



*Dipartimento di Economia e Finanza  
Cattedra Finanza Aziendale Avanzato*

**“Valutazione delle aziende del lusso  
nel mercato azionario e nel mercato delle acquisizioni”**

RELATORE:  
Prof. Arturo Capasso

CANDIDATO: Flavia Riccardi  
Matricola:688041

CORRELATORE:  
Prof. Raffaele Oriani

Anno Accademico 2017-2018

# Sommario

Introduzione.....	4
Capitolo I: il Settore del Lusso.....	5
1.1 Definizione di lusso.....	5
Etimologia del lusso.....	5
La piramide del lusso.....	6
Il lusso e la sua funzione sociale.....	8
Risvolto psicologico.....	10
1.2 Le caratteristiche del lusso.....	11
1.3 Andamento globale del mercato del lusso.....	12
1.4 Il settore tessile-moda italiano.....	14
Capitolo II: Asset intangibili e metodi di valutazione.....	18
2.1 I metodi di valutazione del valore aziendale.....	18
2.2 Il Discounted Cash Flow.....	19
2.3 I multipli di mercato.....	23
2.4 Il Venture Capital Method.....	28
2.5 Metodologie di valutazione e asset intangibili.....	29
2.6 Il valore economico e strategico degli asset intangibili.....	30
2.7 IL valore del Brand.....	34
2.8 La valutazione degli intangible assets.....	35
Economic Value Added.....	38
Market Value Added (MVA).....	40
Balance Scorecard.....	41
2.9 Il modello di Dainelli - Giunta.....	43
2.10 Metodi di valutazione del marchio.....	46
Approccio del costo storico e di riproduzione.....	46
Approccio reddituale.....	47
Approccio di mercato.....	48
2.11 Conclusioni.....	49
Capitolo III: Prada.....	50
3.1 La storia.....	50
3.2 Miuccia Prada.....	51
3.3 I Brand del Gruppo.....	52

3.4 Il modello di business .....	53
3.5 Il Gruppo in numeri: stabilimenti e store.....	53
3.6 Sviluppo internazionale e quotazione in Borsa .....	54
3.7 I risultati del Gruppo.....	55
3.8 L'analisi di Prada S.p.A.....	56
Il Discount Cash Flow .....	58
Il Dividend Discount Model.....	60
I multipli di mercato .....	60
Royalty method .....	61
Il Beta .....	62
3.9 Conclusioni.....	62
Capitolo IV: L'acquisizione di Versace .....	64
4.1 Il mercato delle acquisizioni.....	64
4.2 L'acquisizione di Versace e la creazione della Capri Holdings Limited.....	64
4.3 L'acquisizione per la famiglia Versace .....	67
4.4 L'analisi del Gruppo Versace .....	68
La storia.....	68
Donatella Versace.....	69
La scelta del marchio.....	70
Le sedi .....	70
Sostenibilità ambientale e sociale.....	71
Il cambiamento di proprietà.....	71
Risultati d'esercizio .....	72
Analisi del Gruppo Versace applicata .....	74
Gianni Versace S.p.A. ....	75
4.5 Conclusioni.....	77
Conclusioni.....	78
Bibliografia.....	80
Sitografia .....	82

# Introduzione

A partire dagli anni '90 l'industria della moda subisce una radicale trasformazione, dovuta alla crescente globalizzazione dei mercati, a sua volta frutto dell'esigenza delle imprese di conseguire sempre maggiori economie di scala attraverso lo sfruttamento su scala globale di attività intangibili come i marchi e l'immagine aziendale. Le imprese dei paesi più sviluppati hanno affrontato la globalizzazione implementando strategie di differenziazione, basate su creatività, innovazione, sfruttando l'immagine di qualità legata a paesi storicamente leader nella moda come l'Italia o la Francia, e sviluppando un approccio di attenzione al cliente che punta al rafforzamento della relazione nel lungo periodo. È pertanto aumentata a dismisura, l'importanza degli elementi intangibili del patrimonio che contribuiscono a differenziare un'impresa dalle altre. Si osserva pertanto una minore incidenza dei beni materiali nell'attivo patrimoniale a beneficio di attività intangibili che non sempre trovano riscontro in poste contabili, e devono essere valutate con un approccio multilivello, dove sono impiegate più metodologie di analisi del valore aziendale, per ottenere una stima accurata del valore economico del complesso aziendale. Le attività intangibili sono proprio i fattori distintivi, quali il brand, le innovazioni di prodotto, la company image, che rendono le società analizzate leader di settore.

Al fine di fornire un esempio operativo delle metodologie studiate dalla teoria finanziaria e applicate nella pratica professionale si esamineranno due casi recenti, il primo relativo alla valutazione della società Prada S.p.A., al momento della sua quotazione in Borsa, il secondo riferito alla società Versace con particolare riferimento alla sua acquisizione da parte del gruppo internazionale Michael Kors. In entrambi i casi, si intende mettere in risalto l'importanza che il brand ha avuto nella determinazione del valore aziendale.

L'analisi di questi due importanti player del settore moda, richiede tuttavia un passaggio propedeutico volto a esaminare alcuni caratteri essenziali del comparto a livello mondiale. Non può prescindere da un'analisi del settore lusso a livello globale l'analisi condotta nel capitolo introduttivo, ha l'obiettivo di fornire un quadro generale, circa l'importanza del settore lusso e dell'alta moda, per poi poter spiegare le strategie competitive di alcuni dei principali protagonisti del mercato.

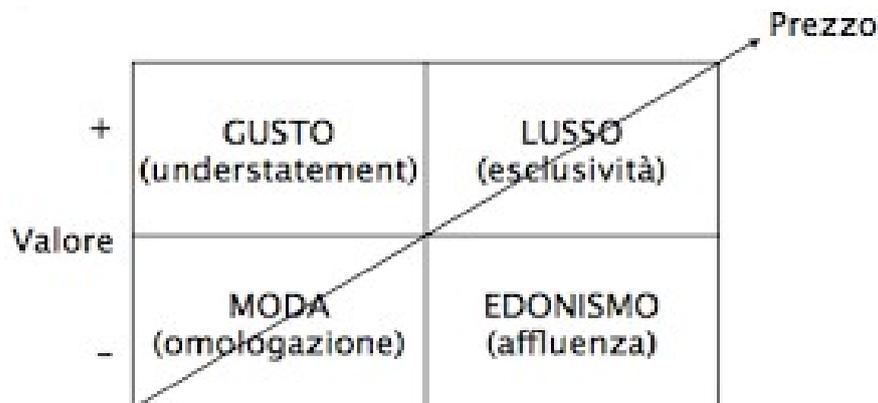
# Capitolo I: il Settore del Lusso

## 1.1 Definizione di lusso

Per poter comprendere i meccanismi del mercato del lusso è necessario definire cos'è il lusso. Nell'accezione comune, come lusso è considerato tutto ciò che è superfluo, di più, bello. Ma è realmente questo il lusso? Da un'analisi retrospettiva riportata da diverse pubblicazioni, è possibile suddividerlo in base alla sua provenienza etimologica, alla sua accessibilità (piramide del lusso), al suo legame con la funzione sociale, nonché al legame psicologico ed alle sue caratteristiche. Prendiamo in considerazione ciascun punto appena citato.

### Etimologia del lusso

Dal punto di vista etimologico il lusso riconosce una duplice origine, latina e greca. La prima riconduce la parola lusso dal latino *luxus-us* che indica sovrabbondanza, eccesso nel modo di vivere con sfoggio di ricchezze che, non hanno un'utilità corrispondente al loro valore ma, volte a soddisfare ambizioni e vanità più che un bisogno reale. La seconda dal greco *λοξός* (*loxos*), che vuol dire obliquo, piegato, attribuendo al termine una sfumatura negativa, di condanna. Da ciò deriva la duplice accezione (positiva e negativa), che accompagna il termine lusso. Alla luce di ciò, è stata elaborata una distinzione fra 4 diversi segmenti del lusso, rappresentati in una matrice che mette in relazione, valore, piacere e prezzo.



Tartaglia A., Marinozzi G., 2007, IL lusso. Magia e marketing

## La piramide del lusso

Un'altra suddivisione del lusso, universalmente accettata è quella elaborata da Danielle Allèrès , nota anche come “Piramide del Lusso”. Grazie a questo modello il lusso, o meglio il suo mercato, viene suddiviso in tre grossi segmenti che Allèrès definisce macro-settori: lusso accessibile, lusso intermedio e lusso inaccessibile. La segmentazione ha la forma di una piramide in cui la base è rappresentata dai prodotti di maggiore diffusione fra i consumatori, sino ad arrivare al vertice, dove sono collocati i prodotti di nicchia.



Fonte: Elaborazione personale

All'interno del lusso inaccessibile conosciuto anche come aristocratico troviamo tutti quei prodotti caratterizzati da un altissimo indice di esclusività poiché contengono un elevato contenuto stilistico e creativo. Gli oggetti appartenenti a questo settore sono molto spesso dei pezzi unici, realizzati su ordinazione. La personalizzazione è infatti una caratteristica fondamentale che, insieme al prezzo elevato rendono il prodotto unico. In questa categoria vi rientrano oggetti di alta manifattura come gioielli, macchine, pezzi di arredamento. Sempre appartenente al lusso inaccessibile ci sono dei prodotti, che pur se non realizzati su ordinazione, il loro numero esiguo e la loro distribuzione selettiva li rende elitari. Siamo per esempio di fronte a dei vini particolari, a dei gioielli realizzati in numero limitato come pure a delle automobili che, per averle occorre un tempo molto lungo. Siamo in una

tipologia di lusso che riveste anche un carattere culturale, dato che molti di questi beni sono realizzati per pochi intenditori che possiedono la cultura e le competenze per poterli apprezzare. All'interno di questa suddivisione troviamo solo marche che mostrano di avere una distinzione vistosa in termini di tradizione ed esclusività. I produttori adottano delle strategie di distribuzione molto selettive al quale si affiancano una scarsa presenza del prodotto sul mercato (numero limitato di pezzi nei punti vendita). Tutto ciò è frutto di strategie di marketing che in questo modo tutela il carattere esclusivo del prodotto, infatti, non appena aumenta la reperibilità diminuisce il suo carattere di unicità. Alla categoria del lusso intermedio troviamo l'interesse di tutte quelle persone che, pur non avendo la disponibilità economica per acquistare un bene di lusso, sono disposti a fare dei sacrifici per acquistarlo. Siamo di fronte ad una tipologia di cliente che si identifica più che nell'ostentazione del bene, nell'averne un gusto personalizzato. La distribuzione nei punti vendita è meno selettiva e gli oggetti, pur essendo rari, non rispondono al carattere di unicità. Il comparto moda è quello che incarna più fedelmente tale categoria con il pret-à- porter, i profumi e gli accessori in genere. Sono prodotti che sono distribuiti su larga scala. All'interno del lusso accessibile, invece troviamo tutte quelle categorie di servizi ed oggetti che, pur definendosi di lusso, hanno un prezzo accessibile, consentendo così una larga diffusione fra i consumatori. Il rapporto tra il valore del bene ed il piacere del consumatore (all'atto dell'acquisto del bene), è basso; ciò può indicare anche un certo livello di omologazione. I prodotti di questa fascia hanno come caratteristica "la vocazione al lusso", associata ad un prezzo unitario che li rende accessibili al cliente medio. Con l'avvento della globalizzazione e la standardizzazione dei processi produttivi, le imprese sono in grado di gestire grossi volumi di produzione e quindi di ridurre il prezzo di vendita. L'aumento della produzione ha condotto le case di lusso ad un'estensione della gamma di prodotti creando il cosiddetto fenomeno del "trading down", cioè l'orientarsi ad un mercato più ampio, meno sensibile al livello qualitativo ma, più attento al brand, questo ha fatto sì che si sia creata un'ulteriore segmentazione all'interno della categoria della fascia più bassa. A tale proposito è stato proposto l'introduzione di una fascia aggiuntiva in basso, nota come "masstige (nata dalla fusione della parola mass e prestige). Accanto al fenomeno del trading- down da parte delle aziende di lusso si è verificato quello del trading -up da parte di brand meno noti, che desideravano entrare nel mercato di lusso; ciò si è reso possibile replicando il design e lo stile della comunicazione del prodotto di lusso, senza però offrire l'eccellenza qualitativa propria di questi prodotti. Tuttavia, i marchi masstige non incarnano il vero lusso ma, competono solamente attraverso la comunicazione e l'imitazione dei marchi di lusso, in quanto non rispettano né i canoni del lusso né tantomeno le sue caratteristiche.

## Il lusso e la sua funzione sociale

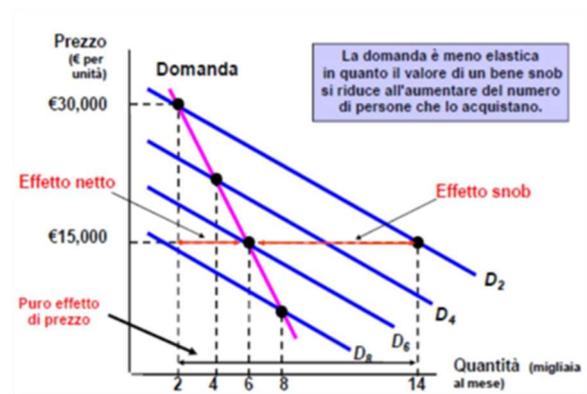
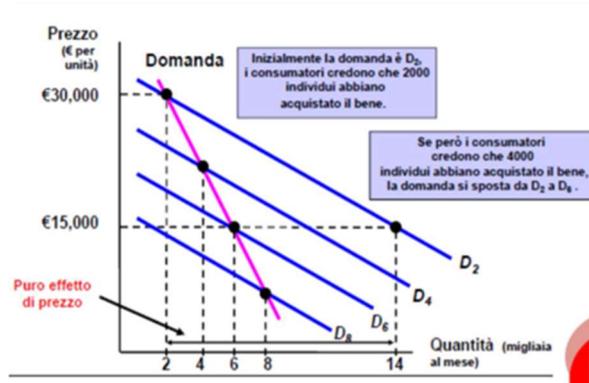
Se consideriamo il lusso sotto il profilo sociale, possiamo sicuramente affermare che esso rappresenta il “termometro” della stratificazione sociale<sup>1</sup>. Il lusso rappresenta una modalità con la quale l’uomo esprime e certi valori e, la propria appartenenza ad uno stato sociale e ad uno stile di vita, secondo i canoni da lui scelti. Da ciò ne deriva che il bene di lusso non viene acquistato solo per le sue caratteristiche funzionali e non ma, soprattutto per una necessità di soddisfazione personale del consumatore. La sua acquisizione comunica implicitamente la posizione sociale della persona, secondo una scala all’interno della società. Acquistare un bene di lusso, inserisce il proprietario in una cerchia elitaria, rafforzando la sua affermazione sociale nei confronti della società stessa. In particolare, alcuni oggetti di lusso, segnalano l’appartenenza ad una casta privilegiata che si discosta dalla massa – nota anche come stratificazione sociale. Secondo Kapfen maggiore è il consumo dei beni di lusso e maggiore è il benessere sociale ad esso collegato anche perché, essi affermano che il lusso non è associato ad un’idea di utilità pratica ma, di “surplus”. Non a caso infatti, la tipologia dei beni di lusso è, per la maggior parte collegata all’aspetto estetico, superficiale e voluttuoso, secondo un criterio di soddisfazione secondaria. La distinzione fra ciò che è utile e ciò che è superfluo è una distinzione che ci portiamo avanti dall’antica Grecia che, ha poi visto un ridimensionamento nel periodo dell’illuminismo, ma che è tornata in auge ai nostri tempi. Il bene di lusso è un qualcosa che esula dai bisogni primari ma, che è al tempo stesso “primario” perché, soddisfa psicologicamente l’individuo. Esso ricopre una funzione sociale in quanto è legato alle dinamiche che si creano nel quotidiano, gratifica chi lo possiede e, nei confronti degli altri, lo fotografa all’interno di una casta o status sociale. Lebstien, economista statunitense, ha suddiviso l’ostentazione della ricchezza e lo status in tre aspetti che egli definisce effetti. L’effetto VEBLEN, dal nome dello studioso che nel 1899 nel suo libro “la classe agiata “, ha descritto l’effetto Veblen come consumo ostentativo o anche vistoso. L’effetto Veblen rappresenta quel comportamento sociale che si manifesta con l’acquisto di un bene che, in modo consapevole, assolve alla funzione di esibire ed evidenziare le differenze di status. Viene anche definito come consumo posizionale proprio in virtù del suo ruolo di “segnalatore” di posizione economica-finanziaria. All’interno di tale status sociale la mobilità è possibile (cioè il passaggio da uno stato meno agiato a quello più agiato) solo attraverso il denaro, simbolo di prestigio sociale universalmente accettato. Più denaro si possiede, più si acquistano beni di lusso, maggiore sarà l’ostentazione e l’affermazione personale. Per tale tipologia di beni, “la curva di domanda” del consumatore, assume una configurazione complessa: all’aumentare del prezzo la quantità del bene

---

<sup>1</sup> Kapfen J. N., Bastien V.,” The luxury strategy. Sovvertite le regole del marketing per costruire very brand di lusso “, Franco Angeli, Milano, 2010.

anziché diminuire aumenta, al contrario di quanto avviene nel comportamento microeconomico del consumatore nei confronti dei beni di consumo. Infatti, proprio per la loro funzione (segnalare ad altri la propria capacità di spesa o il proprio livello di reddito), il prezzo elevato di un bene Veblen, aumenta la desiderabilità da parte del possibile acquirente perché gli conferisce una certa aura di esclusività, impedendone la diffusione su larga scala ed identificandone lo stato sociale (status symbol).

## EFFETTO SNOB



EAI 2014-2015 - PROF. PAOLO COLLACCHI - DOTT. RICCARDO CORATELLA

Descrive le caratteristiche che spingono l'individuo ad acquistare un prodotto di lusso. Essenzialmente ne vengono riconosciute due: l'unicità e la rarità. Più raro è l'oggetto, maggiore sarà il costo e maggiore sarà la domanda. Il carattere di esclusività della scelta è la motivazione che presiede all'effetto snob. In linea teorica, le domande di un bene da parte dei consumatori sono indipendenti l'uno dall'altra tuttavia, la domanda di un individuo può essere influenzata dal numero di persone che hanno comprato il bene. In questo caso esiste una esternalità di rete che a sua volta può essere positiva o negativa. Una esternalità di rete positiva esiste, se la quantità di un bene domandata da un consumatore tipico, aumenta in risposta alla crescita degli acquisti degli altri consumatori. Le esternalità di rete negative si manifestano nel caso opposto. L'effetto traino (o di emulazione), è invece il desiderio di essere alla moda, di possedere un bene perché gli altri lo posseggono.

## Risvolto psicologico

Come precedentemente accennato, il bisogno psicologico nell'ottenere un bene di lusso, è un effetto trainante sull'acquisto. In merito a ciò, è stata elaborata una teoria, nota come teoria dei bisogni di Maslow, in cui si cerca di rispondere al quesito se un bene di lusso soddisfa anche i bisogni psicologici.

### Scala dei bisogni di Maslow



<http://www.psicologiadellavoro.org/abraham-maslow-e-la-piramide->

Secondo tale schema esistono delle motivazioni intrinseche che sono alla base del comportamento umano al momento in cui è spinto ad acquistare un bene di lusso. Tale scala si avvale della teoria dei bisogni secondo cui è il bisogno che spinge l'individuo a compiere un gesto, in questo caso, l'acquisto. Alla base di tutto, c'è il bisogno di soddisfazione individuale. Nella piramide di Maslow c'è una divisione in categorie delle principali necessità dell'uomo; il tutto sotto una struttura gerarchica, che parte dai bisogni più elementari sino ad arrivare a quelli più complessi. Nella piramide è implicito il concetto di propedeuticità; il soddisfacimento dei bisogni "minimi", è condizione necessaria al soddisfacimento dei maggiori. Il bisogno psicologico è considerato maggiore, quello che relaziona l'essere umano nell'ambito di tutti i rapporti di amicizia, cuore e lavorativi. Questo concetto è stato però argomento di molte diatribe, in quanto, secondo alcuni studiosi ogni bisogno è in relazione all'individuo che manifesta tale necessità. Quindi, ad eccezione dei bisogni fisiologici, non esistono bisogni minimi o massimi. Sulla base di ciò, il lusso si cataloga come un bisogno volto alla soddisfazione personale, all'autorealizzazione nonché al riconoscimento su larga scala della propria affermazione (status symbol).

## 1.2 Le caratteristiche del lusso

Da quanto precedentemente esposto, si deduce che la definizione di bene di lusso non sia così semplice. A tale riguardo gli studiosi hanno individuato sei caratteristiche ad esso attribuibili.

**Qualità eccellente:** deriva dalla singolarità delle materie prime usate e dall'accuratezza nei processi di lavorazione. Ciò conferisce al bene di lusso l'idea di "eternità" del prodotto.

**Prezzo elevato:** può essere considerato elevato o come termine assoluto o relativo, se confrontati con prodotti che svolgono la stessa funzione. L'alto costo è legittimato dal grado di elevata qualità percepita e, dall'idea di perennità ad esso connesso.

**Estetica:** intesa come bello oggettivo, capace di calamitare l'attenzione e di far sognare l'acquirente, è composta da un mix di design e dettagli unici che riescono a coinvolgere i cinque sensi, come di fronte a un'opera d'arte.

**Rarità o unicità:** maggiore sarà la sensazione di "oggetto raro" e quindi di inaccessibilità, maggiore sarà il desiderio di possedere un oggetto di lusso. La difficoltà nel reperirlo lo renderà "unico".

**Carattere superfluo o valore simbolico:** il lusso come detto precedentemente, non è un bisogno primario in senso stretto ma, risponde a necessità intrinseche, come quelle di far sognare ad occhi aperti l'acquirente.

**Tradizione:** il legame con il passato rappresenta un valore aggiunto. Il concetto di eternità è legato a quello di eredità intesa come patrimonio culturale ed artigianale riconducibile ad un brand di prestigio ed al suo codice estetico che consente allo stesso marchio di non risentire delle mode del momento ma, di essere sempre presente. Da qui l'importanza dell'artigianalità e quindi del Made in Italy.

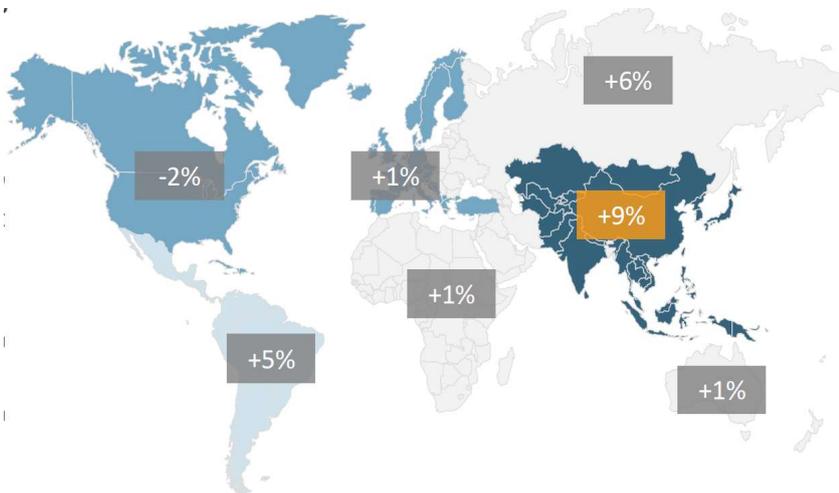
### 1.3 Andamento globale del mercato del lusso

Il mercato del lusso ha mostrato un'espansione globale significativa negli ultimi decenni, crescendo nel 2018 del 5%, a tassi di cambio costanti, per un valore stimato superiore a 1.000 miliardi di US\$ e con una performance complessivamente positiva in tutti i segmenti.



Fonte: Euromonitor

Si prevede che il trend positivo di crescita continui nei prossimi anni con un incremento del 3-5% annuo, sulla scia di un'economia globale generalmente solida. Il mercato asiatico, spinto dall'aumento della domanda, sta guidando la crescita positiva del settore del lusso in tutto il mondo. La spesa mondiale dei consumatori cinesi ha continuato a crescere (stimata nel 2018 al 33% della spesa globale per il lusso, rispetto al 32% del 2017), mentre la spesa per il consumo di lusso in Cina è cresciuta al 9% (dall'8% nel 2017).



Fonte: Euromonitor

L'Europa ha invece attenuato la sua crescita in termini di vendite nel settore del lusso, a causa di un rafforzamento dell'euro che ha avuto come conseguenza un indebolimento del potere d'acquisto dei consumatori internazionali. Il consumo interno è stato nel complesso positivo, nonostante i risultati discordanti tra i vari paesi europei, contribuendo ad aumentare le vendite al dettaglio dell'1% a tassi correnti fino a 84 miliardi di euro. Nello specifico, l'Italia ha risentito del rallentamento delle vendite in beni di fascia alta (-5%) da parte della clientela cinese ed ha sofferto soprattutto del calo del turismo di lusso (-15%).

L' America del Sud è cresciuta del 5% a tassi di cambio correnti attestandosi a 80 miliardi di euro. Un contesto economico positivo negli Stati Uniti ha contribuito a incrementare il reddito disponibile e la spesa complessiva nel lusso da parte dei consumatori locali, anche se i brand rimangono prudenti in merito alla prosecuzione di una crescita economica agli stessi ritmi. Il rafforzamento del dollaro ha influenzato la spesa dei turisti provenienti da Asia e da America Latina. Il Canada e il Messico hanno contribuito positivamente alla crescita della regione, mentre le incertezze politiche hanno penalizzato il Brasile.

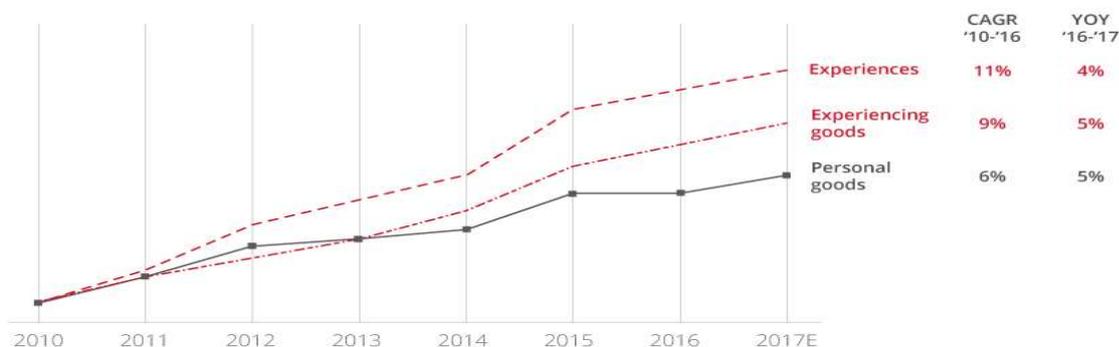
Come si evince dalla rappresentazione grafica precedente, i driver che trainano la crescita del settore sono i consumatori Cinesi, nello specifico i Millennials. Il loro peso all' interno del mercato del lusso è destinato ad aumentare notevolmente. I 20-35enni oggi infatti assorbono il 30% del mercato del lusso, ma arriveranno al 50% nel 2024 quando le vendite di "personal luxury goods" oscilleranno tra i 320 e i 365 miliardi. I consumatori a più alto potenziale, di fatto, sono giovani ricchi asiatici che abitano in grandi metropoli del mondo ("megacities") o giovani abbienti provenienti dai paesi emergenti, che approcciano il lusso per la prima volta ("rich upstarter"). Le loro abitudini di shopping, in continuo incremento, sono destinate ad influire in modo rilevante sulla geografia del mercato del lusso.

Guardando al futuro, il 2019 si prospetta come un altro anno positivo per il lusso mondiale che, nonostante la situazione di incertezza, secondo le stime di mercato è destinato a crescere del 5% (Altagamma e Bain&Co).

La crescita del lusso coinvolgerà soprattutto il segmento "esperienziale", che oggi vale 585 miliardi di euro e toccherà gli 850 miliardi nel 2024 e dovrebbe crescere più velocemente del lusso personale. In quest'ultima categoria profumi, cosmetici e accessori saranno le categorie con il maggiore tasso di crescita.

## EXPERIENCES ARE WINNING IN THE POST-CRISIS ERA

GLOBAL LUXURY MARKETS 2010-2017E  
(INDEX=2010)



### Reactions from personal luxury goods players driving 2017 performance, in line with other segments

NOTE: Experiences include hotels, cruises and restaurants; Experiencing goods include cars, wines & spirits, food & beverage, private jets, yachts, fine art and beauty; Personal Goods include design and all other luxury goods.  
CAGR: Compound Annual Growth Rate  
YOY: Year Over Year

Fonte: Euromonitor

Il Made in Italy è in cima alle preferenze dei futuri consumatori, ma gli Usa stanno crescendo, in quanto forti della grande capacità di fare marketing e di costruire il valore del marchio. Invece la Cina, benché sia considerata la fabbrica del mondo, non è ancora «fabbrica di brand per il mondo». Un dato interessante è la previsione suffragata da indagini di mercato di uno spostamento dell'asse del lusso globale, rappresentato dal dato delle vendite tax free in Cina che, nel 2018 toccherà i 23 miliardi (+18%), mentre le economie ormai consolidate, come Europa (+1% nel 2018, -6% nei 9M 2018), dopo l'exploit del +122% del volume d'affari registrato negli ultimi sette anni, e Americhe (-1% nel 2018), subiranno un rallentamento. Tuttavia, le complessità socio-politiche, l'andamento futuro delle politiche commerciali e potenziali lievi recessioni di breve termine potrebbero ostacolare la strada per la crescita.

## 1.4 Il settore tessile-moda italiano

Al fine di comprendere il contesto nazionale in cui le società, che si analizzeranno nei capitoli III e IV appartengono, si effettua un'analisi congiunturale del settore tessile-moda italiano. Dai dati disponibili riguardo l'anno 2018, il settore Tessile-Moda italiano ha registrato una crescita pari al 3.4%, dovuta soprattutto al fatturato delle aziende tessili, il quale nel primo trimestre del 2018 segnava un +7% rispetto all'anno precedente, mentre quelle della moda appena uno 0.6 %.

