie) | FCA+GM (post sinergie) |
|-------------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-----------------------------------|---------------------------|---------------------------|
| EV | 24 | 73 | 137 | 287 | 157 | 139 | 180 | 97 | 136 |
| EBITDA 2014 | 7 | 8 | 21 | 25 | 13 | 9 | 17 | 15 | 15 |
| EV/EBITDA | 3,2 | 9,7 | 6,7 | 11,5 | 12,0 | 15,1 | 10,6 | 6,5 | 9,1 |

Figura 29 Fonte: Elaborazione propria

Si prevede dunque che il mercato valuterrebbe positivamente l'operazione, riconoscendo alla *combined entity* una valutazione in linea con i big del settore.

A scopo esemplificativo ipotizzando un potenziale minor costo del capitale e assumendo quindi un *tentative WACC* compreso tra il 7-8% è interessante segnalare che la stima dei benefici della possibile fusione, quindi il valore finale, aumenterebbe fino a un *range* di valori compresi tra € 5-10 miliardi.

Il consolidamento può supportare l'incremento del ROIC e della valutazione

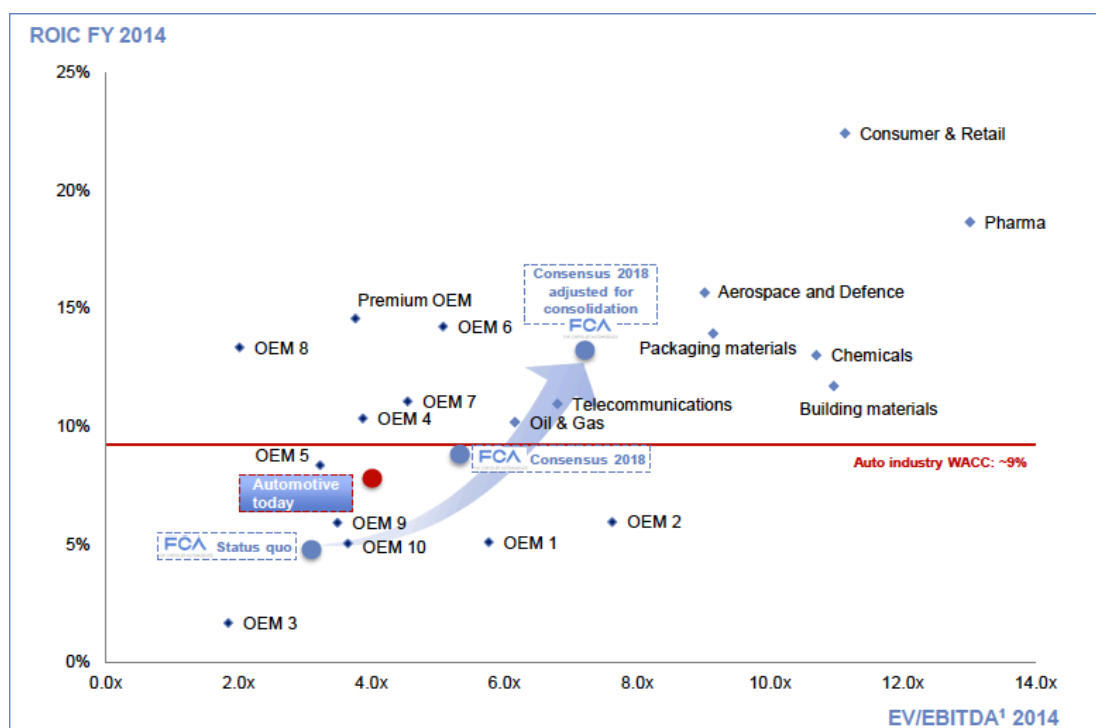


Figura 30 Fonte: FCA, *Confessions of a Capital Junkie*, 2015

Il consolidamento comporta certo rischi di esecuzione, ma parallelamente i benefici sono troppo grandi per essere ignorati: fino a € 4,5 miliardi annui, di cui oltre il 70% solo per il risparmio sugli investimenti in R&D; un'ottimizzazione degli impianti senza incidere sul personale e reti di distribuzione e brand che non vengono interessati dal consolidamento.

In sintesi, il consolidamento è un'opportunità unica di creare valore per gli azionisti. Il tutto, secondo Marchionne, si risolve in *“una questione di stile, leadership e capacità”*. L'eccellente analisi di Marchionne si conclude con una frase di Lewis Carroll - tratta dalla novella sequel di *Alice nel paese delle meraviglie*- che dovrebbe far riflettere tutti, non solo i manager del settore: *“Ti serve tutta la tua capacità di correre per restare nello stesso posto, ma se vuoi arrivare da qualche parte devi correre almeno il doppio più veloce di così”*.

Bibliografia

- Alliance Bernstein Global (Max Warburton), *FCA-GM: Hail Mary or hail Sergio - Could Fiat launch a hostile Bid for GM*, 2015
- Bank of America - Merrill Lynch, *Car wars 2016-2019*, 2015
- Bank of America - Merrill Lynch, *Ferrari in focus*, 2014
- BNL, *Focus settimanale sul settore automotive*, 2015
- Crédit Suisse, *European Auto OEMs*, 2015
- Euler Hermes, *The global automotive market*, 2015
- Exane BNP Paribas, *Ferrari: The Dark Horse Rises*, 2014
- FCA, *Annual report, 2012-2014*
- FCA, *Bank am Bellevue investor seminar*, 2014
- FCA, *Business plan 2014-18*
- FCA, *Confessions of a Capital Junkie*, 2015
- FIAT – FIAT Industrial, *From genesis to revelations; and then there two*, Sergio Marchionne, Bank am Bellevue Investor Seminar
- FIAT, *Less...is more*, 2015
- FIAT, *One global car company in the making*, Sergio Marchionne, Bernstein Strategic decisions Conference 2011
- Ford, *Annual report*, 2014
- General Motors, *Annual report, 2012-2014*
- IHS, *Five Critical Challenges Facing the Automotive Industry*, 2015
- JP Morgan, *European Autos: FCA and PSA*, 2015
- JP Morgan, *General Motors*, 2015 equity research
- KPMG, *Global Automotive Retail Market*, 2015
- McGraw Hill, *Economia e gestione delle imprese*, IV Edizione
- McGraw Hill, *Principi di finanza aziendale*, VII Edizione
- Prometeia - Unioncamere, *Il settore automotive nei principali paesi europei*, 2015
- PwC, *Consolidation in the global Automotive Supply Industry*, 2014
- PwC, *Driving Value: 2014 Automotive M&A Insights*, 2014

- Toyota, *Annual report*, 2014
- Volkswagen, *Annual report*, 2014

Sitografia

- www.fcagroup.com
- www.gm.com
- www.volkswagenag.com
- www.ford.com
- www.toyota-global.com
- www.automotivenews.com
- www.ilsole24ore.com
- www.corriere.it
- www.ihs.com
- www.ft.com
- www.economist.com

Database

- Bloomberg
- Standard & Poor's Capital IQ

Contatti, incontri e interviste

- LAMSE SpA, Torino
- Joe Veltri, Vice President Investor Relations, FCA Group
- Andrew Birse, *AB Global*, Londra
- Alessandro Commito, *Imperial Innovation*, Londra
- Max Warburton, *Bernstein*, Singapore