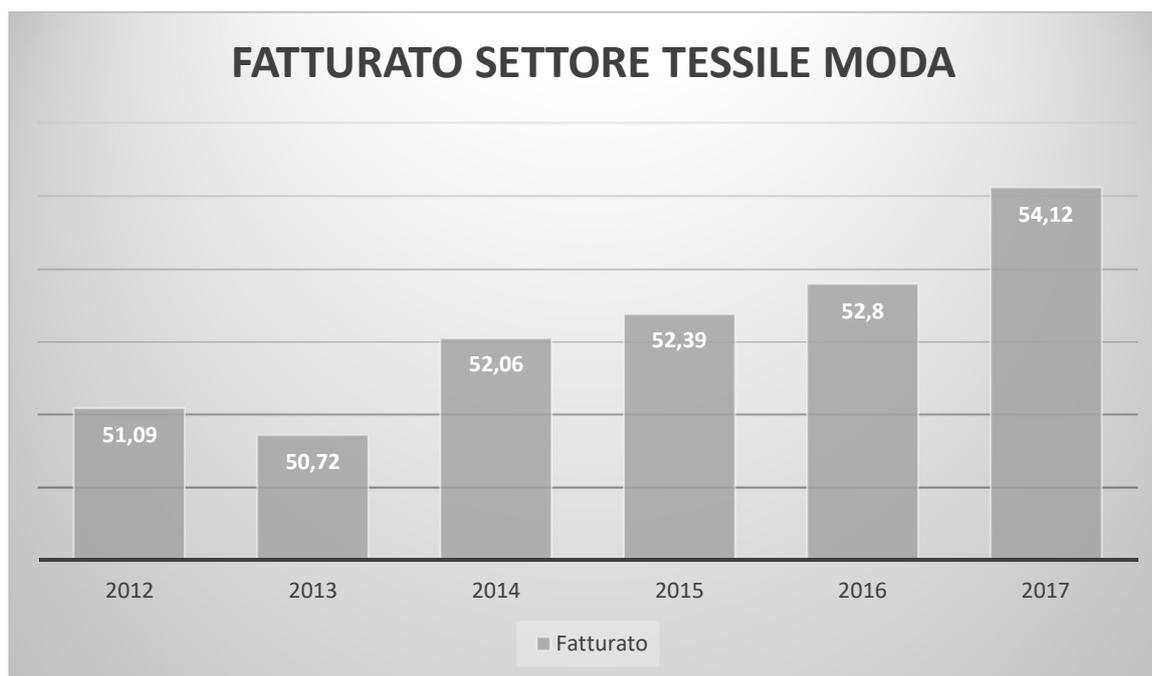
Riguardo al mercato, in Italia le vendite hanno subito un calo rispetto al 2017, registrando nel primo trimestre un - 1.4% e nel secondo un -4.3%, al contrario le vendite all'estero sono migliorate, passando da un + 9.9% nel primo trimestre ad oltre il 10 % nel secondo. Non essendo ancora stati pubblicati i dati del 2018, quanto appena descritto è frutto di analisi fatte su un campione di imprese da parte della SMI, per cui possono non del tutto rispettare, in termini percentuali la crescita effettiva dell'intero settore. Considerando il periodo gennaio-luglio:

**Tabella 1 – Il commercio estero dell'industria Tessile-Moda italiana**  
(Periodo: gennaio-luglio 2018)

	Import		Export		Saldo
	Mln. euro	Var. %	Mln. euro	Var. %	Mln. euro
<b>TESSILE</b>	<b>4 264</b>	<b>-0,6</b>	<b>6 336</b>	<b>1,9</b>	<b>2 072</b>
- Tops	266	23,1	119	11,2	-147
- Filati	1 315	1,2	1 242	3,2	-74
- Tessuti	1 132	-4,6	2 688	1,6	1 556
- Tessile casa	496	0,0	304	2,3	-191
- Altri prodotti tessili	1 054	-3,3	1 983	1,0	929
<b>MODA</b>	<b>8 397</b>	<b>4,0</b>	<b>12 080</b>	<b>3,0</b>	<b>3 682</b>
- Abbigliamento	4 265	3,9	7 165	2,6	2 901
- Maglieria	3 938	5,0	4 505	3,5	567
- Calzetteria	195	-10,1	409	4,4	214
<b>TOTALE TM</b>	<b>12 661</b>	<b>2,4</b>	<b>18 415</b>	<b>2,6</b>	<b>5 754</b>

Si nota, in linea con quanto precedentemente scritto, che le esportazioni per entrambi i sotto settori hanno registrato un trend positivo, pari ad una variazione uguale all'+1.9% riguardo al tessile e +3% moda. Precisamente nel sotto settore moda è la calzetteria ad aver conseguito il miglior risultato in termini percentuali di crescita, riguardo al fatturato invece è l'abbigliamento con circa 7165 milioni di euro. Il fatturato conseguito in America ha subito un calo, sono i paesi dell'estremo oriente, quali Cina, Giappone e Corea del Sud a richiedere maggiormente i prodotti di fattura italiana, resta costante la richiesta di questi ultimi da parte degli altri paesi europei, facendo della Germania il primo cliente. Concentrandoci ora sull'andamento del settore nel 2017, si è registrato un fatturato pari 54.12 miliardi di euro con una variazione rispetto all'anno precedente pari + 2.4% e un export pari a +3.5% rispetto al 2016. I prodotti maggiormente richiesti all'estero sono maglieria, calzetteria e arredo casa, in particolare si registra una variazione positiva rispettivamente pari a: 8.8%, 5.3% e 3.5%. Anche per il 2017 il paese in cui si importano maggiormente i prodotti in questione è la Germania, a seguire troviamo Francia e USA, mentre il primo paese da cui importiamo i prodotti e le materie prime è la Cina.

Di seguito viene analizzato l'andamento del fatturato dal 2012 al 2017:



Fonte dati il Sole 24 ore

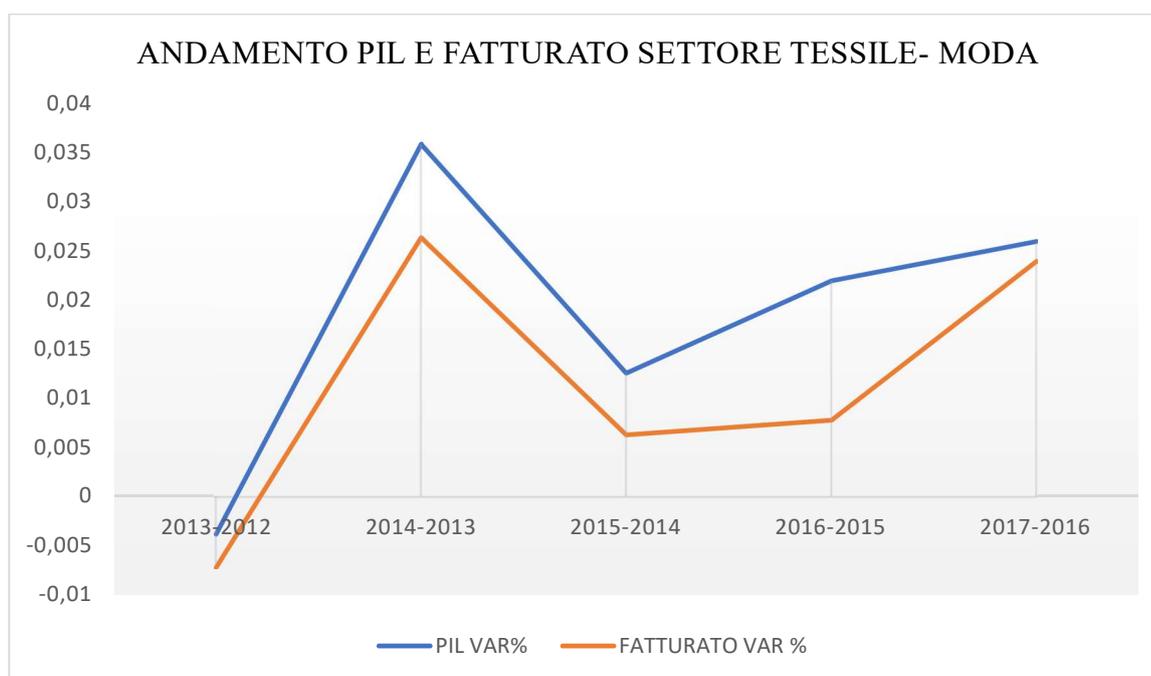
Come si può notare dalla tabella, escluso il biennio 2012-2013, che ha avuto un saldo negativo, gli altri anni sono caratterizzati da una variazione positiva del fatturato, il quale è passato da 50.72 nel 2013 a 54.12 miliardi di euro a fine 2017. Di seguito si confronta anche il fatturato di settore con l'andamento del PIL, per verificare se il primo segue il ciclo del secondo.

ANNO	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIL (milioni)	1565916	1560024	1616048	1636372	1672438	1716238

Fonte dati Istat

Il PIL segue un andamento come il fatturato crescente nel lasso di tempo considerato, per confrontarlo con l'andamento del settore, dal momento che uno è espresso in milioni e l'altro in miliardi si basa il calcolo sulla variazione delle due grandezze da un anno all'altro.

VARIAZIONE <sup>2</sup>	2013-2012	2014-2013	2015-2014	2016-2015	2016-2017
PIL	-0.0038	0.0359	0.0126	0.0220	≈ 0.026
FATTURATO SETTORE	-0.0072	0.0264	0.0063	0.0078	0.024



Fonte: Grafico di elaborazione propria

Il fatturato di Settore segue l'andamento del PIL, la differenza principalmente si nota periodo 2015-2014 e 2016-2015, poiché il primo cresce più lentamente rispetto al secondo. L'analisi congiunturale appena presentata mostra una crescita del Settore in linea con il PIL, denotando anche il contributo di questo all'economia nazionale, dovuto anche ad un aumento delle esportazioni e del relativo fatturato.

<sup>2</sup> Calcolo variazione con la formula  $P(t) - P(t-1) / P(t-1)$

# Capitolo II: Asset intangibili e metodi di valutazione

## 2.1 I metodi di valutazione del valore aziendale

La valutazione di un'azienda consiste in un processo finalizzato alla stima del suo valore, tramite l'utilizzo di uno o più specifici metodi<sup>3</sup>. Tra le metodologie più utilizzate, soprattutto nell'ambito delle banche di investimento e delle grandi società di consulenza troviamo il DCF (Discounted Cash Flow). Esso si basa sulla determinazione del valore aziendale attraverso la stima dei flussi di cassa futuri, attualizzati ad un determinato tasso "i"; tale metodo prevede molteplici varianti, generalmente collegate agli obiettivi del processo di valutazione. Solitamente i contesti per i quali è necessaria una valutazione sono: fusioni e acquisizioni, IPO, Private Equity e Venture Capital ed infine le valutazioni condotte al fine di un'analisi interna del valore creato dalle strategie aziendali.

Nel caso delle fusioni e acquisizioni, il valore dell'impresa acquisita si determina in funzione delle potenziali sinergie con l'impresa acquirente ed è il frutto di una negoziazione, necessariamente condizionata dalle dinamiche competitive che si sviluppano nel mercato delle acquisizioni aziendali<sup>4</sup>. Nell'ottica dell'impresa acquirente quindi la valutazione basata sui flussi di cassa aziendali offre la possibilità di inserire nel processo di valutazione sia le potenziali sinergie sia i costi di integrazione che saranno necessari proprio al fine di realizzare le sinergie potenziali. D'altra parte, in presenza di un numero significativo di operazioni che interessano un determinato settore in un dato intervallo di tempo, non potrà non tenersi conto, per una valutazione di riferimento, dei multipli ricavabili da operazioni similari verificatisi in condizioni comparabili. I criteri di valutazione basati sui multipli assumono ancora maggiore importanza nel caso delle IPO: in questo caso, infatti, i potenziali acquirenti acquistano partecipazioni di minoranza che non hanno alcuna possibilità di modificare investimenti e strategie dell'impresa quotata. Per tale motivo la loro valutazione si basa principalmente sul confronto con investimenti analoghi disponibili nel mercato azionario.

Nel caso invece del Private Equity e del Venture Capital l'obiettivo del potenziale acquirente consiste nel determinare il valore che potrà raggiungere la società al termine dell'orizzonte di valutazione e determinare l'investimento iniziale sulla base delle aspettative di rendimento. La partecipazione acquisita dall'investitore viene dunque valutata in misura tale che, se la società riuscirà a conseguire

---

<sup>3</sup> Borsa Italiana (Luglio 2014)

<sup>4</sup> Si veda al riguardo Capasso A. "Economia e Finanza delle Acquisizioni Aziendali" Cedam Padova 1990.

i suoi obiettivi di crescita, il rendimento per l'investitore finanziario sarà pari al rendimento obiettivo da questi fissato per quella particolare operazione.

Per quanto riguarda le valutazioni condotte nell'ambito di analisi interne finalizzate all'assunzione di particolari decisioni in tema di strategia, investimenti e disinvestimenti, la metodologia di riferimento resta quella dei DCF, anche se, in non pochi casi il metodo dei multipli è anch'esso impiegato per una verifica dei risultati ottenuti.

Quindi la scelta del metodo di valutazione presuppone il rispetto di un criterio di razionalità, inteso come coerenza degli obiettivi dell'analisi e della tipologia di impresa analizzata.

Di seguito vengono presentate tre metodologie di analisi, il DCF, il metodo dei multipli e il venture capital method.

## 2.2 Il Discounted Cash Flow

È di origine anglosassone e rappresenta una delle metodologie più utilizzate, soprattutto, come scritto precedentemente, nel caso di acquisizioni o fusioni d'azienda. In pratica consiste nella stima dei flussi di cassa futuri, attualizzati ad un determinato tasso "i", in relazione ad un lasso di tempo considerato; tale stima ci porta a determinare il valore aziendale. La formula generale del DCF è la seguente:

---

### (1) DCF Formula

$$\text{Value} = \frac{CF_1}{(1+i)^1} + \frac{CF_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{CF_\infty}{(1+i)^\infty} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{CF_n}{(1+i)^n}$$

where

*CF* = cash flow

*i* = discount rate

*n* = time periods from one to infinity

### (2) Fair Market Value Estimate

$$\text{Value} = \sum_{n=1}^t \frac{CF_n}{(1+i)^n} + \frac{TV_t}{(1+i)^t}$$

where

*CF* = cash flow

*i* = discount rate

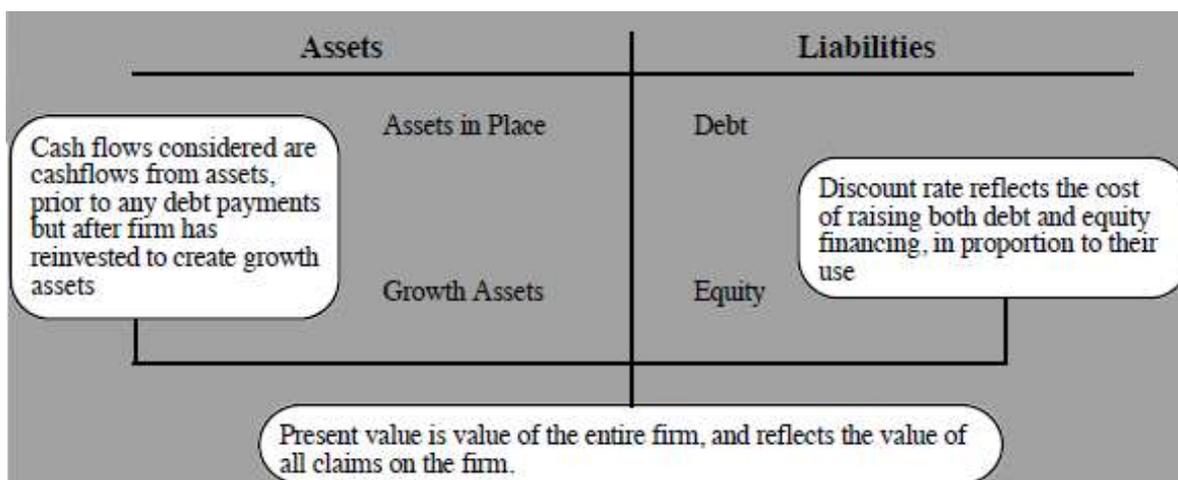
*n* = time periods, time = 1 to *t*

*TV* = terminal value.

---

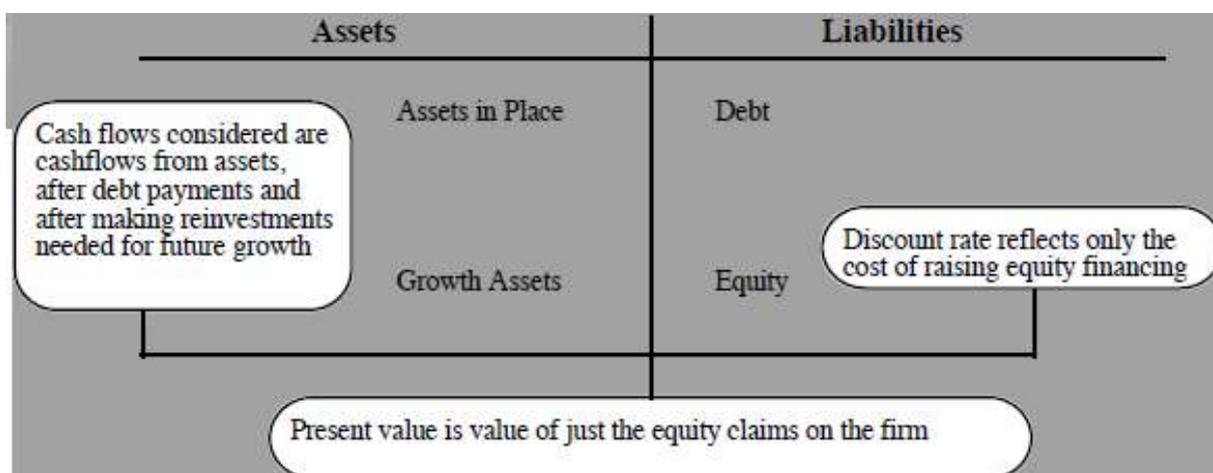
Dove il valore aziendale, specificato dalla seconda formula, è dato dalla sommatoria dei flussi di cassa attualizzati e dal Terminal Value, ossia il valore finale dell'azienda; quest'ultimo costituisce un aspetto importante della valutazione, poiché rappresenta una parte fondamentale del valore finale.

La prima scelta da adoperare nella valutazione di un'azienda consiste nella predilezione dell'impiego di un approccio *asset side* o *equity side*. Con il primo si valuta l'intera azienda, mentre con il secondo l'attenzione è rivolta al capitale investito all'interno della società. Precisamente in ottica *Asset side*, si vanno a determinare i flussi di cassa unlevered, disponibili sia per gli azionisti che per i creditori dell'impresa ed attualizzati con un tasso chiamato WACC.



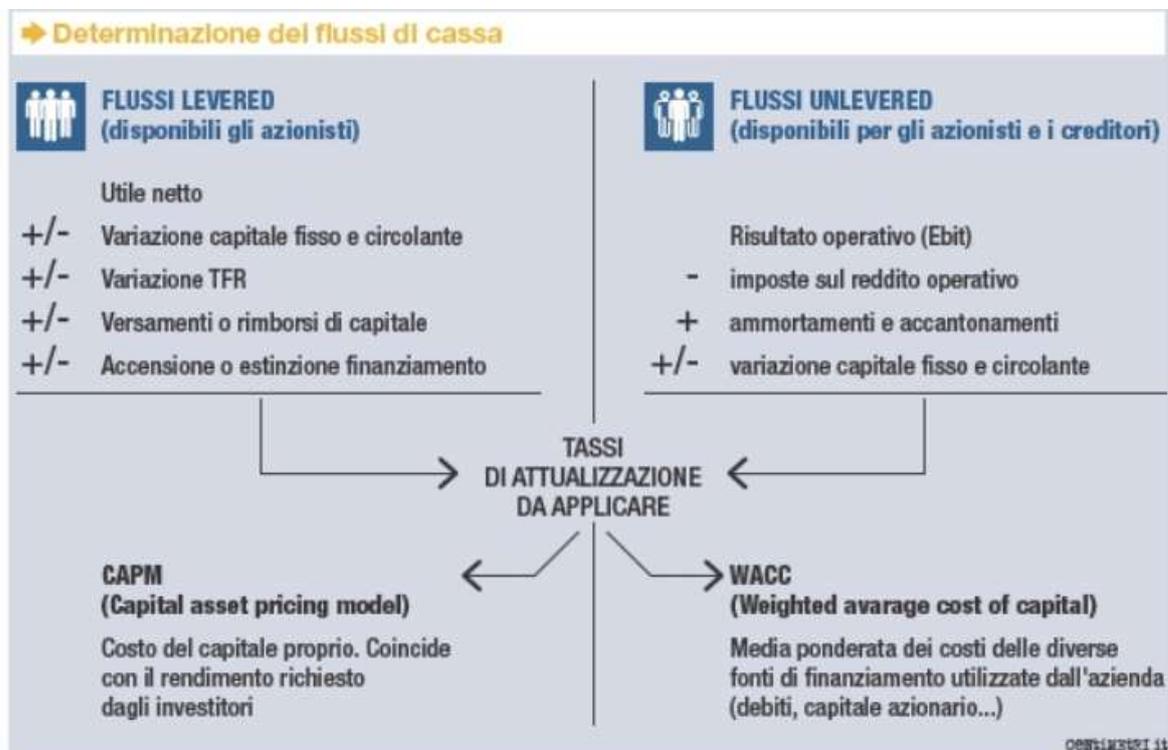
Fonte: Aswath Damodaran!

Per quanto concerne la prospettiva *Equity side*, la valutazione riguarda la determinazione del valore aziendale in maniera diretta, questa avviene tramite la stima dell'Equity value, definita dai flussi finanziari che spettano ai soli azionisti (*levered cash flow*).



Fonte: Aswath Damodaran!

In relazione all'approccio di analisi scelto, ci sarà una differente modalità di calcolo dei flussi futuri ed un diverso tasso di attualizzazione.



Fonte: [ww.borsaitaliana.it](http://ww.borsaitaliana.it)

Come si può vedere dall'immagine precedente, il punto di partenza per la determinazione dei flussi è diverso:

-*Nell'ottica Equity side*, si parte dall'utile netto, a cui si sommano le variazioni positive o negative del capitale fisso, del circolante, del TFR, dei versamenti o rimborsi di capitale e dell'accensione o rimborso di finanziamenti.

-*Nell'ambito dell'ottica Asset side*, per determinare i flussi si parte dall'Ebit a cui si sottraggono le imposte e si sommano ammortamenti, accantonamenti e variazioni del capitale fisso e del capitale circolante.

Riguardo al tasso di attualizzazione avremo nel Equity side il CAPM, mentre nell'altra il WACC.

- CAPM: il Capital Asset Pricing Model è un modello matematico della teoria di portafoglio (H. Markowitz) pubblicato da William Sharpe nel 1964, che determina una relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità, misurata tramite un unico fattore di rischio, detto

beta<sup>5</sup>. Secondo tale modello il rendimento di un titolo è pari a:

$$R_e = R_f + B(R_m - R_f)$$

Dove  $R_f$  è il rendimento dei titoli privi di rischio,  $R_m$  rendimento del portafoglio di mercato e Beta è il rischio non diversificabile, ossia il rischio non eliminabile attraverso la diversificazione del portafoglio di investimenti. Rappresenta il rischio sistemico.

- WACC: il Weighted Average Cost of Capital, è il costo medio ponderato del capitale. Rappresenta uno strumento di valutazione molto utilizzato, nell'ambito delle strategie di acquisto o vendita di titoli o di progetti industriali. Viene utilizzato nel DCF in ottica asset side, poiché prende in considerazione tutte le componenti delle fonti di finanziamento, ossia il capitale proprio e di debito. La formula è:

$$WACC = C_e * \frac{E}{(E + D)} + C_d * (1 - T) * \frac{D}{(D + E)}$$

Fonte: Borsa Italiana

Dove:  $C_e$  è il costo del capitale proprio moltiplicato per il peso del capitale proprio, mentre  $C_d$  è il costo del capitale di debito, moltiplicato per la parte fiscale ed il peso del capitale di debito.

In definitiva si sceglie l'approccio *Equity side* se l'impresa ha un indice di indebitamento stabile oppure se lo stock di capitale proprio è stato precedentemente valutato. Si sceglie un approccio *Asset side* se ci si aspetta un indice di indebitamento che varia nel tempo e si hanno solo informazioni parziali sul rapporto di indebitamento oppure, in tutti quei casi in cui si è interessati a valutare l'azienda piuttosto che unicamente il valore per gli azionisti.

Altro punto fondamentale è la scelta del tasso di crescita da utilizzare nel modello. Possiamo utilizzare varie opzioni: un tasso di crescita stabile oppure a più fasi,

- Si sceglie un tasso di crescita stabile se l'impresa è grande ed ha un tasso di crescita lento ed è un'impresa solida.
- Si sceglie un tasso a più fasi se l'azienda ha un tasso di crescita abbastanza veloce e le barriere all'entrata sono elevate.

---

<sup>5</sup> Borsa Italiana

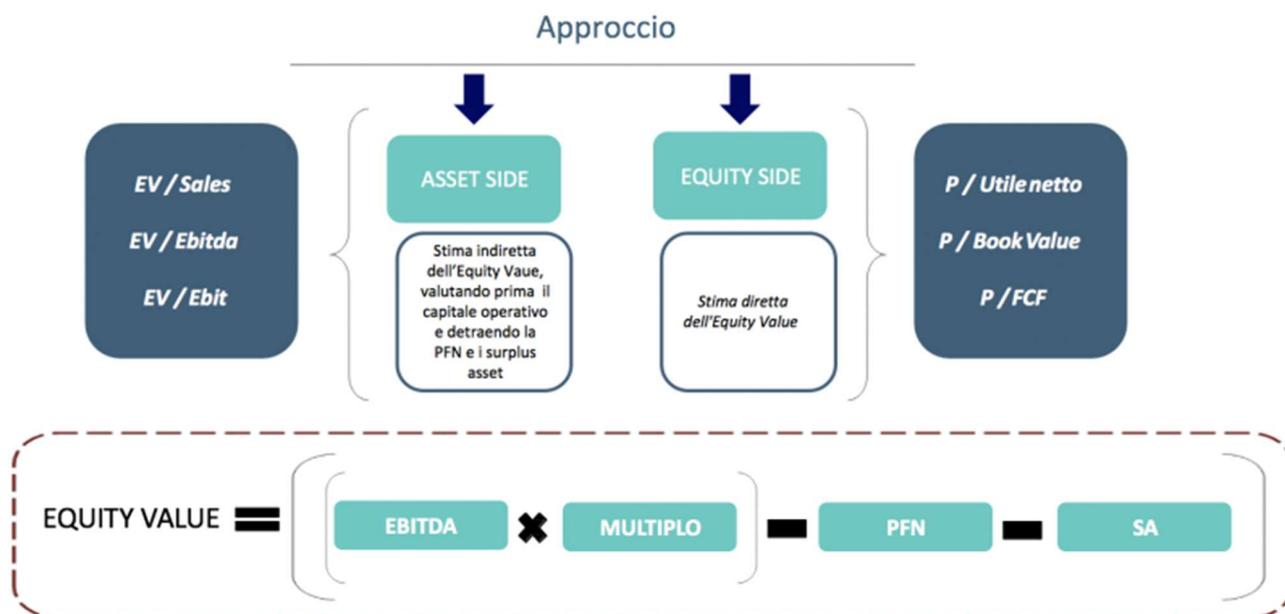
Il metodo del *Discounted Cash Flow* presenta dei limiti, in quanto è di difficile applicazione se:

- L'impresa ha perdite d'esercizio e ricavi bassi.
- Non ha una storia, quindi è di recente costituzione.
- L'impresa è ad alto contenuto intangibile.
- L'impresa non è quotata (*si incontra difficoltà nello stabilire il grado di rischio*).

In conclusione, il DCF è una metodologia di base utile per stimare il valore di un'azienda, poiché è un approccio razionale che fornisce una valutazione esauriente.

## 2.3 I multipli di mercato

Una delle metodologie di valutazione più usata, specialmente per le società quotate in Borsa è rappresentata dall'applicazione dei multipli di mercato. In passato era utilizzata come strumento di controllo, oggi invece rappresenta un metodo di valutazione autonomo. L'ausilio dei multipli, in riferimento al settore specifico del lusso, più precisamente al settore moda-lusso, permette di comparare e classificare le varie società, sulla base di aspetti puramente gestionali, rappresentati dalle grandezze che vengono inserite al denominatore del multiplo in questione e di aspetti che rispecchiano il valore di mercato delle stesse, grazie alle grandezze inserite al numeratore. Essenzialmente attraverso i multipli, si può attuare un'analisi di settore, affrontata nel primo capitolo del seguente elaborato, basandosi su ciò che rende migliore e quindi differente una società dalle altre. Inoltre, attraverso determinati multipli, quali ad esempio il *price to book value*, è possibile confrontare il valore di mercato di una società con il proprio patrimonio netto e quindi verificare l'importanza ed il peso delle componenti intangibili, quali il marchio, su tutto il valore della società stessa. Nel settore del lusso, ci si aspetta che il gap tra numeratore e denominatore sia più grande, rispetto ad esempio al settore dei beni di consumo tradizionali, poiché il peso dell'asset intangibile, spiega il valore di tali società.



Fonte: Fortarezza Commercialista Milano

Dall' immagine si evince la suddivisione dei principali multipli, mediante l'approccio *Asset* o *Equity* side: attraverso il primo la stima *dell'Equity value* è indiretta, mentre con il secondo tale stima si ottiene senza calcoli aggiuntivi. Inoltre, i multipli *Asset side*, hanno come numeratore l'Enterprise Value (EV), ossia il valore di mercato del capitale operativo mentre, i multipli *Equity side*, hanno al numeratore il prezzo per azione. In merito al denominatore del rapporto, nella prospettiva *Asset side*, il valore dovrà riferirsi all'intera azienda, pertanto si prenderanno in considerazione i ricavi o l'Ebit. Nella prospettiva *Equity side*, al denominatore dovrà essere presente l'utile netto per azione, o una sua configurazione. I vantaggi di questo metodo sono essenzialmente due: la facilità di applicazione e la rapidità dei calcoli. La facilità di applicazione non è da intendersi come, semplice calcolo del rapporto tra le due grandezze prese in esame, poiché l'analista deve avere una profonda conoscenza, riguardo alle modalità di determinazione di queste ultime, specialmente nel caso di analisi di PMI, poiché difficile è l'applicazione di tale metodo a questo tipo di imprese. Tuttavia, come ogni metodo presenta dei limiti, infatti la valutazione è caratterizzata da un alto grado di soggettività e c'è molta difficoltà a trovare società comparabili, che abbiano le stesse caratteristiche di quella analizzata, è inoltre come precedentemente scritto, di difficile applicazione nelle piccole e medie imprese, vista la difficoltà a reperire tutte le caratteristiche proprie di queste aziende. Il metodo dei multipli quindi, non si basa solo sul calcolo del quoziente, ma è un punto di partenza per il confronto tra società.

A tal proposito è possibile scomporre la procedura di analisi in più fasi:

- Identificazione delle comparabili: cioè aziende che hanno le medesime caratteristiche, in termini di appartenenza allo stesso settore, dimensione, prodotti offerti, anzianità, fatturato ecc. Tanto più le imprese sono simili, tanto più il metodo risulterà efficace. La formazione di un campione di società comparabili è molto difficile, poiché il più delle volte, anche in un mercato piccolo, si hanno problemi a trovare titoli di società simili tra loro, ossia la base di riferimento in termini di numero di titoli, per formare il campione oggetto di analisi è molto stretta.
- Scelta dei multipli: si scelgono i multipli con cui confrontare le varie imprese. I più utilizzati sono il P/E, ossia il prezzo sugli utili per azione, attraverso cui si va a valutare se il titolo di una società è sottovalutato o sopravvalutato. Nel primo caso è un titolo appetibile, al contrario se sopravvalutato, molto spesso il titolo non viene comprato, poiché l'investitore impiegherà più tempo per recuperare l'investimento fatto. Altro multiplo frequentemente utilizzato è il Price to Book Value, che confronta il prezzo del titolo, con il valore contabile della società. Tale multiplo può essere visto in ottica di creazione o distruzione del valore aziendale, poiché permette di evidenziare gli asset intangibili, caratteristici della società. Inoltre, nella scelta dei multipli, bisogna tener conto e quindi verificare se le grandezze prese in esame sono influenzate da politiche fiscali o di bilancio, che possono alterare le normali condizioni dell'impresa.
- Calcolo delle misure: bisogna definire sia un intervallo di valori, che permette di giungere ad un confronto tra le varie società, sia la media di settore degli stessi. A tal proposito, il problema in sede di confronto si ha nel caso in cui, le distribuzioni dei multipli ottenuti assumono una forte variabilità, in questo caso si potrebbe procedere con l'eliminazione dei valori estremi, il cui peso sulla media è importante.

Di seguito si analizzano le performance, registrate in termini di rapporto tra EV/EBITDA, in Europa dei principali brand del lusso. È utile sottolineare che performance migliori sono caratterizzate da un rapporto contenuto.

### I TITOLI DEL LUSSO IN EUROPA

AZIENDA	BORSA	PREZZO 31 dicembre '17	Δ % 2017	CAPITALIZZ. (Mln €)	EV / EBITDA
AEFFE	Milano	2,25	89,1	236	8,61
KERING	Parigi	391,08	84,6	51.003	19,55
PIQUADRO	Milano	1,81	58,8	99	12,62
MONCLER	Milano	26,08	56,5	6.410	16,97
PUMA	Francoforte	363,00	45,8	3.680	19,10
LVMH	Parigi	245,40	37,6	121.832	13,76
RICHEMONT (CHF)	Zurigo	88,30	34,1	42.390	15,26
BRUNELLO CUCINELLI	Milano	27,01	32,3	1.870	23,01
GEOX	Milano	2,89	29,6	740	10,99
STEFANEL	Milano	0,18	28,6	15	N/M
SWATCH (CHF)	Zurigo	397,40	28,4	17.842	16,12
HUGO BOSS	Francoforte	72,20	27,2	4.900	9,46
BURBERRY (£)	Londra	1792,00	22,3	7.802	12,26
CALEFFI	Milano	1,49	19,2	22	16,90
OVS	Milano	5,55	17,1	1.330	9,98
HERMES	Parigi	446,25	14,2	46.760	21,85
ADIDAS	Francoforte	167,15	11,7	34.574	15,85
DAMIANI	Milano	1,08	11,3	78	N/M
LUXOTTICA	Milano	51,15	0,6	24.260	12,73
TED BAKER (£)	Londra	2711,00	0,0	1.507	16,51
TOD'S	Milano	60,90	-0,0	2.000	10,73
NEXT (€)	Londra	4525,00	-1,3	8.168	8,48
SALVATORE FERRAGAMO	Milano	22,15	-2,0	3.750	13,22
MULBERRY (€)	Londra	1055,00	-3,8	677	37,83
SMCP*	Parigi	19,25	-8,3	1.344	n/m
INDITEX	Madrid	29,05	-8,7	89.800	16,63
GERRY WEBER	Francoforte	9,50	-15,2	422	9,03
PANDORA (DKK)	Copenaghen	675,50	-19,0	8.454	N/M
H&M (SEK)	Stoccolma	169,30	-30,0	27.102	8,30
SAFILO	Milano	4,77	-40,6	325	27,47
				<b>MEDIA</b>	<b>16</b>

www.pambianconews.com

Come si può vedere dall'immagine precedente, nell'anno 2017, riguardo al rapporto EV/EBITDA, non ci sono valori estremi, a parte quello di Mulberry, che alza la media di settore. Rispetto ai fini per cui si valuta questo multiplo, si può dire che in caso di acquisizioni, si andrebbe a scegliere la società con un valore basso, poiché risulta essere sottovalutata dal mercato e quindi con maggiori potenzialità dal punto di vista del rendimento per gli investitori. Considerando quanto detto, la società su cui converrebbe investire è Aeffe, poiché ha un quoziente pari a 8.61 e ha conseguito buoni risultati in termini di variazioni percentuali, rispetto all'anno precedente, migliorando l'andamento del titolo. Sconsigliato è investire in Mulberry, poiché ha EV/EBITDA elevato e un trend del titolo negativo.

Viene, ora analizzato il settore beni di lusso, in termini di andamento dei multipli nell'anno 2017.

Multipli e crescite dei settori europei										
Settore	Valore	Media P/E 2010-16	P/E (x)				Var. EPS %			
			2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
<b>Euro Stoxx</b>	<b>390,69</b>	<b>15,03</b>	<b>16,71</b>	<b>15,70</b>	<b>14,44</b>	<b>13,22</b>	<b>2,25</b>	<b>25,52</b>	<b>8,68</b>	<b>9,38</b>
Auto	573,37	10,49	9,24	8,44	7,98	7,65	41,41	28,35	5,68	4,29
Banche	137,82	17,60	15,51	12,48	11,29	9,96	-31,27	High	10,55	13,37
Risorse di base	231,52	-24,26	17,39	12,29	12,58	11,51	High	42,88	-2,29	9,27
Chimici	1.110,51	15,85	17,63	17,23	16,33	15,18	4,28	9,61	5,46	7,58
Costruzioni e Materiali	458,69	17,14	18,36	17,65	15,77	14,23	16,41	13,24	11,88	10,87
Servizi finanziari	423,06	15,27	17,81	17,87	16,30	16,59	3,27	39,60	9,61	10,44
Alimentari	607,85	20,05	24,27	23,31	20,80	18,77	-9,36	18,79	12,05	10,80
Farmaceutici	900,96	15,67	18,66	19,11	17,91	16,24	8,11	3,05	6,67	10,27
Beni e servizi Industriali	820,70	18,06	19,69	19,53	17,32	15,58	9,27	14,12	12,72	11,22
Assicurazioni	271,71	10,11	10,09	11,45	10,77	10,25	5,71	1,25	6,31	5,03
Media	229,24	17,53	19,70	18,21	16,34	15,06	-1,11	8,33	11,40	8,55
Petrolio & Gas (Energia)	305,44	11,82	17,88	14,53	14,23	13,28	-16,65	37,76	2,06	7,15
<b>Beni pers. e per la casa/Lusso</b>	<b>833,33</b>	<b>21,35</b>	<b>24,74</b>	<b>23,61</b>	<b>21,36</b>	<b>19,33</b>	<b>8,48</b>	<b>16,33</b>	<b>10,52</b>	<b>10,52</b>
Real Estate	234,21	18,00	19,81	19,13	18,00	17,11	15,91	6,45	6,31	5,18
Retail	477,72	17,02	18,26	20,04	18,04	16,42	22,46	6,98	11,06	9,85
Tecnologici	498,14	23,51	23,00	22,81	20,03	17,65	0,13	14,55	13,89	13,49
Telecom	332,55	15,08	20,70	16,26	14,13	12,69	-3,69	25,60	15,07	11,33
Turismo e Tempo libero	230,60	23,40	16,06	14,37	13,01	11,94	-0,36	5,81	10,48	8,95
Utility	284,40	11,85	13,75	14,73	14,01	13,06	-8,56	10,44	5,14	7,28

Fonte: Focus Intesa San Paolo 10/10/2017

Il settore beni di lusso, secondo le stime di Intesa San Paolo presenta un andamento migliore, rispetto ai parametri di riferimento, tuttavia come si vede dall'immagine presenta un valore del multiplo P/E superiore rispetto all'Euro Stoxx (prima colonna) e alla media storica (seconda colonna). Ciò potrebbe tradursi in una realizzazione degli utili inferiore a quella stimata, comportando anche per le imprese del settore, un'eventuale politica dei dividendi rigida, con una conseguente riduzione degli utili distribuiti.

Crescita degli utili operativi e multipli EV/EBITDA dei settori europei										
Settore	Valore	Media EV/EBITDA 2010-16	EV/EBITDA (x)				Var. EBITDA %			
			2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
<b>Euro Stoxx</b>	<b>390,69</b>	<b>7,88</b>	<b>9,28</b>	<b>9,04</b>	<b>8,63</b>	<b>8,19</b>	<b>3,80</b>	<b>9,23</b>	<b>4,38</b>	<b>5,75</b>
Auto	573,37	7,83	7,64	6,91	6,58	6,28	13,23	10,29	4,99	4,83
Risorse di base	231,52	7,28	8,12	6,85	6,76	6,54	10,03	20,77	1,21	3,54
Chimici	1.110,51	8,64	9,78	9,40	9,06	8,65	2,70	10,54	3,75	4,80
Costruzioni e Materiali	458,69	8,04	8,89	9,07	8,53	8,05	7,37	7,37	6,32	5,99
Alimentari	607,85	12,02	14,64	14,49	13,43	12,50	3,17	17,58	7,87	7,51
Farmaceutici	900,96	10,07	11,75	11,77	11,03	10,21	5,61	3,57	6,69	7,99
Beni e servizi Industriali	820,70	9,35	10,61	11,34	10,48	9,67	8,14	7,72	8,31	8,45
Media	229,24	9,16	10,81	11,30	10,48	9,92	0,75	5,14	7,91	5,63
Petrolio & Gas (Energia)	305,44	4,98	7,32	5,91	5,49	5,18	-11,49	24,62	8,03	6,57
<b>Beni pers. e per la casa/Lusso</b>	<b>833,33</b>	<b>11,81</b>	<b>14,23</b>	<b>13,76</b>	<b>12,75</b>	<b>11,74</b>	<b>8,07</b>	<b>14,23</b>	<b>7,96</b>	<b>8,62</b>
Real Estate	234,21	22,43	25,80	26,16	24,23	23,09	8,57	7,97	6,50	4,96
Retail	477,72	8,21	9,51	9,48	8,96	8,36	14,05	6,30	5,77	7,24
Tecnologici	498,14	10,94	13,11	13,59	12,28	11,26	10,74	10,92	10,68	9,06
Telecom	332,55	6,05	7,05	6,61	6,45	6,24	14,67	5,67	2,50	3,22
Turismo e Tempo libero	230,60	6,74	7,05	6,74	6,41	6,01	12,45	5,79	5,44	6,96
Utility	284,40	6,48	6,73	7,27	7,01	6,75	-8,83	-0,38	3,74	3,88

Fonte: Focus Intesa San Paolo 10/10/2017

Anche per il multiplo EV/EBITDA, il confronto con l'Euro Stoxx e la media storica di settore, denota un valore superiore per il settore in questione. La causa è anche da riscontrarsi in una contrazione dell'EBITDA, dovuta ad un aumento dei costi operativi e ad una riduzione dei ricavi, a causa di un rallentamento delle vendite dei beni di lusso, a livello mondiale.

In conclusione, si può senz'altro dire che il metodo dei multipli di mercato è fondamentale in un'analisi del valore aziendale, soprattutto nel caso di acquisizioni, poiché permette di comprendere l'effettivo potenziale della società in questione, in relazione con l'andamento del mercato di riferimento. Ciò che è venuto fuori dalle due tabelle sull'andamento del settore dei beni di lusso, è una situazione di riduzione della crescita dello stesso, a causa di una riduzione dei ricavi, dovuta anche ad un rallentamento dell'economia cinese, negli ultimi anni. Inoltre, le imprese di settore, per offrire un output di valore, in grado di competere con i prodotti delle altre, stanno facendo nuovi investimenti, che le portano a ridurre l'Ebitda, a causa di un aumento dei costi operativi.

## 2.4 Il Venture Capital Method

Il Venture Capital method è stato utilizzato per la prima volta da Bill Sohlman, professore presso l'Harvard Business School. È utilizzato maggiormente nell'ambito di valutazioni di start up. I soggetti interessati ad investire in aziende di costituzione recente, ne valutano le potenzialità, in base ad esempio alla profittabilità futura degli obiettivi prefissati, espressi nel business plan. Gli investitori scelgono le imprese con il più alto potenziale di crescita, al fine di ottenere in un periodo futuro, solitamente dai cinque agli otto anni, un rientro dell'investimento fatto, in termini di redditività. Il rendimento è correlato con la durata dell'investimento e con il rischio ad esso associato. Il VC si basa sull'attualizzazione del valore futuro dell'impresa. Per la determinazione di tale valore si possono applicare varie metodologie, tra cui quella dei multipli di mercato. Il moltiplicatore adottato nel calcolo, può avere valori diversi, ad esempio 10x, in base al rendimento e al rischio percepito dall'investitore. Più è alto il rischio, maggiore sarà il rendimento richiesto e quindi il moltiplicatore utilizzato.

Dal punto di vista pratico abbiamo che:

$$\text{ROI} = \text{Valore terminale} / \text{Valutazione post money}$$

Dove: la valutazione post money è il valore che assume la società subito dopo il compimento dell'investimento.

Il modello presenta dei limiti:

- Si basa sulla proiezione dei ricavi futuri, che possono essere diversi da quanto stimato;
- Il rendimento ed il rischio sono legati alla soggettività dell'individuo e alla sua predisposizione al rischio;
- Non avendo un metodo oggettivo di valutazione del rischio, si avrà che diversa è la propensione al rischio dell'investitore, diversa sarà la valutazione.

## 2.5 Metodologie di valutazione e asset intangibili

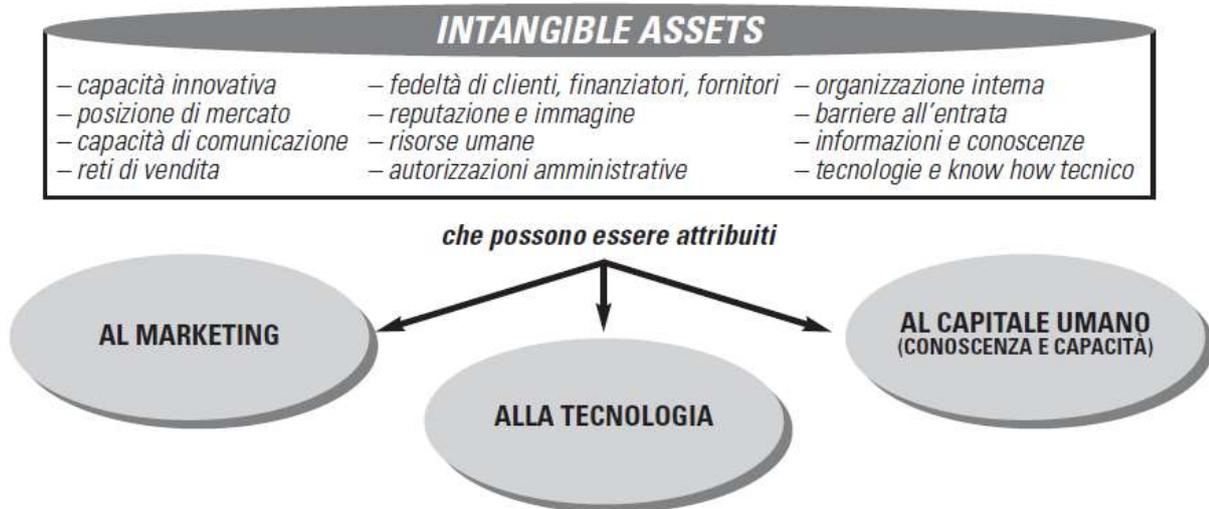
I metodi classici, tra cui quello del DCF e dei multipli di mercato descritti precedentemente, non riescono a stimare il valore delle società in cui il peso degli asset intangibili è importante. Questo perché non prendono in considerazione gli aspetti che spesso non sono contabilizzati, ma che differenziano un'impresa dalle altre. Molto spesso si assiste ad un gap tra il valore contabile di un'impresa ed il suo valore effettivo. In una realtà, come quella di oggi dove i confini nazionali non sono più dei limiti e le imprese possono espandersi in tutto il mondo, si necessita di utilizzare più metodologie di indagine, che prendono in considerazione anche aspetti quali il brand, il capitale intellettuale e gli investimenti in R&S. Il Prof. Damodaran in un'intervista ha sottolineato l'importanza dell'adattamento delle metodologie di valutazione alle sfide del mondo reale, dove i confini non esistono più, il rischio di default è qualcosa di reale e il ciclo di vita delle imprese è sempre più corto. È in questo contesto che le imprese non sono più orientate alle vendite, ma ai clienti, a creare una relazione duratura con questi ultimi. D'altro canto, non si acquista più un prodotto per soddisfare un bisogno primario, ma lo si desidera per i risvolti sociali che il possesso di un determinato bene, di una determinata marca offre. Sono questi i presupposti di base, che hanno permesso alle aziende del lusso di crescere in tutto il mondo e sono questi dunque gli elementi che devono essere analizzati. Quindi accanto alle metodologie fondamentali, occorre utilizzarne delle

altre, che prendendo in considerazione gli intangibles, permettendo una valutazione completa delle società. Nei prossimi paragrafi si affronterà il tema degli asset intangibili, riservando una particolare attenzione al Brand.

## 2.6 Il valore economico e strategico degli asset intangibili

Come è noto e come meglio si dirà nel corso del presente lavoro, il mercato delle fusioni e acquisizioni, ha registrato nel 2018 un aumento delle operazioni e del corrispettivo valore rispetto all'anno precedente, in cui si sono concluse importanti operazioni di M&A per valori rilevanti pari a diverse decine di miliardi di euro. Tra le più significative, troviamo l'acquisizione da parte dell'americano Michael Kors del marchio Versace che, si analizzerà nei capitoli successivi e con la quale la società di Kors è riuscita ad innalzare il proprio marchio ad un livello superiore, associandolo ai grandi brand dell'alta moda. Tale acquisizione è stata caratterizzata da un prezzo di acquisto notevolmente superiore al BV e la spiegazione come vedremo è da riferire sostanzialmente al maggior valore espresso dagli intangible assets. Questi ultimi nel settore dell'Alta moda, notoriamente ad alto contenuto immateriale, sono spesso riconducibili ad investimenti strategici finalizzati alla creazione e/o implementazione del valore del marchio. Gli asset intangibili descrivono sostanzialmente il patrimonio di conoscenza di un'organizzazione, il quale racchiude in sé non solo il knowhow delle persone ma anche quello proprio dell'impresa, ed è rigorosamente collegato al suo complesso organizzativo, che si compone anche delle informazioni desunte dalle relazioni interne, le quali rappresentano la "cultura aziendale", oltre ovviamente dalle relazioni esterne, che disegnano l'apprezzamento dell'azienda nel mercato. È proprio questa circostanza che spinge sempre più le aziende ad impegnarsi nella crescita di acquisizione degli strumenti in grado di definire, gestire, monitorare, valutare e divulgare l'importanza che le proprie risorse assumono in termini di conoscenze, competenze e relazioni finalizzate al processo di creazione del valore. In altre parole, il Knowledge Management costituisce la disciplina di gestione dei processi di governance della conoscenza, la cui operatività viene ad essere espressa attraverso gli strumenti disponibili e riconducibili a: Document management, Content management, sistemi di Workflow, Mappatura delle competenze, tool di Collaboration, ecc. Questi costituiscono lo strumento in grado di trasformare i molteplici dati circolanti nell'impresa in informazioni fruibili e utili alla diffusione interna ed esterna della conoscenza e al supporto dei processi decisionali. Nell'impresa knowledge based, il Capitale Intellettuale è tenuto in debita considerazione come vera e propria risorsa. Tramite quest'ultimo possiamo avvalerci dell'opportunità di ottimizzare la produttività riguardante gli aspetti organizzativi,

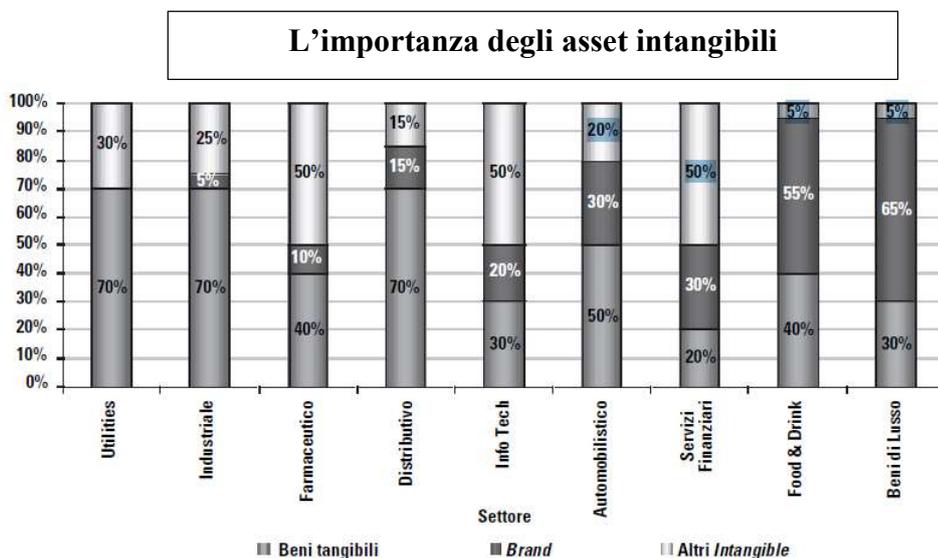
con la possibilità di capire in anticipo le esigenze della clientela, per innovare velocemente e sistematicamente i prodotti e servizi, conseguendo di fatto, un rilevante vantaggio sulle imprese concorrenti. A tal proposito importanti sono anche gli investimenti in R&S, finalizzati all'acquisizione di nuove conoscenze, che permettono all'impresa di conseguire un vantaggio competitivo e di creare valore per i propri clienti.



Fonte: la valutazione del marchio di Francesco Ferragina

Gli investimenti in asset intangibili, come si evince dall'immagine precedente, sono riferibili a diverse aree dell'impresa e tra queste rientrano: la capacità di innovazione del prodotto e/o servizio, il brand, la formazione, le applicazioni ICT, la comunicazione, il franchising e l'Intellectual Property. Tali asset, in alcuni settori manifatturieri, costituiscono il 70-80% del totale degli investimenti. L'importanza di questo dato, ci conduce a dover valutare meglio la valenza strategico – finanziaria degli intangibles, al fine di rappresentarli nella maniera più giusta possibile, anche considerando le recenti correzioni del mercato azionario e della realtà del business.

Di seguito, se ne dimostra l'importanza rivolgendo una particolare attenzione al marchio, in alcuni settori:



Fonte: G.V. Smith, *Trademark Valuation*, New York, John Wiley & Sons, Inc., 1997.

Dall'analisi del grafico sopra riportato si evince che il Brand riveste un ruolo significativo, il peso sull'intero complesso aziendale è del 65%, mentre gli altri intangibles hanno anch'essi una notevole importanza con un 30%, contro il 5% degli asset tangibili. È proprio grazie a questa importanza che le imprese del lusso hanno creato i loro imperi. È importante sottolineare, in linea con quanto appena detto, che le aziende che investono maggiormente negli asset intangibili, come l'innovazione del prodotto e del servizio, abbiano performance economiche e azionarie superiori alle aziende, che non investono in essi. Al fine di valutare le forti implicazioni finanziarie ed organizzative è stato introdotto dai nuovi principi contabili IAS, il test annuale di valore degli intangibili. IASB e FASB, i principali standard setter al mondo, hanno come obiettivo che tutti gli intangibili (specifici) acquisiti nelle operazioni di aggregazione aziendale siano identificati, valutati e rilevati separatamente dall'avviamento (intangibile generico) accrescendo così l'utilità dei bilanci. Gli asset intangibili appaiono fondamentali per esprimere ed attuare la strategia aziendale, pertanto è indispensabile una loro più accurata gestione rispetto a quella esistente oggi per estrapolare e creare il valore stesso del Brand. Il problema fondamentale, però risiede nell'estrema soggettività del processo di identificazione degli intangibili, con il rischio della scarsa affidabilità delle stime, dovuta al fatto che esse si fondano su tesi spesso disseminate di input di povera qualità scelti in modo discrezionale, oltre al fatto che su molti temi non si è giunti a soluzione di generale condivisione. È proprio questo il motivo per cui sono consueti gli errori e le approssimazioni nella valutazione degli intangibili, diversamente dalla valutazione delle aziende.

La definizione di asset intangibili, passa necessariamente per il concetto di Capitale Intellettuale, termine diffuso da Thomas A. Stewart nel “*Il Capitale Intellettuale. La nuova ricchezza*” (Ponte alle Grazie, 1997), ed ha subito nel tempo diverse interpretazioni, più o meno restrittive. Nel tentativo di definire la composizione del Capitale Intellettuale, è bene ricordare che il termine asset intangibili non descrive l’insieme di beni immateriali di un’azienda ma, piuttosto, una serie di risorse non facilmente traducibili in termini finanziari, a causa della mancanza di criteri standardizzati per una loro valutazione monetaria.

Generalmente, negli asset intangibili di un’organizzazione possiamo riportare:

- *il Capitale Umano (human capital)*: rappresentato dalla conoscenza implicita, così definibile perché non formalizzata, che le persone fissano nella giornata di lavoro attiva in base alle abilità ed esperienze acquisite;
- *Proprietà Intellettuale*, definibile il meno intangibile, in quanto formato da elementi usualmente esprimibili in termini monetari: rappresentato da brevetti, i marchi registrati e i diritti di copyright in possesso dell’azienda;
- *il Capitale Organizzativo o Strutturale (structural capital)*: rappresentato dall’insieme di conoscenze, formalizzate e non, che rimangono all’impresa alla fine della giornata lavorativa, quali documenti prodotti, procedure sviluppate e utilizzate, modelli organizzativi, strategie, ecc;
- *il Capitale Relazionale Esterno (relational capital)*: rappresentato dal valore delle risorse esterne quali i rapporti con la clientela, con i fornitori, con i business partner, con i centri di Ricerca & Sviluppo, ecc.; nel cui ambito è possibile isolare un importante elemento quale il Capitale Sociale (social capital) che è rappresentato dalle relazioni sociali di natura ed effetti.

A seguito della descrizione dei vari asset intangibili e dell’importanza che questi rivestono nelle società, ciò che appare evidente è che una dotazione e cura di questi, può portare le imprese a conseguire un vantaggio competitivo rispetto ai competitors. Prendendo per esempio marchi come Prada e Versace, di cui si parlerà nei prossimi capitoli, tali società se non avessero investito su tali aspetti, non sarebbero dei leader di settore. Il punto principale come già scritto è trovare il giusto metodo di valutazione degli intangibles, che esuli da interpretazioni soggettive e dalla discrezionalità dell’analista. Di seguito verranno presentate delle metodologie, che si ritengono valide per la valutazione di tali aspetti.

## 2.7 IL valore del Brand

“Tutte le nostre fabbriche potrebbero bruciare domani, ma difficilmente verrebbe intaccato il valore dell'azienda. Esso risiede ormai completamente nella fedeltà di marca e nelle conoscenze collettive dell'azienda” (CEO R. Goizueta, Coca Cola Company).

La cultura letteraria regala diverse definizioni di brand o marca ma tra le più significative come affermano Philip Kotler e Gary Armstrong nel libro “Principi di Marketing “, «tutto ciò che un prodotto o servizio rappresenta per i consumatori», aggiungendo che questa è «la risorsa più durevole dell'impresa, che vive più a lungo dei singoli prodotti e delle strutture». Infatti, la marca essendo un bene intangibile che fa parte del capitale aziendale, costituisce la motivazione per cui il generico consumatore può decidere se pagare un prodotto o un servizio in misura maggiore rispetto ad un altro analogo, a parità delle stesse caratteristiche di qualità.

Dalle definizioni, pertanto, è già facilmente intuibile che trattasi di un elemento decisivo per la valutazione del rapporto tra azienda e consumatore e, permette all'azienda stessa di attribuire al prodotto/servizio un valore notevole a prescindere dalla funzionalità o qualità dello stesso. Walter Landor, pioniere ed esperto di branding, invece, ha messo ancor di più in risalto il concetto di intangibilità della marca con la celebre frase: «i prodotti sono creati nelle fabbriche, i brand sono creati nella mente». Sempre Kotler e Pfoertsh (2006) evidenziano alcune principali funzioni del brand:

- facilita l'identificazione di prodotti e servizi
- comunica i loro benefici e valori
- riduce il rischio e la complessità della decisione d'acquisto

Appare pertanto chiaro come il brand conferisca al prodotto un indubitabile livello di esclusività o singolarità, ed è al tempo stesso strumento idoneo alla creazione di monopoli virtuali, i quali permettono alle aziende dotate di brand di aumentare il potenziale di crescita con l'attrazione di consumatori fedeli al marchio. Tali effetti, peraltro possono subire un effetto leva con l'aumentare del numero di persone che lo comprano, consentendo altresì di ottenere economie di scala e maggior efficienza nei costi. Tale assioma risulta di fatto utilizzato nella maggior parte delle M&A, come mostrano i recenti trend, con evidenza dei benefici acquisiti per effetto delle sinergie indotte attraverso il collegamento di brand e conseguente conquista di maggior potere contrattuale nei confronti dei fornitori, oltre allo sviluppo di penetrazione di nuovi mercati geografici. Basti pensare ad esempio all'acquisizione di Versace e dei benefici, in termini di miglioramento dell'immagine

che Kors ha ottenuto. I metodi di valutazione utilizzabili possono essere sinteticamente riportati ai seguenti tre filoni principali fondati:

1. *sulla redditività dei marchi (royalty method e redditi differenziali);*
2. *sui costi (metodo dei costi storici, del costo storico residuale e dei costi di riproduzione);*
3. *sui valori di transazioni omogenee (posto che esse siano comparabili).*

La scelta del metodo idoneo va eseguita di volta in volta, tenendo conto delle variabili che meglio esprimono il valore del marchio, oltre che le informazioni acquisibili dall'azienda e dal mercato. Nella pratica però non esiste un metodo di valutazione universalmente identificato, soprattutto perché gli elementi essenziali ed idonei per eseguire una valutazione non sono sempre disponibili, di seguito si parlerà proprio della valutazione degli asset intangibili.

## 2.8 La valutazione degli intangible assets

I metodi per valutare l'impresa, tenendo conto anche degli aspetti immateriali della stessa, sono molteplici. Alcuni fanno riferimento a tutti gli asset propri dell'azienda oggetto di analisi, altri invece si concentrano sulla valutazione di uno solo, quale ad esempio può essere il marchio, visto anche il peso che questo ricopre nella costituzione del valore complessivo delle imprese, specialmente in quelle del lusso. L'esigenza di trovare nuove metodologie di valutazione, applicabili soprattutto a società del settore lusso, sta nel fatto che i meri aspetti economico-finanziari, deducibili dall'analisi dei documenti contabili, non sono sufficienti a spiegare il valore ed il prestigio di talune società. L'evidenza empirica, infatti mostra un gap tra il valore di mercato di un'impresa e il suo book value, il primo è nettamente superiore al secondo. Tale aspetto viene anche riscontrato da Dainelli e Giunta, che come si vedrà nelle pagine successive, hanno cercato di spiegare il motivo per cui le persone sono disposte a pagare un premium price al fine di ottenere beni di una determinata marca. Da ciò gli stessi attraverso un modello statistico-matematico hanno evidenziato l'importanza degli aspetti immateriali e ne hanno spiegato l'evidenza appunto affrontando il gap, che intercorre tra market value e book value. Dato l'elevato numero di metodi esistenti, occorre classificarli, ed a tal proposito si utilizza il raggruppamento proposto da Sveiby nel 2001, il quale raggruppa le varie metodologie di stima in quattro categorie:

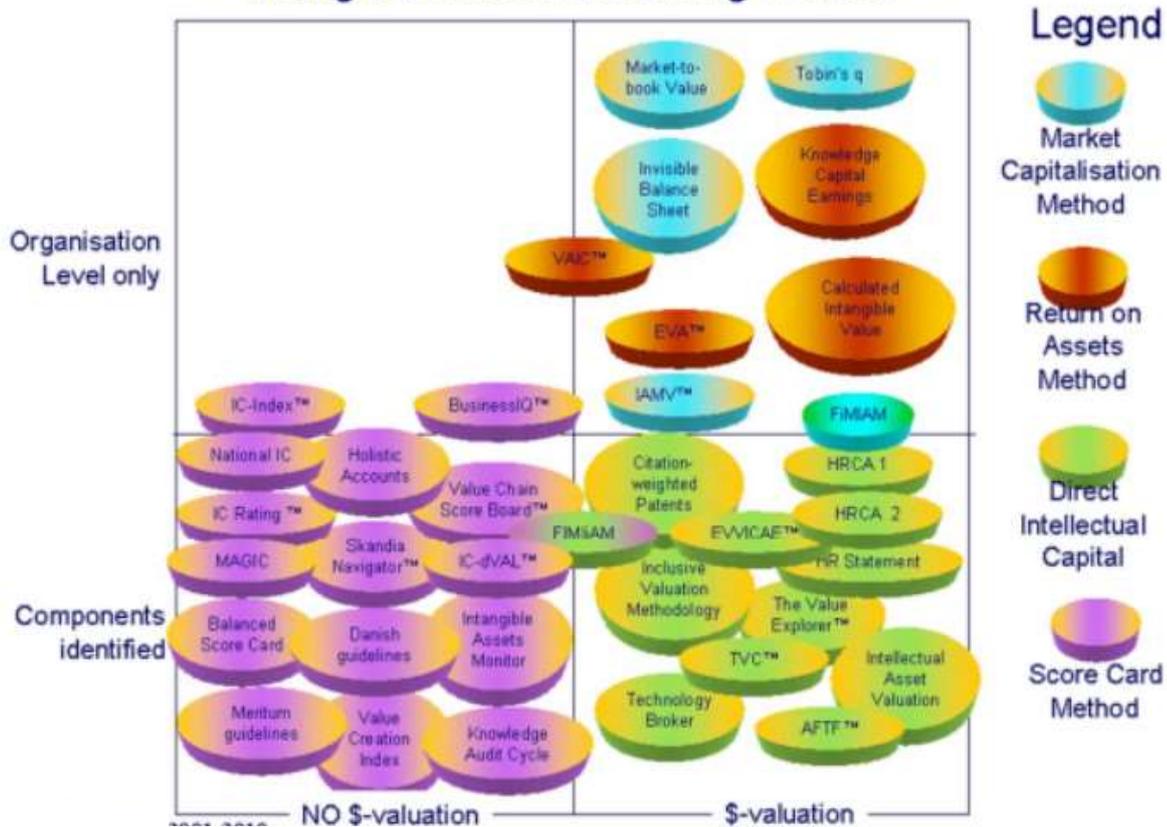
- Direct Intellectual Capital methods (DIC): il valore del capitale intangibile viene stimato attraverso la monetizzazione delle diverse componenti che lo costituiscono. Il valore di queste

può essere descritto sia individualmente che sotto forma di aggregato, quale sintesi di tutti gli asset.

- Market Capitalization Methods (MCM): il valore del capitale intangibile è rappresentato dalla differenza che si ottiene tra il valore di mercato e quello contabile della società.
- Return on Assets methods (ROA): si presume che la differenza, opportunamente capitalizzata prendendo in considerazione anche il costo del capitale, tra performance conseguita dall'impresa e l'apporto che dovrebbe esser dato dagli asset intangibili, sia espressione del valore di questi.
- Scorecard Methods (SC): il capitale intangibile viene scomposto nei diversi aspetti che lo compongono, e vengono poi creati ed utilizzati appositi indicatori di performance, utili per monitorare il valore degli intangible assets aziendali.

I metodi ROA e MCM offrono una valutazione monetaria degli asset intangibili, utili soprattutto nelle acquisizioni, fusioni e valutazioni di borsa. Possono inoltre essere utilizzati per analisi di settore, attraverso la comparazione di società simili. Offrono un valore finanziario di tali asset, facile da comunicare, per cui sono preferiti dai CEO. I dati per la valutazione sono poi di facile reperimento, in quanto per il MCM, in riferimento alle società quotate, si reperiscono dai valori azionari. Riguardo invece i metodi ROA, i dati sono desumibili dal bilancio. Questi metodi monetari presentano alcuni limiti, tra cui il forte legame con il bilancio del ROA, la mancata applicazione dell'MCM per le piccole e medie imprese e l'elevato impatto che su di essi può avere una variazione dei tassi di interesse e di sconto applicati. Il DIC e l'SC sono dei metodi non monetari, riescono a fornire un quadro più completo dello stato di salute dell'azienda, rispetto ai soli dati finanziari. Dal momento che non si basano su metriche finanziarie, la loro applicazione è utile alle imprese no-profit, all'organizzazione di reparti interni e per lo sviluppo ambientale e sociale; quindi il loro utilizzo è consigliato per società non orientate al profitto, ma al benessere sociale. Oltre alla suddivisione dei metodi tra monetari e non, un'altra classificazione può essere fatta tra quelli sintetici e analitici. I primi valutano il valore delle componenti intangibili in modo globale, mentre i secondi ne considerano il valore individualmente e non in modo complessivo. In riferimento a questi aspetti è possibile costruire una matrice a quattro quadranti, che incorpori tutte le metodologie appartenenti alle quattro classificazioni, in relazione al diverso grado delle variabili osservate, quali: monetario, non monetario, sintetico e analitico.

## Intangible Assets Measuring Models



Fonte: ©Karl-Erik Sveiby Jan 2001, updated 27 April 2010.

Una delle tecniche più utilizzate appartenenti al gruppo ROA è il metodo EVA, ossia Economic Value Added, attraverso il quale è possibile calcolare il valore creato da un'azienda. Riguardo alle metodologie MCM, la più importante è il Market to Book value, che evidenzia il valore degli asset intangibili come differenza tra valore di mercato e patrimonio netto dell'azienda. Con riferimento ai metodi SC, quello più utilizzato è il Balanced Scorecard model, il quale permette di esaminare e sviluppare valore per l'impresa.

## Economic Value Added

È un indicatore di matrice anglosassone, teorizzato dall'economista Bennet Stewart e diffuso negli anni '90. Molto utilizzato nella pratica, consente di misurare il valore creato dall'impresa secondo un approccio asset side. Rappresenta la differenza tra la redditività operativa ed il costo del capitale, esprimibile attraverso le formule<sup>6</sup>:

$$EVA=(r-c) *capitale investito$$

oppure

$$EVA=NOPAT-WACC*capitale investito$$

Dove:

r = rendimento del capitale investito, ottenuto dal NOPAT/capitale investito

c= costo del capitale investito

NOPAT= Net Operating Profit After Taxes

WACC= costo medio ponderato del capitale

Se l'EVA è maggiore di zero, l'azienda analizzata sta creando valore, al contrario sta distruggendo valore.

Il NOPAT ed il Capitale Investito, sono voci che possiamo riscontrare dalla lettura dei documenti contabili, tuttavia le regole di redazione del bilancio, vista la prudenza e l'influenza della normativa fiscale, per essere utilizzate, devono essere rettificare, sommando a quelle di derivazione contabile, che formano le due voci suddette, anche altre, che la tabella alla pagina seguente riporta.

---

<sup>6</sup> Fonte Borsa Italiana

Componenti da sommare al capitale investito contabile: (Riserve equivalenti a capitale proprio)	Componenti da sommare al reddito operativo al netto delle imposte effettivamente pagate: (Incremento nelle riserve equivalenti al capitale proprio)
<ul style="list-style-type: none"> <li>•Riserva per imposte differite;</li> <li>•Riserva LIFO;</li> <li>•Fondo ammortamento dell'avviamento;</li> <li>•Capitalizzazione delle immobilizzazioni immateriali nette (1);</li> <li>•Altre riserve: <ul style="list-style-type: none"> <li>riserva rischi su crediti</li> <li>riserva per obsolescenza magazzino</li> <li>riserva per garanzie</li> <li>riserva per utili differiti</li> <li>riserve per spese future</li> </ul> </li> <li>•Perdite/utili straordinari cumulati (dopo le imposte);</li> <li>•Ratei e risconti</li> </ul> <p><b>= Capitale Investito Rettificato (CIR)</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Incremento della riserva imposte differite;</li> <li>•Incremento riserva LIFO;</li> <li>•Quota di ammortamento dell'avviamento;</li> <li>•Incremento delle immobilizzazioni immateriali capitalizzate (nette);</li> <li>•Incrementi di altre riserve</li> </ul> <ul style="list-style-type: none"> <li>•Perdite/utili straordinari, dopo le imposte;</li> <li>•Aumento di altri accantonamenti;</li> </ul> <p><b>= Net operating Profit After Taxes (NOPAT)</b></p>
<p>(1) I costi di ricerca e sviluppo sono da capitalizzare e successivamente da ammortizzare. Lo stesso vale per alcuni costi di marketing: sviluppo nuovi prodotti, costi per conquista iniziale di una quota di mercato</p>	

Fonte: La creazione del valore: il metodo EVA del Dott. Stefano Setti

Il WACC come scritto è il costo medio ponderato del capitale e deve considerare le due componenti dello stesso: quella del costo del capitale proprio e quella del costo del capitale di debito.

$$WACC = K_e \times \left(\frac{E}{E+D}\right) + K_d \times \left(\frac{D}{E+D}\right) \times (1 - t)$$

**Dove:**

$K_e$  rappresenta il costo del capitale proprio.

$K_d$  è il costo del capitale di debito.

$(1-t)$  rappresenta l'aspetto fiscale.

$\left(\frac{E}{E+D}\right)$  il valore del capitale proprio.

$\left(\frac{D}{E+D}\right)$  il valore del capitale di debito.

L'EVA è uno strumento di valutazione dell'operato del management e dell'impresa nel suo complesso. Tale indicatore è collegato con il Market Value Added (MVA), il quale rappresenta il valore creato dall'impresa mediante il capitale iniziale ed i nuovi investimenti,<sup>7</sup> è dato dalla differenza tra il valore di mercato di un'impresa ed il suo capitale e può essere letto come la somma di tutti gli

<sup>7</sup> Fonte: [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

EVA futuri attualizzati. La somma tra l'MVA ed il capitale investito rettificato, offre il valore di un'azienda.

I vantaggi dell'utilizzo dell'EVA sono:

- Collegamento del valore interno aziendale, con quello di mercato della stessa società.
- Permette di valutare le performance delle scelte in termini di obiettivi raggiunti dal management.
- Consente di coordinare le politiche di allocazione delle risorse con quella di creazione di valore per gli azionisti.

I limiti del metodo riguardano l'origine delle grandezze analizzate, poiché:

- Il capitale investito è influenzato dalle politiche contabili adottate dall'impresa.
- Il WACC, è influenzato dai tassi di mercato e dal premio per il rischio.

Conclusioni: premessa l'adozione delle rettifiche, il metodo risulta essere di facile applicazione, poiché consente di ottenere un'immagine dell'andamento dell'operato aziendale, sotto forma di creazione del valore. Inoltre, è collegato con il MVA, che ne mostra il valore di mercato, mettendo in relazione l'aspetto esterno con quello interno. Il metodo dell'EVA tuttavia risulta come descritto influenzato dai tassi di mercato e dalle scelte di politica contabile.

### Market Value Added (MVA)

È una metodologia rientrante nel MCM, e come già detto è collegato con l'EVA ed è espressione del valore aziendale. Essa è stata introdotta da Stewart nel 1990 ed è nello specifico una misura del valore creato per gli azionisti, inoltre dal punto di vista di questi ultimi è il modo migliore di misurare le performance aziendali, in quanto, rappresenta il valore di mercato di una società in un determinato lasso di tempo. L'MVA può essere aumentato attraverso tre modalità: 1) Ampliando i progetti precedentemente posti in essere dall'impresa, in guisa da ottenere un EVA positivo e conseguentemente un MVA maggiore. 2) Investire in nuovi progetti, che hanno un ritorno positivo, che a sua volta rende l'EVA positivo. 3) Eliminare i progetti non profittevoli in termini di performance, evitando così un EVA negativo. Dal punto di vista pratico l'MVA è la differenza tra il valore di mercato dell'impresa e il capitale conferito dai suoi investitori.

$$MVA = MV - IC$$

Se il risultato è maggiore di zero il valore di mercato dell'azienda è superiore al capitale in essa investito, se al contrario è negativo, questo è espressione di una cattiva gestione da parte del management e di una scelta sbagliata dei progetti su cui investire. Come scritto precedentemente parlando dell'EVA, l'MVA può essere interpretato come la somma di tutti i futuri valori assunti dall'EVA da parte dell'impresa considerata, opportunamente attualizzati. Molto spesso viene utilizzato il Market to Book Value, espressione della differenza tra valore di mercato e patrimonio netto, mentre il surplus restante da tale operazione è riconducibile agli asset intangibili. L'esame del rapporto tra le due grandezze, rappresenta invece un indicatore utilizzato per confrontare le imprese tra loro, e se questo decresce nel tempo è inoltre sinonimo di riduzione del valore aziendale. Il limite di questa metodologia è la forte influenza cui sono soggette le grandezze, da parte dei fenomeni di mercato nonché del Paese dove l'impresa è localizzata e quotata.

Conclusioni: tale metodologia oggi è molto usata, il MVA viene preso in considerazione, sia da solo che in relazione ad altri valori di bilancio, come ad esempio il book value, diventando un ottimo indicatore del peso degli intangibles sulla creazione complessiva del valore.

### Balance Scorecard

La Balance Scorecard teorizzata da Norton e Kaplan negli anni'90, è una metodologia di analisi aziendale, volta a osservare le attività più profittevoli volte alla creazione del valore per i consumatori, diventando così un ottimo strumento di pianificazione strategica, nelle mani dei manager. La tecnica si basa sull'osservazione e la pianificazione strategica sviluppata attraverso le seguenti quattro prospettive: del cliente, finanziaria, interna e dell'apprendimento e innovazione.

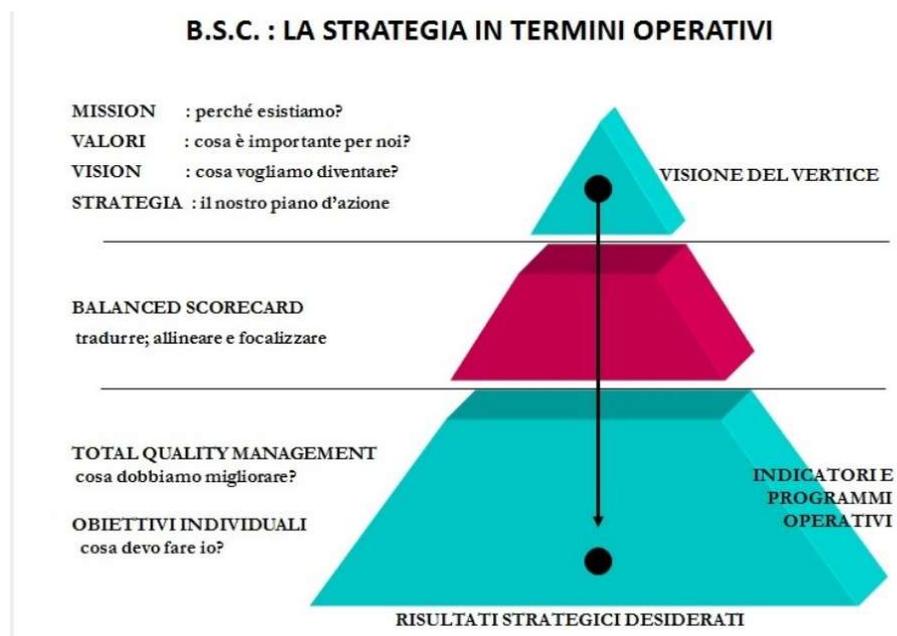


Fonte: dimelab.us

Pertanto, in base a tali prospettive, si possono definire le strategie perseguibili e successivamente attuare un controllo su di esse.

- *Apprendimento e innovazione*: rientrano in questa categoria, tutti i processi di apprendimento, basati anche sul learnig by doing che caratterizzano l'impresa e che servono ad essa per attuare processi di innovazione all'interno dell'organizzazione stessa, al fine di creare nuovi prodotti o nuovi processi.
- *Prospettiva interna*: rientrano in questa categoria tutti i processi interni all'impresa volti a produrre un output che sia pregno di valore e soddisfi le attese dei clienti. In tal senso gli indicatori che potrebbero essere utilizzati, per valutare le performance di tale area, sono quelli che misurano il grado di soddisfazione dei clienti.
- *Prospettiva del cliente*: in questa area rientrano tutte le attività e i relativi indicatori di performance che riguardano la fedeltà del consumatore e il relativo grado.
- *Prospettiva finanziaria*: l'insieme di tutti gli aspetti economico-finanziari che riguardano la gestione dell'azienda e il contatto della stessa con il mercato finanziario.

I due studiosi americani, hanno reso valido tale metodo grazie soprattutto alla teorizzazione della mappa con le quattro prospettive, ed è grazie ad essa che è stata resa possibile l'applicazione ai diversi contesti aziendali oggi esistenti. Inoltre, grazie ai vari KPI è possibile migliorare la performance dell'impresa in un contesto sempre più dinamico.



Fonte: [www.businessplanvincente.com](http://www.businessplanvincente.com)

L'immagine precedente mostra in termini operativi, come la B.S.C. possa essere applicata a livello sistemico, aiutando le imprese a creare valore soprattutto per i clienti. Tale modello potrebbe essere utilizzato dalle imprese di moda, al fine di offrire ai propri clienti prodotti ad alto contenuto intangibile, ma determinando nel contempo una soddisfazione nelle aspettative di questi ultimi. Se si crea valore per i clienti, questi sono disposti a pagare un premium price, pur di ottenere il prodotto desiderato, diventando non solo clienti, ma anche fedeli alla marca.

Conclusioni: la metodologia appena descritta, risulta essere decisamente utile, poiché consente di aver un quadro chiaro *della mission* e della strategia dell'impresa, permettendo, ad ogni livello aziendale di aver il giusto orientamento verso gli obiettivi che il management ha prefissato. In conclusione, consente di adottare un orientamento rivolto al cliente, ciò è sostanziale per determinare il successo di un'impresa aumentandone il valore aziendale.

## 2.9 Il modello di Dainelli - Giunta

Nell'elaborato "*The value relevance of non-financial performance indicators: new cues from the european fashion industry*" di Dainelli e Giunta, viene analizzato il valore degli asset intangibili, attraverso un indicatore non finanziario, ossia il "Δ" dei negozi monomarca. Tale grandezza viene osservata nelle società di lusso della moda europee. Il modello come assunto ha la non importanza dell'aspetto intangibile delle società, tuttavia l'evidenza empirica e l'utilizzo di un modello revisionato rispetto a quelli offerti dalla letteratura economica, hanno mostrato che nella realtà l'aspetto intangibile ha molta rilevanza nella fashion industry. L'analisi si basa su un modello di regressione lineare, il quale presenta, come variabile dipendente il *market value*, applicato a 36 paesi dove vi sono società appartenenti al settore del lusso e di cui si possono valutare gli asset intangibili.

ITALY	UK	GERMANY	FRANCE
<i>Mariella Burani</i>	<i>French Connection</i>	<i>Wolford</i>	<i>Christian Dior</i>
<i>CSP International</i>	<i>Burberry Group</i>	<i>Gerry Weber</i>	<i>Hermes</i>
<i>Geox</i>	<i>Next</i>	<i>Adidas</i>	<i>LVHM</i>
<i>Tod's</i>	<i>JD sports fashion</i>	<i>EDOB Abwicklungs</i>	<i>Camaieu</i>
<i>Luxottica</i>	<i>JJB sports</i>		<i>VET Affaires</i>
	<i>Ted Baker</i>		<i>Etam developpement</i>
	<i>Debenhams</i>		
	<i>Marks&amp;Spencer</i>		

SPAIN	DENMARK	SWEDEN	SWITZERLAND
<i>Inditex</i>	<i>IC Companys</i>	<i>H&amp;M</i> <i>Fenix outdoor</i> <i>Bjorn Borg</i>	<i>Richemont</i> <i>Charles Vogele</i>

Fonte: Dainelli-Giunta 2009

La tabella mostra i Paesi europei e le società di moda coinvolte nell'indagine. Inizialmente i due analisti usano modelli offerti dalla teoria economica, precisamente uno di Amir e Lev del 1996 e uno di Riley del 2003, di cui di seguito se ne scrive l'espressione:

$$P = \beta_0 + \beta_1 \text{EPS} + \beta_2 \text{BVPS} + \beta_3 \Delta \text{MONO} + \beta_4 \text{COUNTRY} + \varepsilon \longrightarrow \text{modello di Amir e Lev}$$

$$R = \beta_0 + \beta_1 \text{EPS}/p + \beta_2 \text{ABEPS}/p + \beta_3 \Delta \text{MONO}/p + \beta_4 \text{COUNTRY} + \varepsilon \longrightarrow \text{modello di Riley}$$

Dove nel primo caso si ottiene il prezzo, mentre nel secondo il ritorno, inteso come ritorno di performance degli stock. Inoltre, le altre grandezze utilizzate sono:

- EPS= profitto netto/ n. azioni
- BVPS= book value per azione
- $\Delta$  Mono= n. store di marca, che è la nostra variabile non finanziaria
- Country= country stock market return

Ciò che si ottiene è<sup>8</sup>:

Table 4 - Results of the Amir-Lev's model

Variable	Coefficient (std. error)		
	FIN	NONFIN	FULL
<b>Constant</b>	8.653*** (2.053)	27.625*** (3.412)	6.663*** (2.255)
<b><math>\Delta</math> MONO</b>		18.330 (11.105)	-0.064 (6.117)
<b>EPS</b>	10.631*** (0.707)		10.633*** (0.731)
<b>BVPS</b>	0.228* (0.119)		0.227* (0.121)
<b>COUNTRY</b>	14.385** (6.327)	15.444 (11.894)	14.377** (6.382)
<b>R<sup>2</sup> adjusted</b>	0.720	0.013	0.718
<b>F statistics</b>	133.71***	2.030	99.63***

\*\*\*, \*\*, \* indicate significance at 0.01, 0.05 and 0.10 levels.

<sup>8</sup> THE VALUE RELEVANCE OF NONFINANCIAL PERFORMANCE INDICATORS: NEW CUES FROM THE EUROPEAN FASHION INDUSTRY

Table 5 - Results of the Riley et al. model

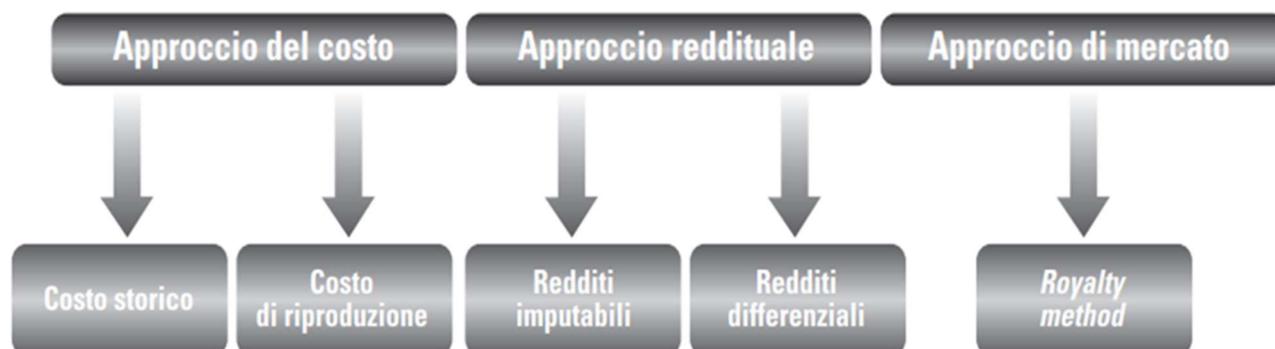
Variable	Coefficient (std. error)		
	FIN	NONFIN	FULL
Constant	-0.124** (0.053)	0.054 (0.045)	-0.122** (0.055)
$\Delta$ MONO/p		0.002 (0.002)	-0.0006 (0.0025)
EPS/p	3.039*** (0.555)		3.06*** (0.563)
ABEPS/p	-0.056 (0.088)		-0.049 (0.0025)
COUNTRY	0.414** (0.166)	0.578*** (0.175)	0.415** (0.167)
R <sup>2</sup> adjusted	0.224	0.067	0.218
F statistics	15.684***	6.607***	11.707***

\*\*\*, \*\*, \* indicate significance at 0.01, 0.05 and 0.10 levels.

Tuttavia, entrambi i modelli non risultano idonei ad evidenziare l'importanza ed il peso, come si vede anche dal coefficiente di determinazione, degli aspetti non finanziari, sostenendo quindi l'ipotesi assunta all'inizio del ragionamento, questo anche perché il lasso di tempo preso in considerazione dai modelli classici è di solo quattro mesi. Successivamente gli analisti hanno rettificato il modello di Riley, ampliando innanzitutto il lasso di tempo, il quale va da quattro a otto anni. In tale modello inoltre la variabile R viene determinata tenendo conto di aspetti prettamente finanziari. Da ciò la rettifica alle teorie economiche suddette, concependo oltre che un lasso di tempo più ampio, una valutazione che considera anche gli asset non finanziari e utilizza un tasso di rendimento uguale a:  $R_n = R_{freet} + \beta_i * (R_{mt} - R_{freet})$ . Quest'ultima rappresenta il rendimento atteso di un titolo n, teorizzato dal CAPM, dove si prende in considerazione il rendimento di un titolo privo di rischio, il rendimento del portafoglio di mercato e il rischio non diversificabile, che misura la reattività di un titolo, rispetto al mercato. Nel capitolo tre è stato confrontato il Beta di settore con quello del titolo di Capri Holding Limited, al fine di verificarne l'andamento. Il modello teorizzato da Dainelli e Giunta arriva a dimostrare l'importanza degli aspetti intangibili, in quanto il valore di mercato ottenuto con la regressione si discosta molto dal book-value, dimostrando l'esistenza di elementi che vanno quindi ben oltre il patrimonio netto. Lo stesso sviluppo dei negozi monomarca, rende evidente la presenza di elementi intangibili, che giustificano la disponibilità dei clienti a pagare un premium price per i prodotti e la volontà delle società stesse di creare con questi ultimi un rapporto nel medio-lungo periodo.

## 2.10 Metodi di valutazione del marchio

Oltre al modello matematico-statistico di Dainelli, come per gli asset intangibili in generale, anche per il marchio esistono diverse metodologie anche di più facile applicazione e sono: l'approccio del costo storico e di riproduzione, reddituale e di mercato, di seguito schematizzate.



Fonte: Valutazione del marchio Francesco Ferragina

Appare opportuno evidenziare come prioritariamente all'operazione di valutazione occorra verificare se il singolo asset, che ci si accinge a valutare risponda ai seguenti e propedeutici requisiti:

- Deve poter essere scisso dal resto dell'impresa, senza che ne sia compromessa la composizione di quest'ultima, senza quindi che ne sia intaccata la continuità
- Deve essere originato da investimenti distribuiti nel tempo
- Deve esser possibile valutarlo autonomamente

Tali metodologie sono rivolte nello specifico alla valutazione di un marchio, il quale come detto è l'asset intangibile per eccellenza, ed è il motivo per cui alcune società sono oggi dei Big nel settore di appartenenza. Nell'acquisizione di Versace, che si vedrà nei prossimi capitoli, il marchio ha rivestito un ruolo fondamentale nella scelta che l'imprenditore Kors ha operato. La scelta, infatti, è stata guidata dall'importanza che tale brand ricopriva nel mercato dell'alta moda.

### Approccio del costo storico e di riproduzione

Secondo tale metodo, l'analista deve decidere essenzialmente quali delle due tipologie di costo vuole assumere come punto di partenza della propria analisi. Il costo storico riguarda l'insieme di tutti gli oneri che l'impresa ha dovuto sostenere per realizzare ed implementare il marchio. Esiste un ulteriore approccio che riguarda il costo storico, ed è quello aggiornato. In questo caso il valore del marchio,

e i costi sostenuti in passato per la sua ideazione, vengono espressi a valori correnti. Per la valutazione del marchio i costi da prendere in considerazione sono:

Spese pubblicitarie	Spese promozionali	Spese per il design del marchio
Spese di registrazione dei marchi	Spese di sponsorizzazione	Spese per il design dei prodotti
Costi sviluppo rete di vendita	Spese di comunicazione e PR	Costi di penetrazione sul canale

Fonte: IAS 38 PPA metodi di valutazione degli intangibles

Riguardo al costo di riproduzione, tale metodo consiste nel calcolo dei costi che si dovrebbero sostenere per costituire da zero il marchio e renderlo così come è al momento dell'analisi. Se vi sono stati dei cambiamenti del contesto in cui l'impresa è immersa, è preferibile scegliere tale approccio, rispetto a quello del costo storico o aggiornato. Tali approcci di valutazione presentano essenzialmente due limiti ed è per questo che è poco utilizzato nella prassi, questi sono: 1) non riesce a determinare l'effettivo valore di mercato del brand 2) non ne contempla i benefici futuri.

### Approccio reddituale

L'approccio reddituale si basa sull'attualizzazione dei flussi reddituali direttamente associabili al marchio. Tale metodo può essere descritto con la seguente espressione:

$$W_m = R_1 * V_1 + R_2 * V_2 + \dots + R_n * V_n$$

Dove:

- $W_m$  = è il valore del marchio
- R è il reddito derivante dal marchio
- V è il coefficiente di attualizzazione
- Numero di anni per i quali si attualizzano i redditi

Le ragioni alla base dell'utilizzo di tale metodologia, risiedono nel fatto che l'approccio in questione risulta essere un buon indicatore delle performance aziendali, poiché è notevolmente influenzato dai risultati della gestione. L'applicazione dell'approccio reddituale è consigliata nei casi in cui gli aspetti patrimoniali sono di scarsa rilevanza, in caso di acquisizioni e nel caso di cessione di rami d'azienda ad alto contenuto intangibile. Il metodo reddituale si fonda sull'assunto che un'impresa vale quanto

la sua capacità di produrre ricchezza.<sup>9</sup> Secondo tale approccio l'impresa non è unicamente un complesso organizzato di beni, ma è l'interazione di questi, è un sistema dove i vari aspetti tangibili, intangibili e umani si incontrano, creando una proposta di valore. Tale valore si traduce in flussi reddituali e nella capacità dell'impresa di generarne in futuro. L'approccio reddituale è divisibile in due sottogruppi: analitico e sintetico. Il primo stima il valore dell'impresa attraverso la previsione analitica di tutti i costi ed i ricavi futuri, al fine di stimare un reddito operativo o un utile prospettico in riferimento al lasso di tempo considerato. Il secondo invece mira a stimare un reddito medio normalizzato, ipotizzando uno scenario di crescita dell'impresa stessa. L'approccio in riferimento alla valutazione del marchio, suddivide i redditi in imputabili e differenziali. I primi si ricollegano direttamente al prodotto/servizio dotato del marchio aziendale. Riguardo ai redditi differenziali, invece si fa riferimento ai flussi reddituali generati dal prodotto con il marchio aziendale, rispetto ad un prodotto simile, ma privo di marchio. Con quest'ultima metodologia è possibile analizzare il gap che c'è tra le imprese del settore moda del lusso e quelle invece che offrono prodotti a basso costo. È proprio con questo aspetto che il valore di un brand determina la crescita di un'impresa.

### Approccio di mercato

L'approccio di mercato è basato sull'attualizzazione delle royalties future che l'impresa presuppone di incassare, cedendo a terzi l'utilizzo del marchio. Il punto focale è la determinazione del tasso di attualizzazione da applicare alle royalties, importanti a riguardo sono anche il settore merceologico in cui la società opera, la posizione di mercato, la fedeltà dei consumatori, il mercato di riferimento e le tutele al marchio stesso applicate.

La formula che si ottiene è ricollegabile a quella del DCF, infatti è:

$$W_m = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^{-t}} + TV$$

Fonte: La valutazione del marchio. 12.2006 Contabilità e finanza

Dove appunto "F" sono i flussi netti delle royalties, "n" il numero di anni, "TV" il terminal value e "i" il tasso di attualizzazione. Quest'ultimo è rappresentato dal WACC, che è stato calcolato per la

<sup>9</sup> Elementi di finanza aziendale e risk management. Maggioli Editore

società Prada nel terzo capitolo, al fine di stimarne il valore dell'equity, attraverso il DCF. Questo modello come già anticipato è molto simile al Discounted Cash Flow, con la differenza che in uno si attualizzano i flussi di cassa futuri, mentre nell'altro le future royalties, quindi l'aspetto analizzato è differente e il DCF non prende in considerazione l'apporto dato dagli asset intangibili al valore aziendale, mentre nel modello appena descritto è proprio tale aspetto che viene analizzato.

## 2.11 Conclusioni

La metodologia a disposizione degli analisti per valutare le società di lusso è ampia, pertanto si dovrebbero utilizzare metodi finanziari e non, come quelli precedentemente affrontati, al fine di ottenere una stima del valore aziendale quanto più possibile veritiera e corretta. Quindi accanto al DCF, che risulta essere una metodologia valida, ma non completa, si dovrebbero utilizzare altri metodi per calcolare il valore aziendale, in modo tale da evidenziare l'importanza degli asset intangibili. Si potrebbe ad esempio stimare il valore dell'azienda con il DCF, multipli e l'approccio delle royalties oppure dei redditi differiti.

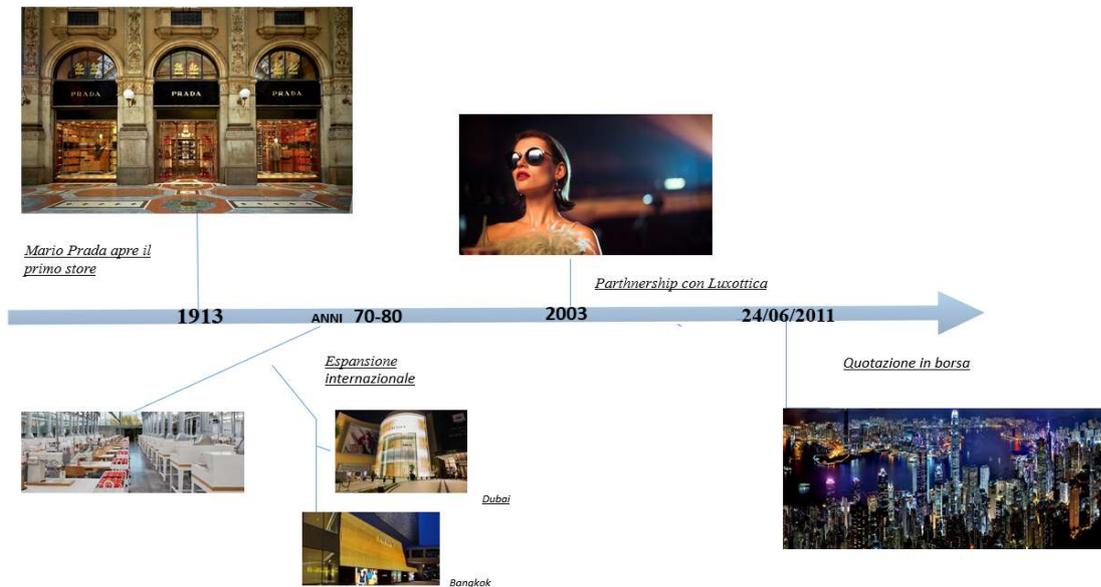
## Capitolo III: Prada

### 3.1 La storia



Il marchio Prada nasce a Milano nel lontano 1913, quando il fondatore Mario Prada apre un negozio di cuoio, borse e accessori da viaggio di lusso nella galleria Vittorio Emanuele II. In poco tempo, grazie all'elevata qualità dei prodotti, la boutique diviene un punto di riferimento per gli acquisti dell'alta borghesia ed aristocrazia, fino a diventare nel 1919 fornitore ufficiale della casa reale dei Savoia. Dopo la morte di Mario Prada, è la figlia Miuccia a rilevare l'azienda: seguono degli anni non tanto proficui, poiché Miuccia pur essendo una talentuosa stilista, molto determinata e capace non ha un background economico finanziario. Tale situazione perdura fino al 1978, quando Miuccia sigla un accordo con Patrizio Bertelli, proprietario (IPI) pellettieri d'Italia, un'azienda attiva nel mercato del cuoio. La collaborazione si rivela vincente in quanto coniuga la fantasia della stilista con le capacità imprenditoriali dell'industriale. L'alleanza dura, come tale, fino al 2003 anno in cui IPI è definitivamente incorporata nel marchio Prada. Nel frattempo, ai prodotti di pelletteria si aggiungono le calzature e successivamente l'abbigliamento. La prima sfilata del gruppo avviene nel 1988, cinque anni dopo Miuccia fonda Miu Miu con cui distribuisce capi femminili più trendy. In questo periodo vengono aperti nuovi negozi a New York, Tokio, Parigi, Londra e Madrid, e viene creata la prima linea di abiti e calzature da uomo. Al 1997 risale invece la prima collezione Prada sport. L'azienda nel 1999 acquista per 106 milioni il 75,3% dell'inglese Church, diventandone unica proprietaria nel 2006. Nel 2003 stabilisce una partnership con Luxottica, rinnovata nel 2012, per la produzione di occhiali a marchio Prada. Nel 2007 grazie al legame con LG, viene commercializzato

sul mercato il primo telefonino a marchio Prada. Il 24 giugno 2011 si quota sul mercato azionario presso la Borsa valori di Hong Kong.

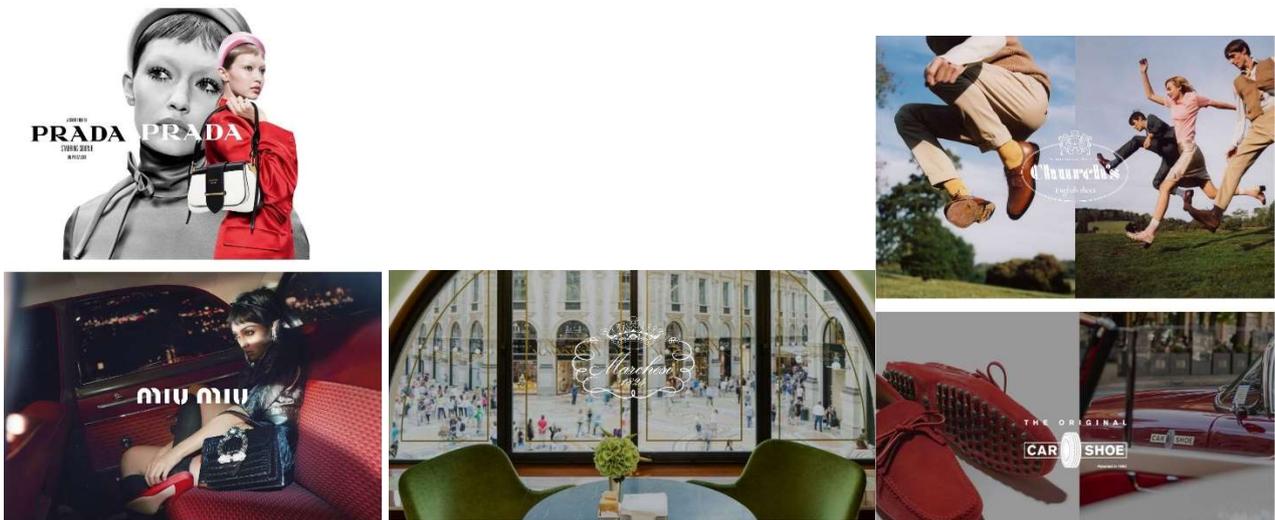


### 3.2 Miuccia Prada

Nel 1978 è a capo dell'azienda ed entra in affari con Patrizio Bertelli, che poi diventerà suo marito. Sin da subito vuole creare qualcosa di nuovo, portare l'azienda ad un livello superiore, espandersi e commercializzare in tutto il mondo. La creatività, tradizione e innovazione sono ciò che la contraddistinguono e la animano, diventando non solo i suoi punti di forza, ma anche gli elementi di identità del Brand Prada e Miu Miu, creato quest'ultimo da lei nel 1993. Inizialmente le sue creazioni non vengono sempre comprese in Italia, poiché queste vanno oltre la moda del tempo e spesso ne anticipano i tempi, come ad esempio l'idea di indossare i calzini di lana con le scarpe aperte, ben accettata in Inghilterra, ma non da noi. Non si è mai arresa, convinta di poter raggiungere i suoi obiettivi, insieme al marito Bertelli, riesce nel suo intento e crea un marchio amato e richiesto in tutto il mondo. Oggi è un esempio di come la passione nel proprio lavoro, l'amore per ciò che si fa

può portare a creare cose meravigliose, pregne di valore intrinseco.

### 3.3 I Brand del Gruppo



- Prada: con questo marchio vengono presentate collezioni di lusso, apprezzate in tutto il mondo, specialmente nell'Estremo Oriente. Il brand è sinonimo di eleganza, lusso e lavorazione artigianale, propria delle produzioni italiane.
- Miu Miu: ideato da Miuccia, da cui prende il nome, è sinonimo di bellezza ed eleganza, ma allo stesso tempo di sensualità. Il marchio è rivolto a tutte le donne, è il connubio tra passionalità e lusso.
- Church's: rappresenta la tradizione, la produzione di scarpe realizzate artigianalmente, con materiali pregiati che le rendono uniche eleganti e sempre alla moda. Risente come si evince dal nome dell'influenza britannica, della quale ne esprime tutta la storia.
- Marchesi: il marchio si riferisce ad una pasticceria milanese, aperta dal 1824 ed espande la visione dell'arte del Gruppo, ad un altro settore merceologico. I dolci vengono realizzati con materie prime di qualità, e rappresentano dal punto di vista visivo arte e bellezza, propri delle creazioni Prada.
- Car Shoe: le creazioni che hanno tale marchio, sono il frutto per la passione per i motori e le scarpe. Nato nel 1963, con tale nome si producevano dei mocassini, espressione del Made in Italy.

### 3.4 Il modello di business

Il Gruppo utilizza un particolare modello di Business volto allo sviluppo di prodotti eleganti e di lusso, basato sul connubio tra artigianalità e industria manifatturiera, la creatività è al centro del processo produttivo, l'obiettivo è quello di eccellere.

#### *Capisaldi di Prada*

1. *Spirito d'eccellenza*

Il gruppo Prada, in ogni sua espressione e relazione è orientato alla ricerca dell'eccellenza. Un atteggiamento mentale che porta le persone a ricercare la perfezione nel proprio lavoro, raffinando e superando continuamente i traguardi raggiunti.

2. *Tradizione innovativa*

Nella ricerca di soluzioni sempre inesplorate, le attività produttive del gruppo si fondano su un saper fare fortemente radicato ad un patrimonio che dura da più di un secolo. Lo spirito artigianale delle lavorazioni, realizzato dalle migliori manifatture, convive con la tecnologia ed è sapientemente inserito all'interno di un'organizzazione industriale.

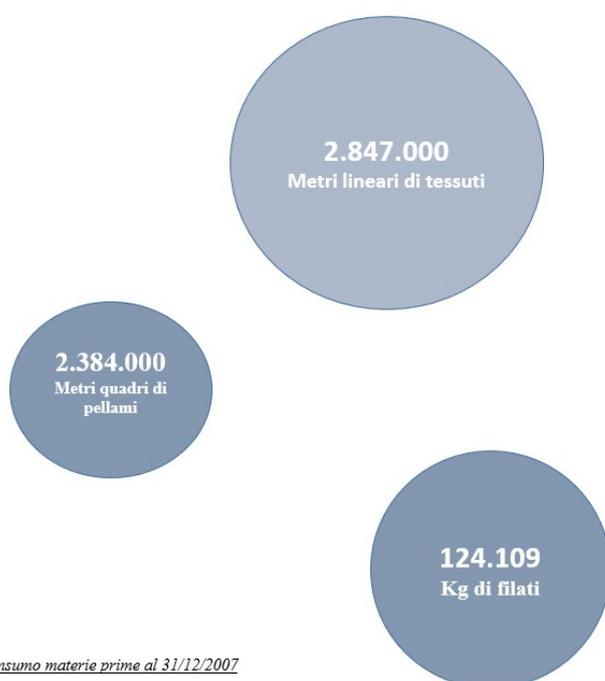
3. *Unicità del talento*

Passione, curiosità, ossessione per i dettagli ed esperienza sono le attitudini principali delle persone che lavorano nel gruppo Prada. In ogni ambito il gruppo ricerca un universo eterogeneo di culture e abilità capaci di ravvivare la curiosità intellettuale e di interpretare l'evoluzione della società contemporanea.

### 3.5 Il Gruppo in numeri: stabilimenti e store

Nel 2017 il Gruppo possiede 625 store di proprietà e 34 in franchising aperti nelle varie città del mondo, principalmente 233 in Europa, 112 in America 6 in Africa e il resto in Asia. Oltre 400 sono a monomarca Prada, 176 Miu Miu e 57 Church's. I dipendenti sono 12112 e gli stabilimenti produttivi sono 21, di cui 18 in Italia e 3 all'estero.

Riguardo alle materie prime utilizzate nell'anno 2017 abbiamo:

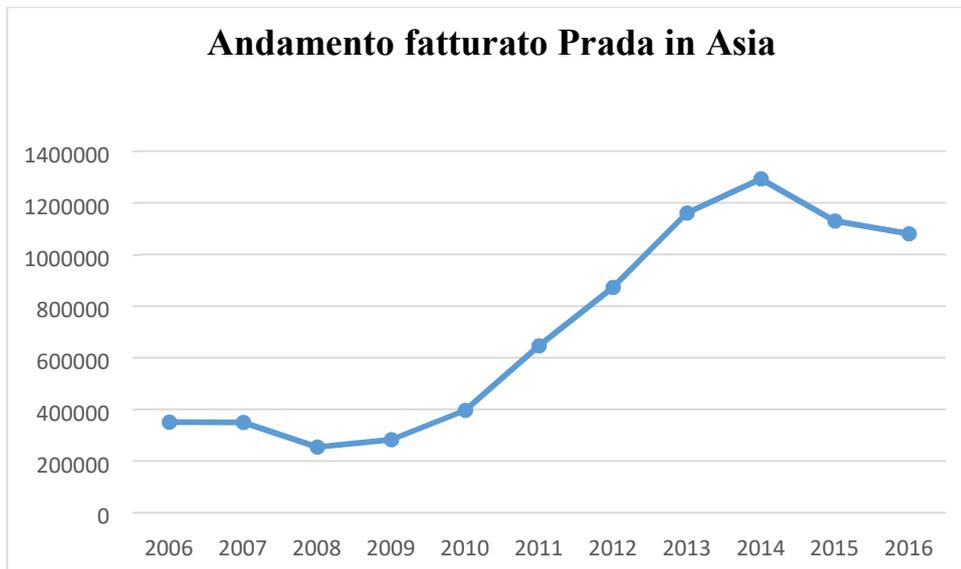


La società è impegnata anche in attività culturali portate avanti dalla Fondazione Prada, che ha la sua collocazione a Milano. Presso tale sede che è stata inaugurata nel maggio 2005 hanno luogo mostre ed eventi culturali.

### 3.6 Sviluppo internazionale e quotazione in Borsa

Il 24 giugno 2011 la società Prada S.p.A. si è quotata presso la Borsa valori di Hong Kong, traendone un duplice vantaggio: commerciale e finanziario. Riguardo a quest'ultimo, l'evidenza empirica ha mostrato che quotarsi presso la Borsa di Hong Kong porta ad un valore azionario maggiore, rispetto a quello che si otterrebbe qualora la società fosse quotata su un altro mercato azionario. Ciò è dovuto al fatto che il mercato azionario cinese è caratterizzato da una molteplicità di controparti, che lo portano ad essere ampio e tale ampiezza si rispecchia anche nella tipologia di azioni, le quali sono molto diversificate tra loro, comportando un aumento delle probabilità di successo dei collocamenti. Per quanto concerne i benefici finanziari che la società ha avuto con la IPO in Cina, si può sicuramente affermare che dal punto di vista del valore aziendale e precisamente di quello dei titoli azionari della stessa, una quotazione presso la Borsa di Honk Kong ne ha aumentato lo spessore. Riguardo ai vantaggi commerciali ottenuti con la quotazione in Cina, sicuramente si può dire che

Prada è riuscita a incrementare le vendite in questo Paese, creando una rete di relazioni con i fornitori e i distributori, che le hanno permesso di entrare a far parte di un mercato il cui accesso non è facile. Lo sviluppo in questo Paese, dove i prodotti di lusso sono molto richiesti, ha portato la società ad aumentare il fatturato estero e al contempo a diffondere il proprio brand anche in Estremo Oriente.



Fonte dati: relazioni finanziarie Prada dal 2006 al 2016

Dai dati nel grafico possiamo notare una crescita del fatturato, dall'anno della quotazione in poi, con una lieve diminuzione dello stesso nel biennio 2015-2016.

### 3.7 I risultati del Gruppo

Nel 2017 il gruppo Prada ha realizzato un fatturato pari a circa 3 miliardi di euro, con un EBITDA pari a 588 milioni di euro, in riduzione rispetto al 2016, il quale era pari a 653.4 milioni di euro. L'esercizio è stato chiuso con un risultato netto pari a 249 milioni di euro. Le performance migliori si registrano nei mercati asiatici, soprattutto in Cina, con un aumento delle vendite pari all'8%, diminuiscono invece in America e restano costanti nel nostro continente. La società del Gruppo, Prada S.p.A. chiude l'anno in linea con i risultati dell'esercizio 2016, rivelando che il marchio resta un importante punto di riferimento del settore moda, specificatamente nell'ambito luxury. Il Gruppo si è posto per il 2020 l'obiettivo di aumentare il fatturato derivante dalle vendite on-line, che sono state di circa il 4% nel 2017 e di migliorare l'esperienza dei clienti all'interno dei punti vendita, coinvolgendoli e fidelizzandoli. La parola d'ordine è crescita, sia di fatturato che di *Brand Value*.

### 3.8 L'analisi di Prada S.p.A.

L'analisi di Prada S.p.A., che si riporta nelle pagine seguenti, ha lo scopo di evidenziare l'applicazione di alcune delle modalità di valutazione aziendale, descritte nel capitolo II. La società in questione è quotata alla Borsa di Hong Kong e il periodo a cui fanno riferimento i dati disponibili sul mercato per l'analisi della società è il biennio 2016-2017 ed il terzo trimestre del 2018, inoltre per poter ipotizzare una proiezione futura sull'andamento della stessa, è necessario fare delle assunzioni:

- RICAVIDI VENDITA = il tasso di crescita 2018 è stato calcolato sulla base della

variazione percentuale rispetto ai ricavi di vendita realizzati nel biennio 2016 – 2017.

Le previsioni riferite al 2019 si attengono alle stime di crescita delle vendite della Maison effettuate da Morgan Stanley che vede una crescita coerente con lo sviluppo dell'area Asia –Pacifico e con il record registrato nel Q3 2018. Tuttavia, dal 2020 le stime della stessa Morgan Stanley e dell'OCSE prevedono un rallentamento dell'intera area nel triennio successivo. In questo senso, abbiamo assunto un tasso di crescita delle vendite coerente con le stime sul

tasso di crescita dell'area (con particolare attenzione alla Cina) assumendo un tasso coerente (6%) con le previsioni sul tasso di crescita cinese.

Quest'ultimo, infatti, è sempre più il mercato di riferimento per le aziende operanti nel settore del lusso, assumendo che esso rimanga costante.

- COST OF GOODS SOLD (COGS)= in questo caso, abbiamo optato per un tasso di crescita dei costi in linea con il tasso medio relativo al settore del lusso (31%). La deviazione da tale media si deve a due diverse considerazioni:
  - 1) Tale media è rilevata in un campione eterogeneo di aziende, il quale, include anche maison operanti nel settore dell'alta orologeria e gioielleria, i cui costi (inclusi materie prime, magazzino, manodopera e trasporto) sono più elevati dato il maggior costo (grado di specializzazione) delle materie prime (lavoro)
  - 2) Le economie di scala: Prada, così come i suoi principali competitors nel settore fashion & leather goods (LVMH, Kering, Ferragamo ecc.), operano sì nel lusso ma, con un approccio da grande distribuzione. Il che, lungi dal significare costi di R&S o delle materie prime bassi, consente ad essi di assorbirli in maniera più rapida. Al contrario, firm come Cartier, Swatch e altri, operanti nei settori di haut  horolog rie o gioielleria, per la natura intrinseca del prodotto, hanno una supply chain basata maggiormente su un concetto di unicit  e alta personalizzazione del prodotto, il che rende lo sfruttamento delle economie di scala pi  complicato e, conseguentemente, l'incidenza dei COGS sul prezzo di vendita   maggiore. Per

queste ragioni, si è deciso di optare per un costo del venduto pari al 26,5% dei ricavi di vendita. Si ritiene quindi, che questa percentuale sia idonea a riflettere l'intento di Prada di offrire al cliente capi unici, creati dai migliori materiali unitamente ad un design classico e innovativo al tempo stesso.

- ASPETTATIVE DI CRESCITA DEI SALARI REALI= in questo caso non vi è alcuna assunzione, la stima si basa sulla media dell'Eurozona, corretta per le aspettative italiane. L'utilizzo di tassi di riferimento italiani/europei si deve al fatto che nonostante la Maison sia quotata alla borsa di Hong Kong, la maggior parte dei prodotti viene sviluppata e prodotta principalmente in Italia.
- ASPETTATIVE DI INFLAZIONE= anche in questo caso, non è stato necessario effettuare assunzioni. Le previsioni riguardanti la crescita inflazionistica sono state ottenute consultando la ECB Statistical Data Warehouse.
- AMMORTAMENTI= si è assunto che gli ammortamenti siano a quote costanti, con un deprezzamento annuo pari al 25% (stessa quota riferita alla decrescita del CAPEX).
- SPESE PER INTERESSI E ALIQUOTE IRES e IRAP= il costo del debito è stato ricavato dal sito del Prof. Damodaran, utilizzando il Market Risk Premium (Implied) italiano (in basis points), al quale è stato sommato il tasso risk free del Bund tedesco. Per il 2019, 2020, 2021 e 2022 si presume che, nonostante sia possibile un incremento, tale MRP rimanga costante.

Tale approccio deriva dal fatto che la volatilità che regna al livello internazionale, rende difficile effettuare delle stime precise senza il rischio di incorrere in sopravvalutazioni o sottovalutazioni. Le aliquote IRES e IRAP, d'altra parte, sono le aliquote vigenti in Italia (Prada S.p.A. infatti, nonostante la quotazione alla borsa di Hong Kong, è una società di diritto italiana). Per l'anno fiscale 2016 e 2017 quindi, le aliquote IRAP (IRES) sono pari al 27,5% (3,9%) per gli anni successivi si sono adottate aliquote pari al 24% (3,9%) come definito nella legge di stabilità.

Si utilizza ora il metodo del DCF:

## Il Discount Cash Flow

Prada S.p.A. (HKD/'000)	2016 actual	2017 actual	2018 Forecast	2019 Forecast	2020 Forecast	2021 Forecast	2022 Forecast
<b>EBITDA</b>	<b>502.999</b>	<b>432.999</b>	<b>686.654</b>	<b>881.498</b>	<b>1.078.274</b>	<b>1.238.090</b>	<b>1.415.987</b>
Depreciation	(205.210)	(124.714)	(93.536)	(70.152)	(52.614)	(39.460)	(29.595)
<b>EBIT</b>	<b>297.789</b>	<b>308.285</b>	<b>593.119</b>	<b>811.347</b>	<b>1.025.660</b>	<b>1.198.630</b>	<b>1.386.392</b>
Taxes	83.083	86.011	165.480	226.366	286.159	334.418	386.803
Personnel Costs	1.930.000	1.734.000	1.739.202	1.744.420	1.751.397	1.758.403	1.765.437
(IRAP)	11.614	12.023	23.132	31.643	40.001	46.747	54.069
(IRES)	71.469	73.988	142.348	194.723	246.158	287.671	332.734
<b>NOPAT</b>	<b>214.706</b>	<b>222.273</b>	<b>427.639</b>	<b>584.981</b>	<b>739.501</b>	<b>864.212</b>	<b>999.588</b>
Depreciation	205.210	124.714	93.536	70.152	52.614	39.460	29.595
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>419.916</b>	<b>346.987</b>	<b>521.174</b>	<b>655.133</b>	<b>792.115</b>	<b>903.673</b>	<b>1.029.184</b>
Capex	104.979	86.747	130.294	163.783	198.029	225.918	257.296
Net Working Capital Variation	665	546	2.394	2.565	2.739	2.884	3.043
<b>FCF</b>	<b>525.560</b>	<b>434.280</b>	<b>653.862</b>	<b>821.480</b>	<b>992.882</b>	<b>1.132.474</b>	<b>1.289.523</b>
Discount period	-	-	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0
Discount factor	1,000	1,000	0,903	0,816	0,737	0,666	0,602
<b>Discounted FCF</b>	<b>525.560</b>	<b>434.280</b>	<b>590.711</b>	<b>670.464</b>	<b>732.091</b>	<b>754.371</b>	<b>776.023</b>

### Estimation of Equity Value (EUR/'000)

<b>Cumulated Net Available Cash F</b>	4.483.500
Terminal Value	118.594.676
PV of Terminal Value	71.369.201

**Enterprise Value 75.852.701**

Net Financial Position (578.913)

**Equity Value 76.431.614**

WACC 10,7%  
G 9,50%

Azioni 2560  
Debito 1.310,00  
Cassa 414

VA(flussi di cassa) 74.892,86  
**Prezzo azione 3,27**

IRAP 3,9%  
IRES 24,0%

Reinvestment rate -25,0%

Riassumendo le assunzioni alla base del modello si ha che:

- I ricavi di vendita hanno un'aspettativa di crescita pari al 9%
- I costi variabili sono considerati crescenti e in relazione ad una percentuale delle vendite costante ed uguale al 2013
- I costi fissi sono considerati in crescita, in relazione al tasso di inflazione previsto
- I costi del personale sono crescenti e in linea con l'aumento dei salari reali

- Percentuale di ammortamento piatta e uguale al 2018
- Il capitale circolante netto è stato stimato sulla base di DIO, DSO e DPO, ossia Days Inventory Outstanding, Days Sales Outstandin e Days Payables Outstanding

La società dai valori ottenuti nell'analisi mostra un andamento previsionale positivo per gli esercizi 2018-2022, prevedendo sia un miglioramento dei margini Ebitda e Ebit, che del NOPAT, il quale è in crescita, denotando un miglioramento della capacità di generare i profitti dalle attività operative proprie della azienda. I flussi di cassa previsionali sono in aumento, evidenziando una miglior capacità della società di generare flussi di cassa operativi, volti a coprire il fabbisogno che deriva dagli investimenti fatti. Anche i FCF previsionali sono in aumento, ciò mostra come Prada sia in grado attrarre nuovi investitori, poiché tali flussi di cassa possono essere utilizzati per remunerare gli azionisti e i finanziatori. Per calcolare il valore dell'impresa e quindi l'enterprise value abbiamo scontato sia i FCF che il terminal value per un tasso di sconto pari al WACC, ossia il costo medio ponderato del capitale proprio e di terzi che l'impresa utilizza per lo svolgimento della propria attività. Di seguito viene inserito il procedimento per il calcolo del WACC, per la nostra società.

Prada S.p.A.		Input	
<b>Cost of Equity (Ke)</b>		Rf	0,4%
Risk free rate	0,4%	Bunlev	0,69
Beta unlevered	0,69	D/E	0,20
D/E	0,20	MRP	1,6%
Beta relevered	0,80	Tax Rate	26,3%
Tax rate Beta relevered	26,3%	Kd before Tax	8,0%
Market risk premium	1,6%	ICR	49,98
Company Specific Risk Premium	10,0%		
<b>Ke</b>	<b>11,6%</b>		
<b>Cost of Debt (Kd)</b>			
Kd before tax	8,4%		
Kd Tax rate	26,3%		
<b>Kd after tax</b>	<b>6,2%</b>		
<b>Financial Structure</b>			
Weight of Equity	83,1%		
Weight of Debt	16,9%		
<b>WACC</b>	<b>10,69%</b>		

Il WACC come si vede dal grafico è stato calcolato pesandolo ad un costo del capitale pari al 11.6% ed uno del debito pari al 6.2 %, con un peso dell'Equity pari al 83.1% contro il 6.9% di quello del debito. Il Terminal Value utilizzato è pari a 118.594.670 euro, ottenendo così un Enterprise Value pari a 75.852.701 euro. Da quest'ultimo si ottiene un Equity Value, ossia il valore del pacchetto azionario, pari a 76.431.614 migliaia di euro.

## Il Dividend Discount Model

L'analisi procede con il calcolo del valore, basandolo sull'andamento del flusso dei dividendi futuri attualizzati al tempo t, pari al 2017. Di seguito viene inserita la tabella dei calcoli del modello.

Prada S.p.A.								
<b>costo capitale proprio</b>			<b>11,61%</b>					
prezzo corrente			27,15					
Cambio EUR/HKD			0,112971					
prezzo corrente in EUR		€	3,07					
tasso dividendo			0,54					
numero di azioni			2560					
dividendo 2017			0,31					
tasso di crescita prossimi 5 ar			9,50%					
<b>DDM</b>								
Prada S.p.A.	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
(HKD*000)	actual	actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	
Dividendi	0,277	0,54	0,59	0,65	0,71	0,78	0,85	
Vn							44,11599	
PV			0,53	0,52	0,51	0,50	25,96	
<b>P0</b>	<b>€</b>	<b>3,17</b>						

Fonte: Elaborazione propria

Il costo del capitale proprio è pari al 11.61% ed il numero di azioni della società è pari a 2560. Il rendimento del titolo in termini percentuali ha un tasso di crescita pari al 9.50%, arrivando nel 2022 ad un rendimento previsionale pari al 0.85%, aumentando il valore dell'impresa. Tuttavia, rispetto ad altre società del settore della moda del lusso, Prada ha un rendimento dei dividendi inferiore, nel 2018 ad esempio è pari al 3% circa, contro lo 0.97 % di Cucinelli.

## I multipli di mercato

Impresa	Capitalizzazione	EV	EV/Vendite	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/B
HERMES INTL	51.280	48.520	8,53	21,6	24,64	38,27	10,51
BURBERRY	7.310	6.810	2,53	12,1	14,8	34,43	5,73
KERING	48.800	52.120	3,1	12,62	14,17	22,05	5,24
LVMH	130.660	139.360	3,12	12,8	16,41	20,93	4,35
MONCLER	7.450	7.300	5,71	17,9	20,09	28,13	8,67
SALVATORE FERRAGAMO	3.871	3.400	2,5	14,72	20,7	33,74	4,64
TIFFANY	12.530	13.210	2,99	12,32	14,64	21,11	4,01
PRADA	70.620	77.690	2,9	12,38	21,38	35,91	4,68
Media			4,07	14,87	17,92	28,38	6,16
Mediana			3,10	12,79	16,41	28,13	5,24
Valore massimo			8,53	21,64	24,64	38,27	10,51
Valore minimo			2,50	12,10	14,17	20,93	4,01
Deviazione standard			2,25	3,62	3,96	7,21	2,47

Fonte Bloomberg

Come si desume dalla tabella della pagina precedente, Prada S.p.A. viene confrontata con altre importanti società del settore moda del lusso, ad essa comparabili, tra cui Tiffany, Ferragamo e Burberry. I multipli calcolati sono EV/VENDITE, EV/EBITDA, EV/EBIT, Price Earnigs e Price to Book Ratio. I primi tre multipli hanno al numeratore l'Enterprise Value, ossia il prezzo d'acquisto che un investitore dovrebbe pagare per acquisire l'impresa senza debiti. Il primo è l'EV/EBITDA, che per la società Prada è uguale a 2.9, pari circa a quello di Tiffany e maggiore di Burberry, ma inferiore di tutte le altre società analizzate. Per il rapporto EV/EBIT Prada assume un valore più elevato rispetto alla maggior parte delle altre società. Guardando all' EV/EBITDA essa risulta essere più conveniente dei suoi competitors, mentre nel secondo caso è meno interessante delle altre. Riguardo al Ratio EV/Vendite, possiamo valutare la società sulla base delle vendite, questo multiplo può essere usato anche se la società dovesse essere in perdita, non è tuttavia il nostro caso, vista l'assunzione di un andamento crescente degli utili. Per Prada il rapporto in questione è tra i più bassi del settore, superiore solo a Burberry. Riguardo al Price to Book Value, la nostra società si colloca vicino alla media con un valore pari a 4.68, superiore solo a Tiffany, Ferragamo e LVMH. Differente è la situazione che viene fuori con il P/E, poiché con un valore pari a 35.91, essa si colloca al di sopra delle stesse. C'è da precisare che il confronto è stato fatto con società comparabili a Prada, ma quotate presso un'altra Borsa valori.

### Royalty method

Di seguito si prova a valutare il marchio Prada attraverso l'approccio delle royalties, al fine di considerare nell'analisi anche l'aspetto intangibile e non solo i flussi finanziari.

$$W_m = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^{-t}} + TV$$

- $t = WACC = 10.7\%$
- $TV = 118.6$
- $Royalty\ 2017 = 48.2$

Anno	2018	2019	2020	2021	2022
Flussi	53,35	59,06	65,4	73,3	80,06
Valore Brand	449,76 migliaia di euro				

Fonte: Elaborazione propria

Applicando la formula suddetta e attualizzando le royalties in riferimento al periodo considerato e ad un tasso di attualizzazione pari al WACC, si ottiene che il valore del solo marchio Prada è pari a 449.76 migliaia di euro.

## Il Beta

### Peers internazionali - Prada SpA

Nome della ditta	Ctry	Market Cap. ultimo (mUSD)	Beta 1 anno	Year-To-Date Prezzo Variazione (in valuta locale)
Prada SpA	ITA	8 866	1.05	5,4%
<i>Mediana internazionale dei pari</i>			0.54	10,9%
PVH Corp.	Stati Uniti d'America	8 468	0.91	20,3%
Salvatore Ferragamo Sp ...	ITA	3 403	0.54	0,1%
TOD'S SpA	ITA	1 566	0.39	0,5%
Under Armour Inc.	Stati Uniti d'America	8 773	1,46	18,3%
Abbigliamento sportivo Columbia ...	Stati Uniti d'America	6 435	0,32	10,9%

Fonte: [www.infrintanalytics.com](http://www.infrintanalytics.com)

Come si evince dall'immagine sovrastante il Beta di Prada S.p.A. è pari a 1.05, nettamente superiore alla media di settore. Un Beta maggiore di uno indica che la società ha una reattività superiore a quella del mercato, ciò significa che in caso di crescita Prada guadagnerà di più del mercato, esattamente lo 0.5 in più, mentre in caso di perdita, perderà di più. Solitamente un Beta maggiore di uno presuppone quindi che il titolo abbia un premio per il rischio più alto.

## 3.9 Conclusioni

Il gruppo Prada risulta essere uno dei principali leader del settore dell'alta moda. La scelta di quotarsi presso la Borsa di Hong Kong, le ha fatto acquisire un valore di mercato maggiore, rispetto ad un eventuale IPO, presso un'altra Borsa valori. La quotazione presso l'HKEx, ha inoltre garantito, soprattutto in questi ultimi periodi, caratterizzati da una recessione, che ha coinvolto molte imprese

europee, di svilupparsi e raggiungere risultati positivi. Questi ultimi sono espressi nell'analisi condotta, dai flussi di cassa prospettici, ottenuti con il DCF e in linea con le assunzioni dello stesso, principalmente alla commercializzazione dei prodotti e la localizzazione degli store nei paesi asiatici, soprattutto in Cina, dove i prodotti della gamma luxury hanno una richiesta maggiore. A sostegno di quanto detto, si ricorda l'andamento del fatturato Prada S.p.A. in Asia, illustrato dal grafico nelle pagine precedenti, da cui si evince un aumento dello stesso dall'anno di quotazione fino al 2014, e successivamente una lieve deflessione nel biennio 2015-2016. La diminuzione è dovuta anche al contesto macroeconomico in cui l'impresa è immersa. Dall'analisi effettuata la società ha un Enterprise Value pari a 75.852.701 euro ed un valore del marchio, ottenuto con l'applicazione dell'approccio delle Royalties pari a 449.76 migliaia di euro, denotando una posizione della brand image forte ed in linea con gli obiettivi di crescita del Gruppo. Riguardo all'analisi effettuata attraverso i multipli di mercato, la società risulta essere in linea con la media di settore. Precisamente il valore del rapporto EV/Ebitda e EV/vendite è inferiore alla media mentre il P/E e P/B è maggiore. Analizzando il Beta ad un anno della società, si è visto che è maggiore di 1, ciò denota una maggior reattività dello stesso rispetto al mercato, ciò è espressione anche delle strategie di crescita e sviluppo adottate dalla società. In conclusione, si può dire che guardando al valore degli asset intangibili, al valore del brand, all'apertura al mercato asiatico e al risultato dei multipli, potrebbe risultare conveniente investire nel gruppo, tuttavia poiché la società ha un Beta maggiore di uno, la rende più rischiosa rispetto alle altre società ad esse paragonabili. Da ciò conviene investire nei periodi di crescita, in quanto rende più del mercato e disinvestire nei momenti di recessione, poiché le perdite sono maggiori.

## Capitolo IV: L'acquisizione di Versace

### 4.1 Il mercato delle acquisizioni

Il mercato delle fusioni e acquisizioni ha registrato nel 2018 un aumento delle operazioni e del corrispettivo valore rispetto all'anno precedente. Sono state concluse 882 operazioni per un valore complessivo di 91.4 miliardi di euro, contro le 817 del 2017, pari a 46 miliardi di euro. Tra gli accordi più importanti dell'anno abbiamo la fusione tra Luxottica e Essilor; la trattativa iniziata nel 2017, si è conclusa nel 2018, con un valore pari a circa 25 miliardi di euro. Il quotidiano " il sole 24 ore" l'ha classificata come una delle operazioni più importanti avvenute nel mercato delle fusioni e acquisizioni. Nell'ambito dell'apporto di private equity le operazioni portate a termine sono state 110, per un valore di 12 miliardi di euro; tra le più significative troviamo l'acquisizione da parte dell'americano Michael Kors del marchio Versace per circa 1.83 miliardi di euro, pari circa a 2.12 miliardi di dollari. In definitiva per l'M&A è stato un buon anno, migliore sicuramente di quello precedente, nonostante si siano registrati dei segnali di frenata nel secondo semestre del 2018. Ciò non ha necessariamente rappresentato una diminuzione delle operazioni e del loro valore, ma è da considerarsi come l'espressione di transazioni con un controvalore non elevato, in contrapposizione a operazioni con valore elevato verificatesi nel primo semestre, come ad esempio la fusione della Luxottica – Essilor, che ha reso la prima parte dell'anno più performante della seconda.

### 4.2 L'acquisizione di Versace e la creazione della Capri Holdings Limited

Nel 2017 lo stilista imprenditore americano Michael Kors, famoso soprattutto per la sua linea di borse ed accessori, dopo aver acquistato per 1.2 miliardi di dollari il marchio Jimmy Choo, rivolge l'attenzione ai brand di lusso della moda italiana, più precisamente inizia le trattative con la famiglia Versace per l'acquisto del noto marchio. Precedentemente all'inizio delle trattative, note società francesi del settore lusso hanno mostrato interesse per la Maison. Il 25/09/2018 le più importanti testate giornalistiche italiane ed internazionali hanno dato la notizia di tale fusione. Il noto marchio è stato ceduto per un valore di 1.83 miliardi di euro, pari a 2.12 miliardi di dollari, attraverso la cessione della Gianni Versace S.p.A.; ciò è stato possibile con la vendita delle quote della famiglia Versace attraverso la GiVi Holding S.p.A., quote che ammontano all'80% del capitale sociale mentre il restante 20 % è stato acquisito dal fondo di private equity americano Blackstone, il quale nel 2014 per entrare nella società aveva immesso circa 200 milioni di euro di capitale, valutando il marchio Versace 1 miliardo di euro.

La Michael Kors Holdings a seguito dell'acquisizione della Versace ha cambiato la propria ragione sociale in Capri Holdings Limited, diventando operativa con tale denominazione dal 2 gennaio 2019 e includendo nel gruppo la stessa Gianni Versace S.p.A. L'obiettivo dell'imprenditore Kors e dell'amministratore delegato John D. Idol della Capri Holdings Limited è stato quello di creare un gruppo forte del settore moda, accattivante e principalmente di lusso. L'acquisto di Versace è stato il fiore all'occhiello di una politica di crescita del gruppo, volta ad innalzare il marchio Kors ad un livello superiore, associandolo ai grandi brand dell'alta moda. Il nome stesso della nuova società Capri Holdings vuole rievocare lusso e prestigio, ispirandosi all'isola italiana, da sempre icona del lusso e della moda internazionale. L'annuncio dell'avvenuta fusione tra il marchio Versace ed il gruppo Kors ha avuto ripercussioni negative sul titolo di quest'ultimo quotato in borsa; c'è stato infatti un ribasso iniziale dell'8,2% e il trend negativo ha continuato anche negli ultimi tre mesi del 2018. La cifra di 2.12 miliardi di dollari, pagata per l'operazione è stata giudicata eccessiva dagli investitori.

#### ANDAMENTO TITOLO DEL GRUPPO KORS



Fonte [www.teleborsa.it](http://www.teleborsa.it)

<https://www.teleborsa.it/azioni-estero/michael-kors-holdings-kors-vgg607541015-MDkuS09SUw>

Dal grafico si evince quanto prima spiegato, il titolo ha subito un calo da ottobre 2018 tuttavia, la curva dell'andamento nell'ultimo mese dell'anno, attenua la sua ripidità, guadagnando al 31/12/2018 un 1.99%, con un valore di chiusura pari a 37.92. Il beta del titolo è pari a 0.52, ricordando che tale coefficiente misura la reattività del rendimento di un titolo rispetto alla variazione del rendimento del mercato, è utilizzato nel Capital Asset Pricing Model per determinare il premio per il rischio, dovuto al rischio non diversificabile e può assumere valori maggiori di 1, tra 0 e 1 e minori di 0, a seconda che il titolo abbia una volatilità maggiore o meno del mercato. Nel caso esaminato il Beta è pari a

0.52, cioè compreso tra 0 e 1, se ne deduce che le oscillazioni di prezzo del titolo sono inferiori a quelle di mercato. Prendendo in esame il coefficiente di alcune società quotate del settore moda italiano, si deduce che il Gruppo ha assunto una posizione sul mercato simile a quella dei suoi competitors.

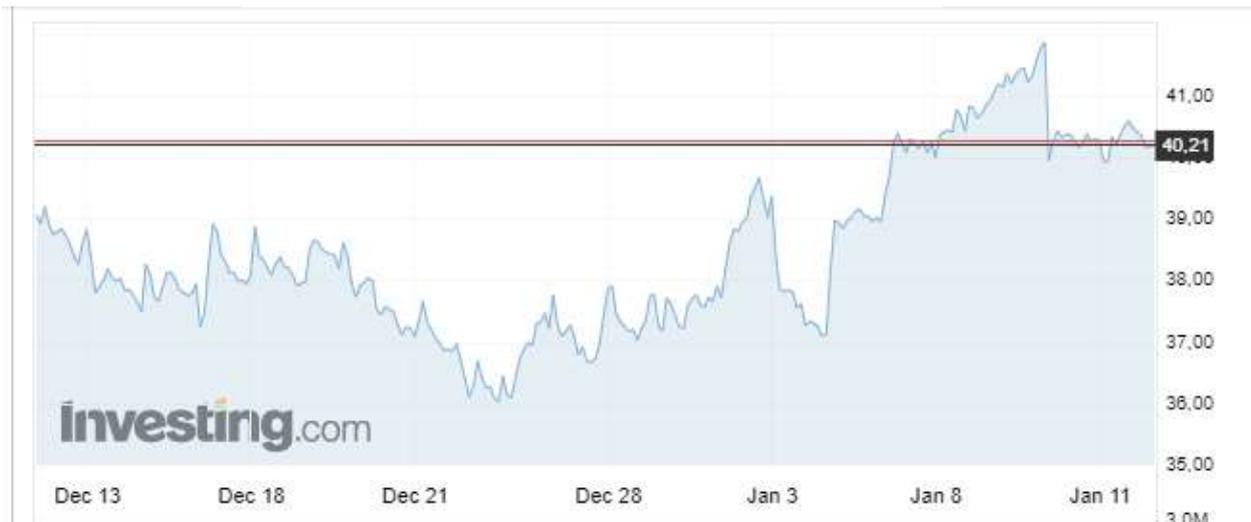
Vengono ora illustrati tali coefficienti per cinque dei principali concorrenti:

Ferragamo	0.54
Stefanel	1.08
Tod's	0.39
Moncler	0.65
Brunello Cucinelli	0.43

Fonte [www.infrontanalytics.com](http://www.infrontanalytics.com)

Da cui si calcola il Beta medio che è pari a 0.618, quindi la società di Kors ha un Beta inferiore alla media di settore, tuttavia si deve tener conto che si avvicina di molto a quello di Ferragamo, altro noto brand luxury della moda. Il Price/ Earnings del titolo è pari a 10.13, tale indice viene utilizzato per valutare la convenienza di un titolo ed è dato, come si evince dal nome, dal rapporto tra il prezzo di mercato dell'azione e l'utile per azione conseguito dalla società. Un valore basso del rapporto, come nel nostro caso, indica che le azioni della società sono un buon investimento, poiché hanno un prezzo non molto distante dagli utili effettivamente conseguiti. Analizzando i prezzi di chiusura del titolo dal 2 gennaio, quando c'è stato il cambio di ragione sociale con l'annessione di Versace al gruppo Capri Holdings, possiamo vedere dal grafico sottostante che si è registrato un andamento del titolo migliore di quello dell'ultimo trimestre del 2018.

## ANDAMENTO TITOLO CAPRI HOLDINGS



Fonte Investing.com  
<https://it.investing.com/equities/michael-kors-holdings>

Nella prima decade del 2019 il titolo ha subito delle oscillazioni, ha assunto tuttavia quasi sempre valori maggiori di quelli del trimestre ottobre-dicembre 2018.

### 4.3 L'acquisizione per la famiglia Versace

La famiglia Versace con la cessione delle quote a Michael Kors non ha rinunciato all'impegno nella moda, anzi è entrata a far parte della Capri Holdings Limited, ricevendo da Kors 150 milioni di euro del prezzo di acquisto del marchio Versace in azioni. Kors e il Ceo di Capri Holdings hanno deciso, insieme alla famiglia Versace, che Donatella Versace e l'amministratore delegato Jonathan Akeroyd continueranno a lavorare per il brand in modo operativo, avendo essi delle grandi potenzialità. Nella fattispecie Akeroyd continuerà a guidare la società mentre a Donatella resterà il compito di direttore creativo in modo da poter garantire una visione di brand di lusso a livello mondiale. A seguito dell'acquisizione il gruppo Capri Holdings ha previsto un aumento del fatturato di Versace pari a circa 1.2 miliardi di dollari nel 2022.

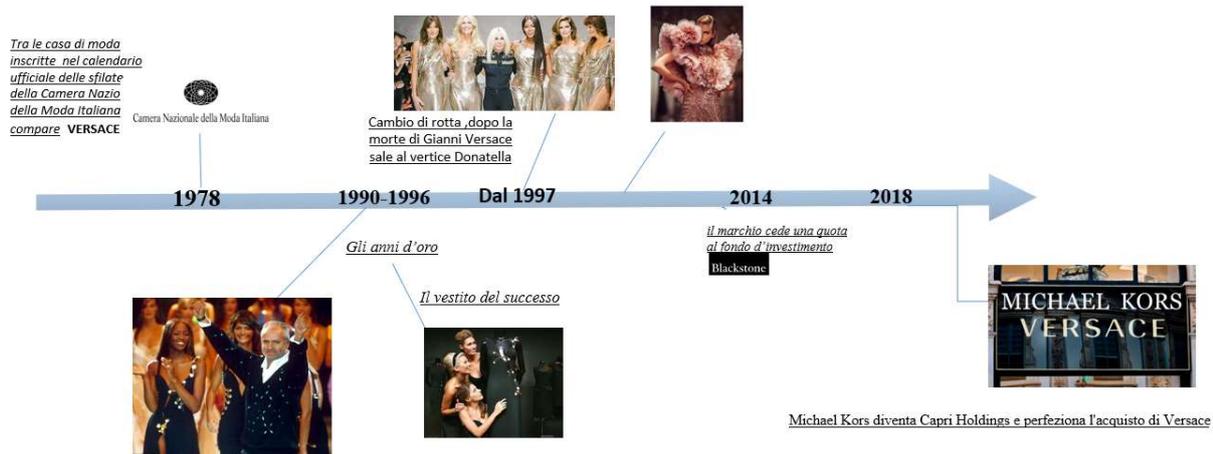
## 4.4 L'analisi del Gruppo Versace



Fonte: Pinterest

### La storia

Nel 1978 Gianni Versace fonda la sua azienda, dopo aver trascorso l'adolescenza osservando ed imparando da sua madre, sarta bravissima che aveva lavorato a Reggio Calabria per molti anni. Sin da subito si distingue per il suo stile caparbio, ispirato all'arte e alla cultura gotica. A 25 anni Versace arriva a Milano e diventa direttore creativo di una serie di maison facendo gavetta ed esperienza ed arrivando nel 1978 a fondare la Gianni Versace che debutta con la prima collezione femminile il 28 marzo. Successivamente apre uno store a New York, raggiungendo in breve tempo il successo, tanto che le top-model più famose sfilano per lui, tra cui Naomi Campbell e Cindy Crawford. Grazie a Gianni, l'Italia diventa icona di stile, simbolo di eleganza e raffinatezza. Negli anni '90 la società si apre alla creazione di una collezione di prodotti per la casa oltre che accessori e profumi. A seguito della morte di Gianni Versace, è sua sorella Donatella a guidare la società, che seppur con un impatto diverso, è animata dagli stessi ideali. Nel 2000 il Gruppo apre il primo hotel di lusso con il marchio di una Maison. In seguito nel 2015 viene aperto a Dubai il secondo Palazzo Versace, l'ultimo in Cina. Nel 2014 il fondo Blackstone entra a far parte della società con il 20 % delle quote, mentre nel 2018 Michael Kors acquisisce il marchio.



## Donatella Versace

Donatella Versace è una delle più grandi stiliste mondiali, entrata nella gestione dell'azienda di famiglia, a seguito della scomparsa del fratello Gianni. Ha costruito un impero, un colosso della moda. Insieme al defunto fratello, frequenta la scuola di moda a Firenze e, come lui, ha la creatività e la passione necessaria per creare meravigliosi capi, distinguendosi subito dagli altri stilisti. Negli anni '80 si occupa di dirigere il marchio Versace Versus, dando prova delle sue abilità manageriali; riesce infatti a far sfilare per le creazioni Versace, importanti celebrità, tra cui Madonna. Nei primi anni '90 gestisce la linea Young, casa e accessori. A seguito della morte di Gianni, la casa di moda subisce una battuta d'arresto che si prolunga per oltre un anno, a seguito della quale Donatella riesce con impegno e dedizione a ridar vita al marchio e a raggiungere di nuovo l'apice del successo. Nel 2002 gli abiti creati da lei e da Gianni, vengono esposti all' Albert and Victoria Museum di Londra in onore di una mostra dedicata al marchio Versace. Oggi, anche dopo l'acquisizione si occupa del marchio Versace.



Fonte: [www.stvlosophy.it](http://www.stvlosophy.it)

## La scelta del marchio

L'amore che la famiglia Versace ha per l'arte e per la bellezza, si ritrova anche nelle motivazioni che sono alla base della scelta del logo. La medusa viene scelta da Gianni, perché rappresenta il lusso e l'arte. È espressione della mitologia greca e quindi di qualcosa di maestoso e al contempo artistico.

*Chi si innamora della Medusa non ha scampo*”, spiegò lo stesso Versace. *“Allora perché non pensare che chi è conquistato da Versace non può tornare indietro? È la seduzione che non ha fine.”*<sup>10</sup> La Medusa sta a simboleggiare quindi sia l'arte, l'attrazione e al contempo i desideri che

Gianni e Donatella all'inizio della loro carriera avevano in merito alle future aspirazioni di crescita e sviluppo, sognando di creare una Maison di fama mondiale.

## Le sedi

Il Gruppo è presente con 180 boutique, 1500 rivenditori distribuiti in varie città del mondo e 5 sedi generali: San Paolo (Brasile), Hong Kong (Cina), Milano (Italia), New York (USA) e Pechino (Cina).



Fonte: <https://goo.gl/images/mwGe9R>



Fonte: Corriere della Sera. Foto di Marco Cella



Fonte: <https://goo.gl/images/mwGe9R>



Fonte: <https://goo.gl/images/Xx4KuT>

<sup>10</sup> <https://urbanpost.it/gianni-versace-il-2-dicembre-1946-nasceva-lo-stilista-che-libero-la-moda-dal-conformismo/>

## Sostenibilità ambientale e sociale

Versace insieme alle altre Maison italiane ha aderito ad un piano di tutela ambientale e sociale promosso dalla Camera Nazionale di Moda Italiana. La partecipazione al comitato si traduce nell'adozione di linee guida sia per la gestione della società che del processo produttivo, in particolare:

- Utilizzo di materie prime di qualità e che perdurino nel tempo, di modo tale da minimizzarne l'impatto ambientale
- Ridurre l'impatto ambientale del processo produttivo, controllando e riducendo i consumi di energia e l'utilizzo di materiale chimico pericoloso
- Avvalersi di sistemi distributivi, che riducano l'impatto ambientale del sistema di trasporto scelto, optando per quello meno inquinante
- Promuovere attraverso campagne di marketing la provenienza dei prodotti, evidenziandone il Made in Italy e le politiche ambientali perseguite
- Il management deve cercare di implementare strategie che migliorino le performance dell'impresa
- La moda deve supportare lo sviluppo economico ed essere esempio dal punto di vista etico, partendo dall'adozione di una condotta trasparente

## Il cambiamento di proprietà

Il 2018 è stato per il Gruppo Versace un periodo fondamentale, poiché l'acquisizione da parte di Michael Kors ha portato ad un cambiamento di proprietà del marchio, comportando l'unione di due diverse visioni strategiche, quella che da sempre contraddistingue il Brand, della famiglia Versace, e quella pregevole di novità di Kors. Versace è stata infatti incorporata nella Capri Holdings Limited, come già descritto all'inizio di tale capitolo, si valuta ora l'acquisizione solo da un punto di vista prettamente organizzativo, denotando che con l'annessione ai Brand di Kors, Versace si adeguerà agli obiettivi, alle modalità di produzione e distribuzione e al codice etico del nuovo gruppo, diventandone come lo stesso Kors ha dichiarato la punta di diamante.

## Risultati d'esercizio

- **Il fatturato** (milioni di euro)

Anno 2015	Anno 2016	Anno 2017
641.9	668.7	668

- **Utile/ perdita d'esercizio** (milioni di euro)

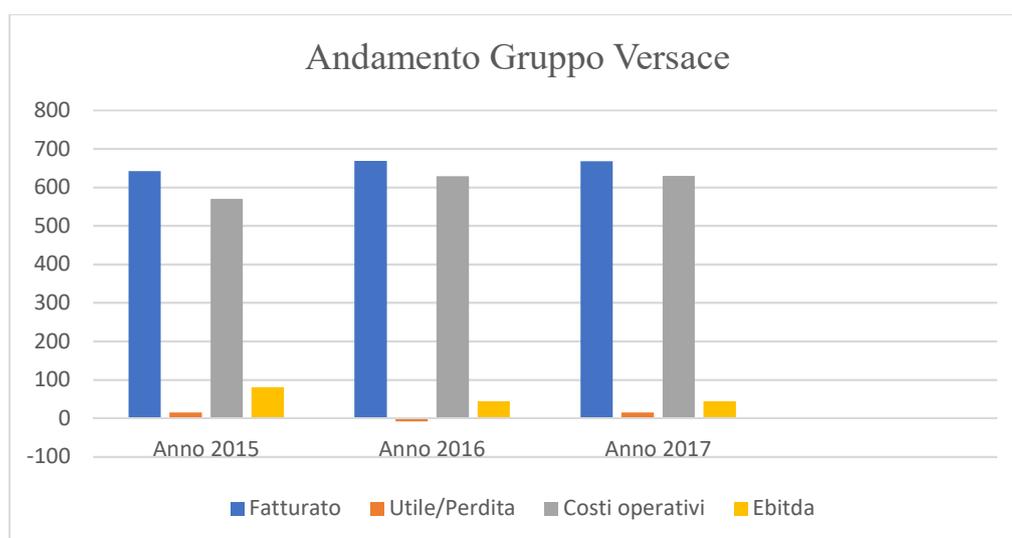
Anno 2015	Anno 2016	Anno 2017
15.3	- 7.4	15

- **Costi operativi** (milioni di euro)

Anno 2015	Anno 2016	Anno 2017
570 circa	628.9	629.3

- **Ebitda** (milioni di euro)

Anno 2015	Anno 2016	Anno 2017
81	44.3	44.6



Fonte: Elaborazione propria

A tali grandezze vanno aggiunte alcune informazioni riguardanti i tre esercizi presi in considerazione nell'analisi:

- Nel 2016 abbiamo una posizione finanziaria netta negativa, pari a – 8.5 milioni di euro
- Il patrimonio netto è diminuito nell'anno 2016, poiché sono stati distribuiti utili anche se il gruppo era in perdita
- Il fatturato conseguito deriva maggiormente da vendite in Asia e quelle del Nord America nel 2016 crescono del 2.5 % rispetto all'anno precedente
- Il valore del marchio Versace dal 2016 al 2017 è aumentato del 40%, tradotto in milioni di euro è pari a 306

Dai dati disponibili suddetti si deduce che il Gruppo sotto il profilo del fatturato ha avuto una crescita dal 2015 ad oggi. Si nota anche che i costi operativi sono aumentati, ciò è spiegabile guardando agli investimenti fatti negli ultimi esercizi. Questi ultimi sono frutto di una strategia di crescita e di sviluppo del marchio Versace a livello mondiale, che lo ha portato nel 2017 da uno stato di perdita ad uno di conseguimento di utili pari a 15 milioni di euro. I costi operativi sono traducibili in creazione di nuovi punti vendita, i quali hanno l'obiettivo di sviluppare dal punto di vista della localizzazione il Brand. L'incidenza di tali costi è inoltre riscontrabile nella diminuzione del Ebitda, passando da 81 milioni nel 2015 a 44.6 milioni di euro nel 2017. La strategia di sviluppo messa in atto dal Gruppo nonostante abbia ridotto il margine dell'azienda a causa degli elevati costi operativi, ha fatto sì che il valore del marchio Versace, crescesse molto; nello specifico c'è stato un aumento del valore del brand pari al 40 % tra gli esercizi 2016-2017, rientrando nella classifica delle top 50 delle aziende italiane migliori stilata dal Brand Finance nel report annuali.

## Analisi del Gruppo Versace applicata

Di seguito viene introdotto un modello proposto dalla PricewaterhouseCoopers e da me utilizzato per calcolare l'andamento della società. Il modello si sviluppa partendo dal fatturato del 2019, che analizza l'andamento dello stesso, delle royalties e del DCF per un lasso di tempo pari a circa venti anni. Il tasso di crescita del fatturato applicato è a due fasi, ossia prima si inizia con un 5% annuo, per poi passare ad un 3% annuo dal 2036. Dal momento che il modello inizia dall'anno 2019, ed il fatturato in relazione a tale anno non è ancora disponibile, abbiamo utilizzato come base quello del 2017, da cui attraverso l'applicazione del tasso di crescita suddetto, ci siamo stimati il fatturato dell'anno 2019. Viene riportata l'immagine raffigurante il modello.

Marchio €'000	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	
Total Brand Sales	736	773	811	852	895	939	986	1.036	1.087	1.142	1.199	1.259	1.322	1.388	1.457	1.530	1.607	1.655	1.704	1.756	1.808	1.862	1.918	
Growth rate		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Royalties	9%	63	66	69	72	76	80	84	88	92	97	102	107	112	118	124	130	137	141	145	149	154	158	163
Brand Management costs	-1%	-4	-4	-4	-4	-4	-5	-5	-5	-5	-6	-6	-7	-7	-7	-8	-8	-8	-9	-9	-9	-9	-10	-10
Net royalties		59	62	65	68	72	75	79	83	87	91	96	101	106	111	117	122	129	132	136	140	145	149	153
Figurative taxes	30,0%	-18	-19	-19	-20	-21	-23	-24	-25	-26	-27	-29	-30	-32	-33	-35	-37	-39	-40	-41	-42	-43	-45	-46
Royalties after taxes		41	43	45	48	50	53	55	58	61	64	67	70	74	78	82	86	90	93	95	98	101	104	107
WACC	8,00%																							
years		1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00	7,00	8,00	9,00	10,00	11,00	12,00	13,00	14,00	15,00	16,00	17,00	18,00	19,00	20,00	21,00	22,00	23,00
Discount factor		0,93	0,86	0,79	0,74	0,68	0,63	0,58	0,54	0,50	0,46	0,43	0,40	0,37	0,34	0,32	0,29	0,27	0,25	0,23	0,21	0,20	0,18	0,17
Discounted FCF		38	37	36	35	34	33	32	31	30	30	29	28	27	26	26	25	24	23	22	21	20	19	18
ROW Brand																								

Fonte PwC

Marchio €'000	2019	2020	2021	2022	2023
Total Brand Sales	736	773	811	852	895
Growth rate		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Royalties	9%	63	66	69	72
Brand Management costs	-1%	-4	-4	-4	-4
Net royalties		59	62	65	68
Figurative taxes	30,0%	-18	-19	-19	-20
Royalties after taxes		41	43	45	48
WACC	8,00%				
years		1,00	2,00	3,00	4,00
Discount factor		0,93	0,86	0,79	0,74
Discounted FCF		38	37	36	35
ROW Brand					

Fonte PwC

Date le dimensioni dell'immagine, vengono presentate due tabelle, la prima con raffigurante tutto il modello, la seconda ha invece le voci utilizzate e presenta una stima dei primi cinque esercizi, partendo dal 2019. Come si vede il fatturato calcolato, in riferimento al 2019 è pari a 736 milioni, arrivando a 853 milioni nel 2022. La stima dello stesso è inferiore alle aspettative di crescita di Kors, riguardo alla società. Le royalties aumentano in modo costante, denotando anche un rafforzamento del valore del Brand. I FCF diminuiscono, a segno di una politica di investimenti che perdura nel

tempo, in linea con quanto detto circa la volontà di attuare un processo di crescita dal punto di vista della localizzazione geografica a livello mondiale, adottata da Versace e condivisa da Capri Holdings Limited. Nel complesso le proiezioni del modello, fanno stimare una crescita della società e del Brand.

### Gianni Versace S.p.A.

Di seguito vengono riportati alcuni dati di bilancio e i relativi indici della società Gianni Versace S.p.A.

#### Dati commerciali di Gianni Versace Spa

	2015	2016	2017
<b>Valore della produzione</b>	446.888.927 €	415.918.735 €	435.068.960 €
<b>Costi della produzione</b>	397.088.717 €	438.933.371 €	452.263.320 €
<b>Saldo proventi e oneri finanziari</b>	-5.366.687 €	-6.262.395 €	5.552.946 €
<b>Utile/Perdita</b>	22.360.295 €	-24.052.393 €	-7.969.735 €
<b>Cashflow</b>	31.023.793 €	-11.626.413 €	3.632.369 €
<b>Totale crediti</b>	217.434.414 €	155.597.060 €	153.203.015 €
<b>Totale debiti</b>	207.462.240 €	234.589.483 €	261.707.159 €
<b>Patrimonio netto</b>	284.216.869 €	254.705.137 €	240.069.156 €

Fonte [www.informazione-aziende.it](http://www.informazione-aziende.it)

[https://www.informazione-aziende.it/Azienda\\_GIANNI-VERSACE-SPA](https://www.informazione-aziende.it/Azienda_GIANNI-VERSACE-SPA)

Fatturato (milioni di euro)	Anno 2016 <u>412.1</u>	2017 <u>431</u>
-----------------------------	---------------------------	--------------------

Fonte Business insider italia

Il fatturato ed il valore della produzione nel biennio 2016-2017 sono aumentati, ciò specialmente riguardo al fatturato è sinonimo di crescita delle vendite. Di pari passo con il valore della produzione anche quello dei costi di produzione è aumentato nel corso dei tre esercizi considerati, in linea sia con

l'aumento dell'output prodotto che dei costi delle materie prime. A differenza di quanto avvenuto nel Gruppo, per l'esercizio 2017 la società è in perdita, c'è stata inoltre una diminuzione del patrimonio netto, in accordo con quanto descritto nell'analisi del Gruppo, infatti il management non ha rinunciato nonostante le perdite alla distribuzione degli utili. Riguardo alla produzione dei flussi di cassa, si nota come ci sia stata una riduzione degli stessi notevole dal 2015 al 2017, raggiungendo addirittura una posizione negativa nel 2016. Gli anglosassoni analizzano e danno più importanza al valore del cashflow, piuttosto che agli utili, poiché nonostante gli utili siano un aspetto fondamentale di una società, è con i flussi di cassa che vediamo la capacità della stessa di generare disponibilità liquide. Nella nostra fattispecie Versace sicuramente ha avuto un miglioramento dal 2016 al 2017, ma inserendo nell'analisi anche i risultati dell'esercizio 2015, vediamo che ha ridotto notevolmente la sua capacità di generare flussi di cassa, con conseguente riduzione di creazione di valore, in ottica anglosassone.

Di seguito vengono analizzati anche alcuni indici di redditività:

- ROS

Dato un risultato operativo negativo, il ROS degli esercizi 2016 e 2017 è anch'esso negativo e pari al -5.53% nel 2016 e -3.95% nel 2017, ciò significa che i ricavi non riescono a coprire la gestione caratteristica. Confrontato con l'indice di redditività di Ferragamo, il quale assume un valore pari al 27.1% nel 2016 e 18 % nel 2017, si evince che la società Gianni Versace S.p.A. si colloca in una posizione nettamente inferiore a quest'ultima.

- ROI

Come il ROS, anche il ROI è negativo, pari al -4.42% nel 2016 e -3.25% nel 2017, non c'è un ritorno del capitale investito in termini di redditività. Nello stesso periodo il ROI di Ferragamo è pari al 52.8% nel 2016 e 29.8% nel 2017, ciò indica che anche sotto il profilo della redditività del capitale investito le performance di Versace, confrontato con quelle del competitor Ferragamo sono negative.

- ROE

Il ROE come gli altri due indicatori risulta essere negativo, a causa della perdita di esercizio avuta negli esercizi considerati, è infatti pari al -9.44% nel 2016 e -3.32% nel 2017, contro il 37.6% nel 2016 e 19.3% del 2017 ottenuti da Ferragamo.

## 4.5 Conclusioni

L'acquisizione di Versace da parte dell'americano M. Kors è stata una delle transazioni più importanti, conclusasi nell'anno 2018 sul M&A. Il prezzo di acquisto, pari a 1.83 miliardi di euro, è espressione del peso che gli asset intangibili e soprattutto il marchio hanno sull'intero valore aziendale. Tale evidenza è amplificata nel settore luxury, poiché è su tali aspetti, che le società hanno creato imperi e sono questi, che giustificano la disponibilità da parte dei consumatori a pagare un premium price, per ottenere i prodotti desiderati. È questo l'aspetto, che ha permesso al Gruppo Versace di ottenere un prezzo d'acquisto pari a tre volte il suo fatturato. Infatti, nonostante la società Gianni Versace S.p.A. negli ultimi esercizi non abbia raggiunto dei risultati performanti, basti pensare al ROE, ROI, ROS negativi e alle perdite d'esercizio avute nel 2016, l'intero Gruppo è riuscito a migliorare i risultati ottenuti, tenendo conto anche del fatto che lo stesso ha attuato una strategia di crescita a livello mondiale, con l'aumento degli store, comportando un corrispettivo aumento dei costi. Questa strategia come già scritto nelle pagine precedenti, ha aumentato il valore del brand del 40%, denotando come questo sia lo specchio di un Made in Italy amato e richiesto dai consumatori di tutto il mondo. L'acquisizione ha provocato un andamento negativo del titolo della società Michael Kors Holdings, il quale è tornato a crescere solo dal due Gennaio, quando è stata costituita la Capri Holdings Limited. Ciò è dovuto alla negatività con cui gli americani hanno visto l'acquisizione di Versace, definendo la transizione sovrastimata. In conclusione, si può dire che è vero sì, che rispetto all'andamento economico-finanziario del Gruppo, soprattutto della Gianni Versace S.p.A., risulta pagata in eccesso. Tuttavia, tale stima del valore è frutto della fama del brand che ha reso Versace unica. Tale unicità del resto, era stata ravvisata anche dal fondo Blackstone nel 2014, il quale aveva valutato la società un milione di euro. Da ciò si può senz'altro dire che Versace è stata trasferita ad un prezzo in linea con il suo valore. Quest'ultimo va oltre i meri aspetti contabili, è rappresentativo della storia del Gruppo.

## Conclusioni

L'analisi del valore aziendale non può prescindere da una visione di tutti gli elementi che compongono un'impresa. Non è possibile stimare il valore di una società, basandosi solo su di una metodologia, è opportuno invece, adottare più modelli, al fine di ottenere una valutazione in linea con gli obiettivi prefissati e la tipologia di società analizzata. L'obiettivo è quello di arrivare ad un valore che sia espressione diretta di ciò che l'impresa è realmente. Nel settore luxury della moda, il peso degli aspetti intangibili è determinante, perciò accanto ai metodi classici, quali ad esempio il DCF ed i multipli di mercato, utilizziamo metodi di valutazione di tali asset. Tale elaborato ha avuto l'obiettivo di verificare se effettivamente fosse predominante l'aspetto di tali elementi nella formazione del valore aziendale. L'analisi si sviluppa attraverso lo studio di due casi: Prada S.p.A. e l'acquisizione di Versace da parte di Kors. Le due società sono espressione del settore dell'alta moda, il quale è da considerarsi portatore di elementi di unicità. Grazie agli asset intangibili le imprese del settore possono acquisire elementi di differenziazione, che permettono loro di acquisire e conservare un vantaggio competitivo. Lo stesso successo dei negozi monomarca, accennato nel modello di Dainelli-Giunta è manifestazione della forza di tali asset intangibili, soprattutto della Brand Image e la fedeltà alla marca. Da quanto osservato si può dire che entrambi i Gruppi Versace e Prada, risultano avere un brand forte, che permette loro di intraprendere, (come tra l'altro hanno fatto, anche se in maniera differente), strategie di crescita anche in altri continenti, ciò è vero soprattutto per Prada in Asia. Dall'analisi di Prada è emerso inoltre, che la quotazione presso l'HKEx, insieme al valore del brand e alla strategia di crescita implementata dal management, fanno presupporre un aumento di valore della società nel periodo considerato 2018-2022, dovuto soprattutto ad un aumento delle vendite in Asia e alla conseguente fidelizzazione dei clienti di tale continente. Riguardo a Versace e all'acquisizione posta in essere, si è voluto verificare se il prezzo versato per l'acquisizione fosse effettivamente eccessivo, come è stato definito da alcune testate giornalistiche. Dalle ricerche effettuate si è giunti alla conclusione che il prezzo riflette il valore e le strategie di crescita del marchio Versace. Inoltre, considerando gli obiettivi di espansione di Kors, si può dire che il profilo di Versace è in linea con quanto il gruppo Capri Holding Limited vuole creare nell'ambito dell'alta moda. Quindi entrambe le analisi fatte, hanno evidenziato l'importanza degli asset intangibili, avvalorata soprattutto in Versace, dall'andamento, spesso non performante della società Gianni Versace S.p.A., evidenziato anche dagli indici di redditività negativi e delle perdite d'esercizio avute in alcuni anni. Nel settore del lusso, ciò a cui si dà importanza maggiormente sono gli aspetti intangibili, principalmente l'immagine, identità e reputazione del brand, il che giustificano la disponibilità a pagare un premium price da parte dei consumatori, pur di ottenere i prodotti desiderati. L'obiettivo di tali società del lusso

non è vendere, ma costruire una relazione duratura con i propri clienti, cosa che ancora una volta è dimostrata empiricamente dal successo degli store monomarca. Ciò avvalorava ancor di più che il maggior peso nella determinazione del valore aziendale complessivo è costituito soprattutto dagli asset intangibili.

# Bibliografia

- Argenziano G.M. “*La valutazione del marchio: il nuovo metodo di valutazione MVA*” Liuc papers numero 302 Novembre 2016.
- Allèrès D. “*Luxe .....Strategies-Marketing*” Economica, Parigi 4° edizione (2005).
- AA. VV. “*Webinar Luxury Goods: Global Trend Watch*” Report Euromonitor Dicembre 2018.
- Borsa Italiana. “*Guida alla valutazione*” London stock Exchange Group Aprile 2004.
- Brand Finance. “*Annual report Italia 50*” Maggio 2017.
- Bini Mauro e Guatri Luigi. “*Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*” Egea Milano 2009.
- Bini Mauro e Guatri Luigi. “*La valutazione delle aziende*” Egea Milano 2007.
- Confindustria Moda. “*Il settore tessile, moda e accessorio nel 2017*” Milano 15 Maggio 2018.
- Corriere della Sera. “*Versace venduta, la famiglia resta*” 25/09/2018.
- Capasso A. “*Economia e Finanza delle Acquisizioni Aziendali*” Cedam Padova 1990.
- Dubois, B., Laurent, G., E. Czellar, S. “*Consumer rapport to luxury: Analyzing complex and ambivalent attitudes*”. Jouy-en Josas, Francia: HEC school of Management, 2001.
- Dubois B., Paternaut C. (1995) *Observations: Understanding the world of International Luxury brands: “the dream formula”*. Journal of advertising research, July-August 1995.
- Damodaran Aswath. “*Valuation: Part I Discounted Cash Flow Valuation*” Wiley Finance New Jersey 2010.
- Damodaran Aswath. “*Foundations and Trends in Finance*” Zac Rolnik 2006.
- Damodaran Aswath. “*Finanza Aziendale*” Apogeo Milano 2006.
- Damodaran Aswath e Roggi Oliviero. “*Elementi di finanza aziendale e risk management. La gestione d'impresa tra valore e rischio*” Maggioli editore Santarcangelo di Romagna 2016.
- Dainelli- Giunta. “*The value relevance of non-financial performance indicators: new cues from the european fashion industry*” IFAF Milano 2009.
- Ferragamo Group. “*Relazione annuale Dicembre 2017*” Firenze Marzo 2018.
- Intesa San Paolo. “*Focus Lusso*” edizione 10/10/2017.

- Il Sole 24 Ore. “*Michael Kors conquista Versace, ora i fondi puntano a Trussardi*” 25/09/2018.
- Il Sole 24 Ore. “*Kors paga 1.83 miliardi per Versace e cambia nome in Capri Holdings*” 26/09/2018.
- Kapfen J.N. e V. Bastien. “*The luxury strategy. Break the rules of marketing to build luxury brands*” Kogan Londra 2012.
- La Repubblica. “*Il marchio Versace va agli americani di Michael Kors*” 25/09/2018.
- Oriani R. “*Innovazione tecnologica, valore economico e mercati finanziari. Un’analisi basata sulla teoria delle opzioni reali*” Il Mulino Bologna 2004.
  
- Prada Group “*Company Profile*” edizione Dicembre 2018.
- Prada. “*Report Annuale edizioni*” 2006-2017.
- Pozzoli Stefano. “*Valutazione d’azienda*” Ipsoa 2013.
- PricewaterhouseCoopers. Materiale fornito personalmente.
- Riva Angelo. “*Valutazione aziendale e strategia*” Aracne Editrice Roma I edizione Novembre 2008.
- Setti Stefano. “*La creazione di valore il metodo EVA*” Mister fisco pubblicato il 20/10/2007.
- Sodini Manuela. “*Il valore di un’azienda in base ai multipli*” Fondazione Nazionale dei Commercialisti edizione 30 Novembre 2015.
- Saviolo S. e Marazza A. “*Lifestyle brands. A guide to Aspirational Marketing*” Palgrave Macmillan Londra 2013.
- Silverstein M.J. e Fisk N. “*Trading Up. La rivoluzione del lusso accessibile*” Etas Milano, 2004.
- Smith G.V. “*Trademark Valuation*” John Wiley & Sons, Inc. New York 1997.
- Traglia A. e Marinozzi G. “*Il lusso... magia e marketing. Presente e futuro del superfluo indispensabile*” Franco Angeli Milano 2006.
- The Wall Street Journal “*Michael Kors Woos Versace*” 25/09/2018.

# Sitografia

- [www.angelpartnergroup.com](http://www.angelpartnergroup.com)-[www.angelpartnergroup.com/2015/12/22la-valutazione-di-una-startup-e-il-venture-capital-method/](http://www.angelpartnergroup.com/2015/12/22la-valutazione-di-una-startup-e-il-venture-capital-method/)
- [www.biografieonline.it](http://www.biografieonline.it) [www.biografieonline.it/biografia-donatella-versace](http://www.biografieonline.it/biografia-donatella-versace)
- [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it) <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/free-cash-flow.html>
- [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it) <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/beta.html>
- [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it) <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/costo-medio-ponderato139.htm>
- [www.businessinsider.com](http://www.businessinsider.com) <https://it.businessinsider.com/versace-ventanni-targati-donatella-societa-in-perdita-ma-la-famiglia-non-si-fa-mancare-un-grasso-dividendo/>
- [www.businessinsider.com](http://www.businessinsider.com) <https://it.businessinsider.com/gianni-versace-il-bilancio-della-capogruppo-e-in-rosso-ma-gli-azionisti-si-danno-un-super-dividendo-grazie-alle-riserve/>
- [www.cameramoda.it](http://www.cameramoda.it)  
[www.cameramoda.it/media/pdf/manifesto\\_sostenibilita\\_en.pdf](http://www.cameramoda.it/media/pdf/manifesto_sostenibilita_en.pdf)
- [www.careers.versace.com](http://www.careers.versace.com) [www.careers.versace.com/it/presentazione-gruppo](http://www.careers.versace.com/it/presentazione-gruppo)
- [www.dimelab.us](http://www.dimelab.us)-<https://dimelab.us/wp-content/uploads/2016/10/La-Balanced-Scorecard-per-tradurre-la-strategia-in-azione.pdf>
- [www.evaluation.it](http://www.evaluation.it) <https://www.evaluation.it/downloads/titolodellasettimana/Analisi-borsa-brunello-cucinelli.pdf>
- [www.elle.it](http://www.elle.it) [www.elle.comitmodaultime-notizie.23373051miuccia-prada-biografia](http://www.elle.comitmodaultime-notizie.23373051miuccia-prada-biografia)
- [www. effebispa.it](http://www. effebispa.it) <https://effebispa.it/i-trend-nel-retail-di-lusso-emersi-nel-2018/>
- [www.fondazione nazionalecommercialisti.it](http://www.fondazione nazionalecommercialisti.it)  
[https://www.fondazione nazionalecommercialisti.it/filemanager/active/0914/2015\\_11\\_30\\_Multipli\\_Sodini.pdf?fid=914](https://www.fondazione nazionalecommercialisti.it/filemanager/active/0914/2015_11_30_Multipli_Sodini.pdf?fid=914)
- [www.forbes.it](http://www.forbes.it) <https://forbes.it/2018/10/11/perche-crollati-titoli-moda/>
- [www.elle.it](http://www.elle.it) [www.elle.comitmodaultime-notizie.23373051miuccia-prada-biografia](http://www.elle.comitmodaultime-notizie.23373051miuccia-prada-biografia)
- [www.fashionmagazine.it](http://www.fashionmagazine.it)-<https://www.fashionmagazine.it/business/bilanci-31-milioni-di-dividendo-per-santo-donatella-e-allegra-versace.-e-la-cassaforte-di-famiglia-torna-in%E2%80%A6>

- [www.fashionmagazine.it https://www.fashionmagazine.it/business/bilanci-31-milioni-di-dividendo-per-santo-donatella-e-allegra-versace.-e-la-cassaforte-di-famiglia-torna-in-utile-100431](https://www.fashionmagazine.it/business/bilanci-31-milioni-di-dividendo-per-santo-donatella-e-allegra-versace.-e-la-cassaforte-di-famiglia-torna-in-utile-100431)
- Google immagini [http\\_\\_\\_media-s3.blogosfere.it\\_styleandfashion\\_d\\_d93\\_Versace-Iguatemi\\_interior1-620x416](http___media-s3.blogosfere.it_styleandfashion_d_d93_Versace-Iguatemi_interior1-620x416)
- [www.informazione.aziende.it](http://www.informazione.aziende.it) Report Bilancio Gianni Versace S.p.A.
- [www.ilfattoquotidiano.it](http://www.ilfattoquotidiano.it) Il FattoQuotidiano.it/Economia&Lobby/Numeri&News 24/09/2018 di F.Q
- [www.ilsole24ore.it https://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2018-09-21/istat-2017-pil-rialzo-16percento-deficitpil-peggiora-24percento-095448.shtml?uuid=AENvJy4F](https://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2018-09-21/istat-2017-pil-rialzo-16percento-deficitpil-peggiora-24percento-095448.shtml?uuid=AENvJy4F)
- [www.ilsole24ore.it](https://www.ilsole24ore.com)  
<https://www.ilsole24ore.com/fc?cmd=art&codid=20.0.1583498129&chId=30>
- [www.investing.com](https://www.investing.com)-<https://it.investing.com/equities/michael-kors-holdings-company-profile>
- [www.infrontanalytics.com](https://www.infrontanalytics.com) <https://www.infrontanalytics.com/fe-en/30425EI/Prada-S-p-A-/Beta>
- Harvard Business Review <https://hbr.org/2003/04/luxury-for-the-masses>
- [www.kon.eu](http://www.kon.eu) <http://www.kon.eu/download-d72.htm>
- [www.lecahiersfm.com](http://www.lecahiersfm.com)  
[https://issuu.com/lescahiersfm/docs/les\\_cahiers\\_fashion\\_marketing\\_2](https://issuu.com/lescahiersfm/docs/les_cahiers_fashion_marketing_2)
- La Conceria.it Notizie Lusso 12/08/2017
- [www.marketinsight.it](https://marketinsight.it) <https://marketinsight.it/2018/01/15/moda-multipli-del-settore-4>
- [www.oreilly.com](https://www.oreilly.com)-<https://www.oreilly.com/library/view/valuation-techniques-discounted/9781118417607/xhtml/sec30.html>
- [www.pambianconews.com](https://www.pambianconews.com) <https://www.pambianconews.com/2018/02/08/in-borsa-il-2017-e-stato-lanno-del-rimbalzo-dei-brand-in-fase-di-riassetto-e-i-big-del-lusso-tornano-a-battere-lo-sportswear-229634/>
- [www.pinterest.it](http://www.pinterest.it) foto Versace by Garciano
- [www.psicologiadellavoro.org](http://www.psicologiadellavoro.org) <http://www.psicologiadellavoro.org/abraham-maslow-e-la-piramide->
- [www.slideserve.com](https://www.slideserve.com)-<https://www.slideserve.com/senona/la-valutazione-dei-beni-immateriali-roberto-grossi>
- [www.sveiby.com](https://www.sveiby.com) <https://www.sveiby.com/files/pdf/intangiblemethods.pdf>

- [www.stylosophy.it](http://www.stylosophy.it) [www.stylosophy.it/articolo/buon-compleanno-donatella-versace-e-60-anni-della-stilista-foto/65281](http://www.stylosophy.it/articolo/buon-compleanno-donatella-versace-e-60-anni-della-stilista-foto/65281)
- [www.thebusinessprofessor.com](http://www.thebusinessprofessor.com)-<https://thebusinessprofessor.com/knowledge-base/venture-capital-method/>
- [www.teleborsa.it](http://www.teleborsa.it)  
<https://www.teleborsa.it/azioni-estero/michael-kors-holdings-kors-vgg607541015-MDkuS09SUw>



*Dipartimento di Economia e Finanza  
Cattedra Finanza Aziendale Avanzato*

**“Valutazione delle aziende del lusso  
nel mercato azionario e nel mercato delle acquisizioni”**

RELATORE:  
Prof. Arturo Capasso

CANDIDATO: Flavia Riccardi  
Matricola:688041

CORRELATORE:  
Prof. Raffaele Oriani

## Sommario

Capitolo I: Il Settore del Lusso.....	87
1.1 Definizione, etimologia e risvolti del lusso.....	87
1.2 Andamento globale del mercato del lusso.....	88
1.3 Il settore tessile moda italiano.....	88
Capitolo II: Asset intangibili e metodi di valutazione.....	90
2.1 I metodi di valutazione del valore aziendale.....	90
2.2 Il Discounted Cash Flow.....	90
2.3 I multipli di mercato.....	91
2.4 Il Venture Capital Method.....	91
2.5 Metodi di valutazione e asset intangibili.....	91
Capitolo III: Prada.....	94
3.1 Il Gruppo.....	94
3.2 L'analisi di Prada S.p.A.....	94
3.3 Conclusioni.....	95
Capitolo IV: L'acquisizione di Versace.....	97
4.1 Il mercato delle acquisizioni.....	97
4.2 L'acquisizione di Versace e la creazione della Capri Holdings Limited.....	97
4.3 Versace.....	97
4.4 Conclusioni.....	98

# Capitolo I: Il Settore del Lusso

## 1.1 Definizione, etimologia e risvolti del lusso

Da un'analisi retrospettiva riportata da diverse pubblicazioni, è possibile suddividere il lusso in base alla sua provenienza etimologica, alla sua accessibilità (piramide del lusso), al suo legame con la funzione sociale, nonché al legame psicologico ed alle sue caratteristiche. Prendiamo in considerazione ciascun punto appena citato. Dal punto di vista etimologico il lusso riconosce una duplice origine, latina e greca. La prima riconduce la parola lusso dal latino *luxus-us* che indica sovrabbondanza, eccesso nel modo di vivere. La seconda dal greco *λοξός* (*loxos*), che vuol dire obliquo, piegato, attribuendo al termine una sfumatura negativa, di condanna. Da ciò deriva la duplice accezione (positiva e negativa), che accompagna il termine lusso. Un'altra suddivisione del lusso, universalmente accettata è quella elaborata da Danielle Allèrès, nota anche come "Piramide del Lusso". Grazie a questo modello il lusso, o meglio il suo mercato, viene suddiviso in tre grossi segmenti che Allèrès definisce macro-settori: lusso accessibile, lusso intermedio e lusso inaccessibile. La segmentazione ha la forma di una piramide in cui la base è rappresentata dai prodotti di maggiore diffusione fra i consumatori, sino ad arrivare al vertice, dove sono collocati i prodotti di nicchia. Se consideriamo il lusso sotto il profilo sociale, possiamo sicuramente affermare che esso rappresenta il "termometro" della stratificazione sociale<sup>11</sup>. Da ciò ne deriva che il bene di lusso non viene acquistato solo per le sue caratteristiche funzionali ma, soprattutto per una necessità di soddisfazione personale del consumatore. La sua acquisizione comunica implicitamente la posizione sociale della persona, secondo una scala all'interno della società. Secondo Kapfen maggiore è il consumo dei beni di lusso e maggiore è il benessere sociale. Lebstein, economista statunitense, ha suddiviso l'ostentazione della ricchezza e lo status in tre aspetti che egli definisce effetti. L'effetto Veblen rappresenta quel comportamento sociale che si manifesta con l'acquisto di un bene che, in modo consapevole, assolve alla funzione di esibire ed evidenziare le differenze di status. L'effetto Snob invece, descrive le caratteristiche che spingono l'individuo ad acquistare un prodotto di lusso. Essenzialmente ne vengono riconosciuti due: l'unicità e la rarità. Il carattere di esclusività della scelta è la motivazione che guida l'acquisto. L'effetto Traino (o di emulazione), è invece il desiderio di essere alla moda, di possedere un bene perché gli altri lo posseggono. Guardando alla persona, in ottica individuale, il bisogno psicologico nell'ottenere un bene di lusso, è un effetto trainante sull'acquisto. In merito a ciò, è stata elaborata una teoria, nota come teoria dei bisogni di Maslow, secondo cui esistono delle motivazioni intrinseche che sono alla base del comportamento umano al momento in cui si è spinto ad acquistare un bene di lusso. Sulla base di ciò, il lusso si cataloga come un bisogno volto alla soddisfazione personale, nonché al riconoscimento su larga scala della propria affermazione (*status symbol*). Da quanto precedentemente esposto, si deduce che la definizione di bene di lusso non sia così semplice. A

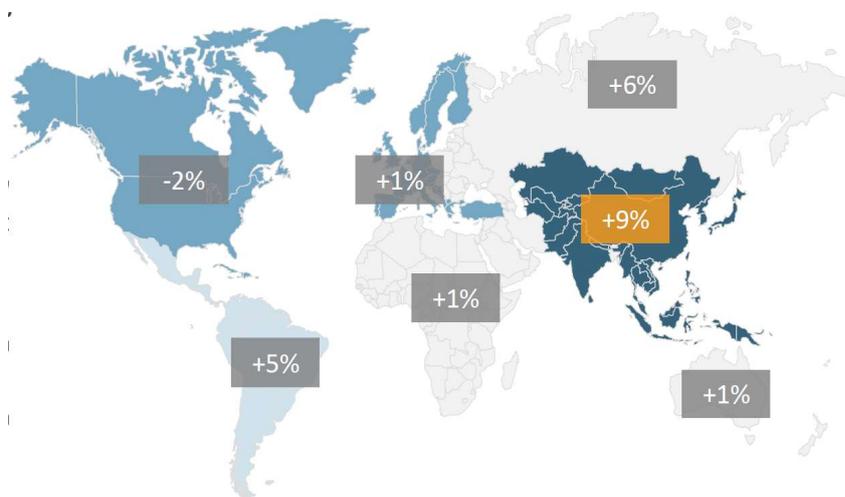
---

<sup>11</sup> Kapfen J. N., Bastien V., "The luxury strategy. Sovvertite le regole del marketing per costruire very brand di lusso", Franco Angeli, Milano, 2010.

tale riguardo gli studiosi hanno individuato sei caratteristiche ad esso attribuibili: qualità eccellente, prezzo elevato, estetica, rarità, valore simbolico e tradizione.

## 1.2 Andamento globale del mercato del lusso

Il mercato del lusso ha mostrato un'espansione globale significativa negli ultimi decenni, crescendo nel 2018 del 5%, a tassi di cambio costanti, per un valore stimato superiore a 1.000 miliardi di US\$ e con una performance complessivamente positiva in tutti i segmenti. Si prevede che il trend positivo di crescita continui nei prossimi anni con un incremento del 3-5% annuo, sulla scia di un'economia globale generalmente solida. Il mercato asiatico, spinto dall'aumento della domanda, sta guidando la crescita positiva del settore del lusso in tutto il mondo. L'Europa ha invece attenuato la sua crescita in termini di vendite nel settore del lusso, nello specifico, l'Italia ha risentito del rallentamento delle vendite in beni di fascia alta (-5%) da parte della clientela cinese ed ha sofferto soprattutto del calo del turismo di lusso (-15%). L'America del Sud è cresciuta del 5% a tassi di cambio correnti attestandosi a 80 miliardi di euro. I driver che trainano la crescita del settore sono i consumatori Cinesi, nello specifico i Millennials. Il loro peso all'interno del mercato del lusso è destinato ad aumentare notevolmente. I 20-35enni oggi infatti assorbono il 30% del mercato del lusso, ma arriveranno al 50%. Guardando al futuro, il 2019 si prospetta come un altro anno positivo per il lusso mondiale che, nonostante la situazione di incertezza, secondo le stime di mercato è destinato a crescere del 5% (Altagamma e Bain&Co). Tuttavia, le complessità sociopolitiche, l'andamento futuro delle politiche commerciali e potenziali lievi recessioni di breve termine potrebbero ostacolare la strada per la crescita.

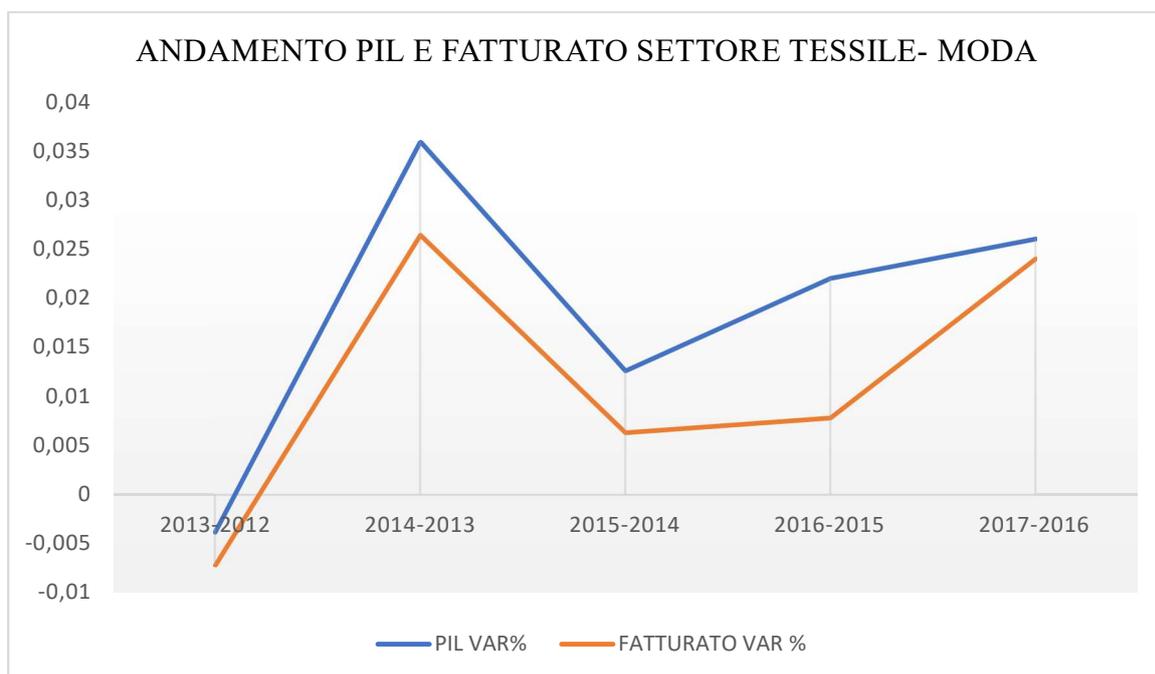


Fonte: Euromonitor

## 1.3 Il settore tessile moda italiano

Dai dati disponibili riguardo l'anno 2018, il settore Tessile-Moda italiano ha registrato una crescita pari circa al 3.4%, dovuta soprattutto al fatturato delle aziende tessili, il quale nel primo trimestre del 2018 segnava un +7% rispetto all'anno precedente, mentre quelle della moda appena uno 0.6%. Le vendite sul territorio nazionale hanno subito un calo rispetto al 2017, registrando nel primo trimestre un -1.4% e nel secondo un -4.3%, al contrario all'estero sono migliorate, passando da un +9.9% nel primo trimestre ad oltre il 10% nel secondo. Non essendo ancora stati pubblicati i dati del 2018, quanto appena descritto è frutto di analisi fatte su un campione di imprese da parte della SMI, per cui possono non del tutto rispettare, in termini

percentuali la crescita effettiva dell'intero settore. Considerando il periodo gennaio-luglio, le esportazioni per entrambi i sotto settori hanno registrato un trend positivo. Precisamente nel sotto settore moda è la calzetteria ad aver conseguito il miglior risultati in termini percentuali di crescita, riguardo al fatturato invece è l'abbigliamento con circa 7165 milioni di euro. Sono i paesi dell'estremo oriente a richiedere maggiormente i prodotti di fattura italiana. Se si confronta anche il fatturato di settore con l'andamento del PIL, si nota che il fatturato di Settore segue l'andamento del PIL, e nel periodo 2014-2016 il fatturato cresce più lentamente rispetto al PIL. L'analisi congiunturale mostra una crescita del Settore in linea con il PIL, denotando anche il contributo di questo all'economia nazionale, dovuto anche ad un aumento delle esportazioni e del relativo fatturato.



Fonte: Grafico di elaborazione propria

## Capitolo II: Asset intangibili e metodi di valutazione

### 2.1 I metodi di valutazione del valore aziendale

La valutazione di un'azienda consiste in un processo finalizzato alla stima del suo valore, tramite l'utilizzo di uno o più specifici metodi<sup>12</sup>. Tra le metodologie più utilizzate troviamo il DCF, il quale si basa sulla determinazione del valore aziendale attraverso la stima dei flussi di cassa futuri, attualizzati ad un determinato tasso "i". La scelta del metodo o dei metodi da utilizzare per la stima, dipendono dalle finalità dell'analisi e dalla tipologia di impresa che si vuole analizzare. Solitamente i contesti per i quali è necessaria una valutazione sono: fusioni e acquisizioni, IPO, Private Equity e Venture Capital ed infine analisi interna. Nel caso delle fusioni e acquisizioni, il valore dell'impresa acquisita si determina in funzione delle potenziali sinergie con l'impresa acquirente ed è il frutto di una negoziazione, necessariamente condizionata dalle dinamiche competitive che si sviluppano nel mercato delle acquisizioni aziendali<sup>13</sup>. Nell'ottica dell'impresa acquirente quindi la valutazione basata sui flussi di cassa aziendali offre la possibilità di inserire nel processo di valutazione sia le potenziali sinergie sia i costi di integrazione che saranno necessari proprio al fine di realizzare le sinergie potenziali. I criteri di valutazione basati sui multipli assumono ancora maggiore importanza nel caso delle IPO. Nel caso invece del Private Equity e del Venture Capital l'obiettivo del potenziale acquirente consiste nel determinare il valore che potrà raggiungere la società al termine dell'orizzonte di valutazione e determinare l'investimento iniziale sulla base delle aspettative di rendimento. Di seguito vengono presentate tre metodologie di analisi, il DCF, il metodo dei multipli e il venture capital method.

### 2.2 Il Discounted Cash Flow

È di origine anglosassone e rappresenta una delle metodologie più utilizzate, consiste nella stima dei flussi di cassa futuri, attualizzati ad un determinato tasso *i*, in relazione ad un lasso di tempo considerato. La formula generale del DCF è la seguente:

$$\text{Value} = \sum_{n=1}^t \frac{CF_n}{(1+i)^n} + \frac{TV_t}{(1+i)^t}$$

where

*CF* = cash flow

*i* = discount rate

*n* = time periods, time = 1 to *t*

*TV* = terminal value.

Fonte: O'REILLY SAFARI

La prima scelta da fare è quella di valutare quale approccio utilizzare, se uno *asset side* oppure uno *equity side*. Con il primo si valuta l'intera azienda, mentre con il secondo l'attenzione è rivolta al capitale investito all'interno della società. Precisamente in ottica *Asset side*, si vanno a determinare i flussi di cassa unlevered, ossia disponibili sia per gli azionisti che per i creditori dell'impresa, il tasso di attualizzazione è il WACC; mentre con all'approccio *Equity side* la valutazione riguarda la determinazione del valore aziendale in modo diretto, attraverso la stima dell'*Equity value* con i flussi di cassa levered, ossia disponibili solo per gli azionisti, il tasso di attualizzazione è quello proprio del CAPM. In definitiva si sceglie l'approccio Equity side se:

---

<sup>12</sup> Borsa Italiana (Luglio 2014)

<sup>13</sup> Si veda al riguardo Capasso A. "Economia e Finanza delle Acquisizioni Aziendali" Cedam Padova 1990.

l'impresa ha un indice di indebitamento stabile oppure se lo stock di capitale proprio è stato precedentemente valutato. Si sceglie un approccio Asset side se: ci si aspetta un indice di indebitamento che varia nel tempo, si hanno solo informazioni parziali sul rapporto di indebitamento.

### 2.3 I multipli di mercato

Una delle metodologie di valutazione più usata, specialmente per le società quotate in Borsa è rappresentata dall'applicazione dei multipli di mercato. Come per altri metodi è possibile basare l'analisi su un approccio asset side o su uno equity side. L'ausilio dei multipli, in riferimento al settore moda-lusso, permette di comparare e classificare le varie società, sulla base della loro capacità di generare valore. Nel settore del lusso, ci si aspetta che il gap tra numerato e denominatore sia più grande, rispetto ad esempio al settore dei beni di consumo tradizionali, poiché il peso dell'intangibile, spiega il valore di tali società. Con un approccio Asset side la stima del *Equity value* è indiretta, mentre con il secondo si ottiene il valore dello stesso, senza ulteriori calcoli. Il settore dei beni di lusso, secondo le stime, presenta un valore dei multipli P/E ed EV/EBITDA superiore alla media storica e al benchmark di settore, ciò potrebbe comportare per le società un andamento, in termini di performance conseguite, inferiore a quello stimato.

### 2.4 Il Venture Capital Method

Il Venture Capital method è stato utilizzato per la prima volta da Bill Sohlman, professore presso l'Harvard Business School. È utilizzato maggiormente nell'ambito di valutazioni di start up, dove i soggetti interessati ad investire ne valutano le potenzialità, in base ad esempio alla profittabilità futura degli obiettivi prefissati, espressi nel business plan. Gli investitori scelgono le imprese con il più alto potenziale di crescita, al fine di ottenere in un periodo futuro, solitamente dai cinque agli otto anni, un rientro dell'investimento fatto, in termini di redditività. Il rendimento è correlato con la durata dell'investimento e con il rischio ad esso associato, percepito dall'investitore. Il VC si basa sull'attualizzazione del valore futuro dell'impresa. I limiti del modello sono: si basa sulla proiezione dei ricavi futuri, che possono essere diversi da quanto stimato, il rischio è legato alla soggettività dell'individuo.

### 2.5 Metodi di valutazione e asset intangibili

“Tutte le nostre fabbriche potrebbero bruciare domani, ma difficilmente verrebbe intaccato il valore dell'azienda. Esso risiede ormai completamente nella fedeltà di marca e nelle conoscenze collettive dell'azienda” (CEO R. Goizueta, Coca Cola Company).

Quanto scritto nella frase precedente mette in risalto la vera essenza di un'impresa: l'intangibile. Gli asset intangibili descrivono sostanzialmente il patrimonio di conoscenza di un'organizzazione, il quale racchiude in sé non solo il knowhow delle persone ma anche quello proprio dell'impresa, ed è rigorosamente collegato al suo complesso organizzativo, che si compone anche delle informazioni desunte dalle relazioni interne, le quali rappresentano la “cultura aziendale”.

Il brand costituisce una parte fondamentale dell'impresa, è uno degli asset più importanti. La cultura letteraria ne regala diverse definizioni, tra le più significative si ha quella contenuta nel libro *Principi di Marketing* di Kotler e Armstrong: “è la risorsa più durevole dell'impresa,

che vive più a lungo dei singoli prodotti e delle strutture”. Gli asset intangibili costituiscono un aspetto importante dell’impresa ed il loro peso sul valore complessivo aziendale è notevole. I metodi di valutazione classici, non prendono in considerazione queste componenti, con la conseguenza che il valore stimato non è realmente rappresentativo della società esaminata. Il professore Damodaran in un’intervista ha sottolineato l’importanza dell’adattamento delle metodologie di valutazione alle sfide del mondo reale. Accanto alle metodologie fondamentali, occorre utilizzarne delle altre, che considerano gli intangibles, permettendo una valutazione completa delle società. I metodi per valutare l’impresa, tenendo conto anche degli aspetti immateriali della stessa, sono molteplici. Alcuni fanno riferimento a tutti gli asset propri dell’azienda, altri invece si concentrano sull’analisi di uno solo, quale ad esempio può essere il marchio. La necessità di trovare nuove tecniche di stima, si ravvisa soprattutto nel settore dei beni di lusso, poiché i meri aspetti economico-finanziari, deducibili dall’analisi dei documenti contabili, non sono sufficienti a spiegare il valore ed il prestigio di talune società. Sveiby nel 2001 propone una classificazione delle varie metodologie di valutazione, raggruppandole in quattro categorie:

- Direct Intellectual Capital methods (DIC): il valore del capitale intangibile viene stimato attraverso la monetizzazione delle diverse componenti che lo costituiscono, le quali possono essere analizzate individualmente o complessivamente.
- Market Capitalization Methods (MCM): il valore del capitale intangibile è rappresentato dalla differenza che si ottiene tra il valore di mercato e quello contabile della società.
- Return on Assets methods (ROA): si presume che la differenza, opportunamente capitalizzata prendendo in considerazione anche il costo del capitale, tra performance conseguita dall’impresa e l’apporto che dovrebbe esser dato dagli asset intangibili, sia espressione del valore di questi.
- Scorecard Methods (SC): il capitale intangibile viene scomposto nei diversi aspetti che lo compongono, e vengono poi creati ed utilizzati appositi indicatori di performance, utili per monitorare il valore degli *intangible assets* aziendali.

I metodi ROA e MCM offrono una valutazione monetaria degli asset intangibili, utili soprattutto nelle acquisizioni, fusioni e valutazioni di borsa. Il DIC e l’SC sono dei metodi non monetari, riescono a fornire un quadro più completo dello stato di salute dell’azienda, rispetto ai solo dati finanziari. Oltre alla suddivisione dei metodi tra monetari e non, un’altra classificazione può essere fatta tra quelli sintetici e analitici. I primi valutano il valore delle componenti intangibili in modo globale, mentre i secondi ne considerano il valore individualmente e non in modo complessivo. Le metodologie più utilizzate sono l’*Economic Value Added (EVA)*, *Market Value Added (MVA)* e la *Balance Scorecard (B.C.S.)*. La prima è di matrice anglosassone, teorizzata da Bennet Stewart negli anni ’90 e consente di misurare il valore creato dall’impresa attraverso la differenza tra la redditività operativa ed il costo del capitale. Se l’EVA è maggiore di zero, l’azienda analizzata sta creando valore, al contrario sta distruggendo valore. L’MVA, è ‘stato introdotto da Stewart nel 1990 ed è nello specifico una misura del valore creato per gli azionisti. Dal punto di vista di questi ultimi è il modo migliore di misurare le performance aziendali. Dal punto di vista pratico l’MVA è la differenza tra il valore di mercato dell’impresa e il capitale conferito dai suoi investitori. La B.S.C. è una metodologia di analisi aziendale, volta a osservare le attività più profittevoli che creano valore per i consumatori, diventando un ottimo strumento di pianificazione strategica, nelle mani dei manager. La metodologia si basa sull’osservazione e la pianificazione strategica attraverso quattro prospettive: del cliente, finanziaria, interna e

dell'apprendimento e innovazione. Riguardo al Brand e all'importanza che esso riveste all'interno dell'impresa, molti sono stati i modelli di stima offerti dalla teoria economica. Sono distinguibili in tre diversi approcci: del costo, reddituale e di mercato. Con il primo l'analista deve decidere quale prospettiva di costo adottare, se quella del costo storico oppure quella di riproduzione. Tale metodo di valutazione presenta essenzialmente due limiti, ed è per questo che è poco utilizzato nella prassi, questi sono: 1) non riesce a determinare l'effettivo valore di mercato del brand 2) non ne contempla i benefici futuri. Con l'approccio reddituale si vanno ad analizzare i flussi reddituali direttamente associabili al marchio, attualizzandoli ad un determinato tasso "i". L'ultimo metodo si basa sull'attualizzazione dei flussi futuri di royalties, che l'impresa presuppone di incassare, a seguito della concessione dell'utilizzo del marchio a terzi. Data la molteplicità dei metodi disponibili per l'analisi, si dovrebbero, soprattutto per le imprese ad alto contenuto intangibile, utilizzare più metodi, al fine di ottenere una stima del valore aziendale quanto più possibile veritiera e corretta.

## Capitolo III: Prada

### 3.1 Il Gruppo

Il marchio Prada nasce a Milano nel lontano 1913, quando Mario Prada apre uno store di accessori, principalmente borse e accessori di lusso, create con materiali pregiati. Nel 2001 viene aperto un negozio a Broadway, dove con l'obiettivo di creare un rapporto duraturo con i clienti, si esplorano nuovi modi al fine di coinvolgerli. Nel 2003 stabilisce una partnership con Luxottica, rinnovata nel 2012, per la produzione di occhiali a marchio Prada. Il 24 giugno 2011 si quota in Borsa, esattamente presso la Borsa valori di Hong Kong. I Brand del Gruppo sono cinque: *Prada*, *Miu Miu*, *Marchesi*, *Church's* e *Car Shoe*: rappresentano l'espressione della visione creativa di Miuccia Prada. Il Gruppo utilizza un particolare modello di business volto allo sviluppo di prodotti eleganti e di lusso, basato sul connubio tra artigianalità e industria manifatturiera, la creatività è al centro del processo produttivo, l'obiettivo è quello di eccellere. Con la quotazione in Borsa, la società è riuscita ad accedere al mercato asiatico, soprattutto a quello cinese. Il fatturato della stessa dall'anno della quotazione in poi ha avuto un andamento crescente, tranne che per il biennio 2015-2016. Nel 2017 il gruppo Prada ha realizzato un fatturato pari a circa 3 miliardi di euro, con un EBITDA pari a 588 milioni di euro, in riduzione rispetto al 2016, il quale era pari a 653.4 milioni di euro. Le performance migliori si registrano nei mercati asiatici, soprattutto in Cina, con un aumento delle vendite pari all'8%, diminuiscono invece in America e restano costanti nel nostro continente. Il Gruppo si pone per il 2020 l'obiettivo di aumentare il fatturato derivante dalle vendite on-line, pari nel 2017 circa al 4% e inoltre si prefigge di migliorare l'esperienza dei clienti all'interno dei punti vendita, coinvolgendoli e fidelizzandoli. *Quindi la parola d'ordine è crescita, sia di fatturato ma anche di Brand Value.*

### 3.2 L'analisi di Prada S.p.A.

Il periodo a cui fanno riferimento i dati disponibili sul mercato per l'analisi della società è il biennio 2016-2017 ed il terzo trimestre del 2018, inoltre per poter ipotizzare una proiezione futura sull'andamento della stessa, si è reso necessario operare delle assunzioni:

- Tasso di crescita ricavi pari al 6%
- Tasso di crescita dei costi, in linea con quello del settore lusso, pari al 31%
- Costo del venduto pari al 26.5% dei ricavi
- Aspettative di crescita dei salari in linea con quelle dell'Eurozona
- Ammortamenti costanti, con un deprezzamento annuo pari al 25%
- Tassazione e aliquote applicate sono quelle presenti in Italia

*Il DCF: La società dai valori ottenuti nell'analisi mostra un andamento previsionale positivo per gli esercizi 2018-2022, prevedendo sia un miglioramento dei margini Ebitda e Ebit, del resto anche il NOPAT è in crescita, denotando un miglioramento della capacità di generare i profitti dalle attività operative proprie della azienda. I flussi di cassa previsionali sono in aumento, evidenziando un miglioramento della capacità della società di generare flussi di cassa operativi, volti a coprire il fabbisogno che deriva dagli investimenti fatti. Anche i FCF previsionali sono in*

aumento, ciò mostra come la società sia in grado attrarre nuovi investitori, poiché tali flussi di cassa possono essere utilizzati per remunerare gli azionisti e i finanziatori. Per calcolare il valore dell'impresa e quindi l'*enterprise value* abbiamo scontato sia i FCF che il *terminal value* per un tasso di sconto pari al WACC. Quest'ultimo è stato calcolato utilizzando un costo del capitale pari al 11.6% ed uno del debito pari al 6.2 %, con un peso dell'Equity pari al 83.1% contro il 6.9% di quello del debito. Il Terminal Value utilizzato è pari a 118.594.670 euro, ottenendo così un Enterprise Value pari a 75.852.701 migliaia di euro. Da quest'ultimo si ottiene un Equity Value, ossia il valore del pacchetto azionario, pari a 76.431.614 euro.

*I multipli:* Prada S.p.A. viene confrontata con altre importanti società del settore moda del lusso, ad essa comparabili, tra cui Tiffany, Ferragamo e Burberry. *I multipli calcolati sono EV/VENDITE, EV/EBITDA, EV/EBIT, Price Earnigs e Price to Book Ratio.* Il primo multiplo è l'EV/EBITDA, che per la società Prada è uguale a 2.9, pari circa a quello di Tiffany e maggiore di Burberry, ma inferiore di tutte le altre società analizzate. Per il rapporto EV/EBIT Prada assume un valore più elevato rispetto alla maggior parte delle altre società. Guardando all'EV/EBITDA essa risulta essere più conveniente dei suoi competitors, mentre nel secondo caso è meno interessante delle altre. Riguardo al Ratio EV/Vendite, è tra i più bassi del settore, superiore solo a Burberry. Riguardo al Price to Book Value, la nostra società si colloca vicino alla media con un valore pari a 4.68, superiore solo a Tiffany, Ferragamo e LVMH. Differente è la situazione che viene fuori con il P/E, poiché con un valore pari a 35.91, la società si colloca al di sopra delle stesse. C'è da precisare che il confronto è stato fatto con società comparabili a Prada, ma quotate presso un'altra Borsa valori.

*Royalty method:* Di seguito si prova a valutare il marchio Prada attraverso l'approccio delle royalties, al fine di considerare nell'analisi anche l'aspetto intangibile e non solo i flussi finanziari:

Anno	2018	2019	2020	2021	2022
Flussi	53,35	59,06	65,4	73,3	80,06
Valore Brand	449,76 migliaia di euro				

Attualizzando le royalties in riferimento al periodo considerato e ad un tasso di attualizzazione pari al WACC, si ottiene che il valore del solo marchio Prada è pari a 449.76 migliaia di euro.

*Il Beta:* Il Beta di Prada S.p.A. è pari a 1.05, nettamente superiore alla media di settore. Un Beta maggiore di uno indica che la società ha una reattività superiore a quella del mercato, ciò significa che in caso di crescita Prada guadagnerà di più del mercato, esattamente lo 0.5 in più, mentre in caso di perdita, questa sarà maggiore rispetto a quella del mercato. Solitamente un Beta maggiore di uno presuppone quindi che il titolo abbia un premio per il rischio maggiore.

### 3.3 Conclusioni

Il gruppo Prada risulta essere uno dei principali leader del settore dell'alta moda. La scelta di quotarsi presso la Borsa di Hong Kong, le ha fatto acquisire un valore di mercato maggiore, rispetto ad un eventuale IPO, presso un'altra Borsa valori e ha inoltre garantito, soprattutto in questi ultimi periodi, caratterizzati da una recessione, che ha coinvolto molte imprese europee, di svilupparsi e raggiungere risultati positivi. In conclusione, si può dichiarare guardando al

valore degli asset intangibili, al valore del brand, all'apertura al mercato asiatico e al risultato dei multipli, potrebbe risultare conveniente investire nel gruppo, tuttavia con un Beta maggiore di uno, rende la società più rischiosa di altre ad essa comparabili. Da ciò conviene investire nei periodi di crescita, in quanto rende più del mercato e disinvestire nei momenti di recessione, poiché le perdite sono maggiori.

## Capitolo IV: L'acquisizione di Versace

### 4.1 Il mercato delle acquisizioni

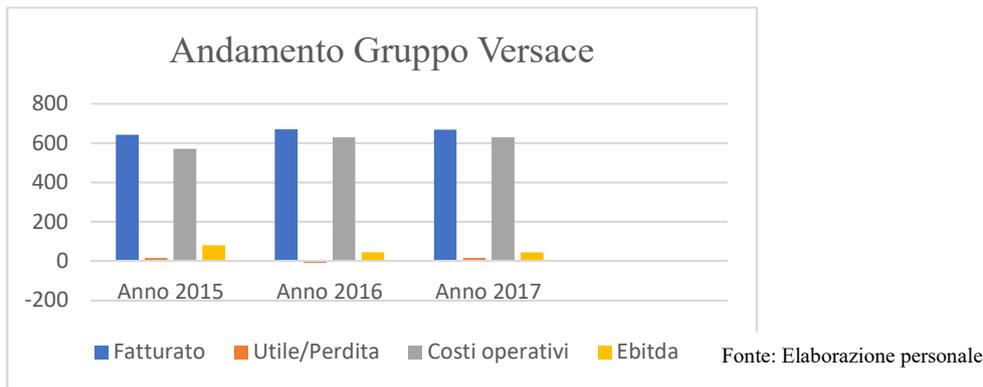
Il mercato delle fusioni e acquisizioni ha registrato nel 2018 un aumento delle operazioni e del corrispettivo valore rispetto all'anno precedente. Sono state concluse 882 operazioni per un valore di 91.4 miliardi di euro contro le 817 del 2017 pari a 46 miliardi di euro. Nell'ambito dell'apporto di private equity le operazioni portate a termine sono state 110 per un valore di 12 miliardi di euro, tra le più significative troviamo l'acquisizione da parte dell'americano Michael Kors del marchio Versace per circa 1.83 miliardi di euro, pari circa a 2.12 miliardi di dollari.

### 4.2 L'acquisizione di Versace e la creazione della Capri Holdings Limited

Nel 2017 lo stilista imprenditore americano Michael Kors, famoso principalmente per la sua linea di borse ed accessori, dopo aver acquistato per 1.2 miliardi di dollari il marchio Jimmy Choo, rivolge l'attenzione ai brand di lusso della moda italiana; intraprende con la famiglia Versace, le trattative per l'acquisto del noto marchio. Il 25/09/2018 le più importanti testate giornalistiche italiane ed internazionali hanno dato la notizia di tale fusione. Il noto marchio è stato ceduto per un valore di 1.83 miliardi di euro, pari a 2.12 miliardi di dollari, attraverso la cessione della Gianni Versace S.p.A., ciò è stato possibile con la vendita delle quote della famiglia Versace attraverso la GiVi Holding S.p.A., quote che ammontano all'80% del capitale sociale mentre il restante 20 % è stato acquisito dal fondo di private equity americano Blackstone. La Michael Kors Holdings a seguito dell'acquisizione di Versace ha cambiato la propria ragione sociale in Capri Holdings Limited, diventando operativa con tale denominazione dal 2 gennaio 2019. A seguito dell'annuncio della riuscita dell'acquisizione il titolo del gruppo Kors, quotato a Wall Street ha subito un ribasso iniziale pari circa all' 8,2 %, stando alle pubblicazioni del Wall Street Journal. Il titolo negli ultimi tre mesi del 2018 ha continuato il suo andamento ribassista. Il beta del titolo pubblicato è pari a 0.52, quindi è compreso tra 0 e 1, ossia le oscillazioni di prezzo del titolo sono inferiori a quelle di mercato. Prendendo in esame inoltre il coefficiente Beta di alcune società quotate del settore moda italiano si ha che il Gruppo ha assunto una posizione sul mercato simile a quella dei suoi competitors. Analizzando i prezzi di chiusura del titolo dal 2 gennaio, quando c'è stato il cambio di ragione sociale e l'annessione di Versace al gruppo Capri Holdings, l'andamento del titolo è migliore di quello dell'ultimo trimestre del 2018.

### 4.3 Versace

Nel 1978 Gianni Versace fonda la sua azienda, dopo aver trascorso l'adolescenza osservando ed imparando da sua madre, sarta bravissima che aveva lavorato a Reggio Calabria per molti anni. Sin da subito si distingue per il suo stile caparbio, ispirato all'arte e la cultura gotica. A 25 anni arriva a Milano, dove dopo tanta gavetta ed esperienza fonda la Gianni Versace s.p.a. Negli anni '90 la società si apre alla creazione di una collezione di prodotti per la casa oltre che accessori e profumi. A seguito della morte di Gianni Versace, è Donatella sua sorella a guidare la società. Nel 2014 il fondo Blackstone entra a far parte della società con il 20 % delle quote, mentre nel 2018 Michael Kors acquisisce il marchio.



Dai dati disponibili si evince che il Gruppo sotto il profilo del fatturato ha avuto una crescita dal 2015 ad oggi, si nota anche che i costi operativi sono aumentati, ciò è spiegabile guardando agli investimenti fatti negli ultimi esercizi. Questi ultimi sono figli di una strategia di crescita del marchio Versace e di sviluppo a livello mondiale, che ha portato nel 2017 al passaggio da uno stato di perdita ad uno di conseguimento di utili pari a 15 milioni di euro. La strategia di crescita messa in atto dal Gruppo nonostante abbia ridotto il margine dell'azienda a causa degli elevati costi operativi, ha fatto sì che il valore del marchio Versace, crescesse molto, infatti c'è stato un aumento del valore del brand pari al 40 % tra gli esercizi 2016-2017, rientrando nella classifica delle top 50 delle aziende italiane migliori stilata dal Brand Finance nel report annuali. Con l'applicazione pratica di un modello fornito dalla PwC, si è cercato di stimare il valore societario. Il modello si sviluppa partendo dal fatturato del 2019, che analizza l'andamento dello stesso, delle royalties e del DCF per un lasso di tempo pari a circa vent'anni. Il tasso di crescita del fatturato applicato è a due fasi, ossia prima si inizia con un 5% annuo per poi passare ad un 3% annuo dal 2036. Secondo il modello il fatturato nel 2019 è pari a 736 milioni, arrivando a 853 milioni nel 2022. Tale stima però è inferiore alle aspettative di crescita di Kors, riguardo alla società. Le royalties aumentano in modo costante, evidenziando anche un rafforzamento del valore del Brand. I FCF diminuiscono, a segno di una politica di investimenti che perdura nel tempo. Tuttavia, se si guarda solo alla società Gianni Versace S.p.A., i risultati non sono stati performanti, come quelli del gruppo, ha avuto infatti in alcuni esercizi, perdite ed inoltre un'analisi degli indicatori di redditività hanno mostrato un valore negativo degli stessi.

#### 4.4 Conclusioni

L'acquisizione di Versace da parte dell'americano M. Kors è stata una delle transazioni più importante, conclusasi nell'anno 2018 sul M&A. il prezzo di acquisto, pari a 1.83 miliardi di euro, è espressione del peso che gli asset intangibili e soprattutto il marchio hanno sull'intero valore aziendale. Tale evidenza è amplificata nel settore luxury, poiché è su tali aspetti, che le società hanno creato imperi e sono questi, che giustificano la disponibilità da parte dei consumatori a pagare un premium price, per ottenere i prodotti desiderati. È questo l'aspetto, che ha permesso al Gruppo Versace di ottenere un prezzo d'acquisto pari a tre volte il suo fatturato. Infatti, nonostante la società Gianni Versace S.p.A. negli ultimi esercizi non abbia raggiunto dei risultati performanti, l'intero Gruppo è riuscito ad aumentare il valore del Brand del 40%. L'acquisizione ha provocato un andamento negativo del titolo della società Michael Kors Holdings, il quale è tornato a crescere solo dal due Gennaio, quando è stata costituita la Capri Holdings Limited. Ciò è dovuto alla negatività con cui gli americani hanno visto l'acquisizione di Versace, definendo la transizione soprappagata. In conclusione, si può dire che è vero sì, che

rispetto all'andamento economico-finanziario del Gruppo, soprattutto della Gianni Versace S.p.A., risulta soprappagata. Tuttavia, a tale stima del valore è frutto della fama del brand che ha reso Versace unica. Tale unicità del resto, era stata ravvisata anche dal fondo Blackstone nel 2014, il quale aveva valutato la società un milione di euro. Da ciò si può senz'altro dire che Versace è stata trasferita ad un prezzo in linea con il suo valore. Quest'ultimo va oltre i meri aspetti contabili, è rappresentativo della storia del Gruppo.