

Facoltà: *Economia*

Cattedra: *Economia e Gestione delle
Imprese Internazionali*

INTERNAZIONALIZZAZIONE E CREAZIONE DI VALORE: IL CASO GEOX

RELATORE:

Prof.ssa Lucia Marchegiani

CANDIDATO:

Giacomo Ghirelli

Matricola: 621491

CORRELATORE:

Prof. Marco Ferretti

ANNO ACCADEMICO 2009/2010



1. Introduzione

Negli ultimi quarant'anni è stata rilevata una crescente tendenza da parte delle imprese a dislocare la propria produzione al di fuori del mercato domestico.

Tale fenomeno, noto come "delocalizzazione produttiva", può essere definito come quel processo sociale, manageriale ed organizzativo, attraverso il quale le imprese non solo dispiegano le loro vendite su più mercati esteri, ma dagli stessi attingono per il loro approvvigionamento di materie prime, di tecnologie, di impianti, di attrezzature, di risorse finanziarie e di forza lavoro.

Obiettivo del seguente elaborato sarà quello di fornire un'analisi su come le strategie d'internazionalizzazione di un'impresa possano influenzarne l'enterprise value. In modo particolare si è preso in esame uno specifico "case study", la Geox S.p.A.

Si procederà quindi fornendo una definizione generica di "internazionalizzazione" e la sua correlazione con il fenomeno sempre più diffuso della globalizzazione. Successivamente si definiranno le diverse strategie che un'impresa può adottare per entrare all'interno di nuovi mercati e come queste possano influenzarne il valore aziendale. A tal fine si riterrà opportuno evidenziare le principali metodologie adottate dall'impresa per la valutazione della creazione di valore.

Nel terzo capitolo della tesi si svolgerà un'analisi dettagliata della Geox, effettuando una panoramica dei mercati di riferimento, fornendo cenni storici dell'impresa, valutando la sua posizione competitiva nel mercato attraverso il modello delle cinque forze competitive di Porter e la relativa catena del valore. Il capitolo verrà concluso con l'analisi dei punti di forza, debolezza, minacce e opportunità della società (analisi SWOT).

Fulcro dell'analisi si avrà nel quarto capitolo, nel quale si procederà ad illustrare le principali strategie d'internazionalizzazione adottate dalla Geox e come esse ne abbiano influenzato l'enterprise value.

Nell'ultimo anno la Geox ha concluso una complessa operazione di acquisizione nei confronti della Diadora. Si procederà quindi ad evidenziare quello che è stato il processo di crescita della Geox, si esaminerà il mercato delle calzature sportive e conseguentemente l'entrata in quest'ultimo da parte



dell'azienda di Montebelluna. L'elaborato proseguirà quindi con un'analisi delle sinergie che sono scaturite dall'operazione per poi concludere con una rappresentazione grafica dell'acquisizione attraverso la matrice MCKinsey - G.E.

Nel sesto capitolo si ritiene opportuno, al fine di ottenere un quadro complessivo di valutazione della Geox, effettuare un'analisi dell'economicità netta ed operativa dell'impresa. Si procederà quindi scomponendo il ROE della Geox secondo la formula di Modigliani - Miller, si scomporrà il ROI operativo secondo il Triangolo di Du Pont ed in fine di procederà ad effettuare un'analisi di solidità e liquidità dell'impresa.

Nel capitolo conclusivo della tesi si effettuerà una valutazione finanziaria della Geox. Si procederà quindi a definire le variabili che hanno portato successivamente alla determinazione dell'enterprise value dell'impresa. Si procederà in seguito a valutare il valore aziendale della Diadora al fine di poter determinare la strategia adottata della Geox post acquisizione.

2. Creazione di valore e internazionalizzazione

2.1 Internazionalizzazione e globalizzazione



L'intensificarsi della competizione su scala mondiale ha portato, nell'ultimo decennio, un numero sempre maggiore d'impresе a ricercare nuove opportunità sui mercati internazionali.

L'internazionalizzazione, oggi, non è più solo una modalità con cui l'impresa crea valore, estende il proprio vantaggio competitivo ed accede a nuove opportunità, ma, nell'attuale contesto economico, è una via obbligata per la sopravvivenza ed il successo dell'impresa nel tempo.

Per un'azienda, l'internazionalizzazione può quindi essere considerata come una decisione complessa, accompagnata da un processo di trasformazione aziendale, spesso irreversibile, che riguarda, tra gli altri, gli assetti finanziari, la struttura organizzativa e tecnica, il posizionamento sul mercato e la gestione delle risorse umane.

Negli ultimi anni il contesto macroeconomico mondiale è stato caratterizzato da un fenomeno noto come globalizzazione. Quest'ultimo può essere definito come l'integrazione materiale e immateriale di aree sempre più vaste non necessariamente vicine nel globo.

Risulta necessario quindi approfondire tale concetto al fine della nostra analisi, in quanto l'evoluzione internazionale dell'impresa moderna avviene nel quadro della globalizzazione dei sistemi economici e produttivi.

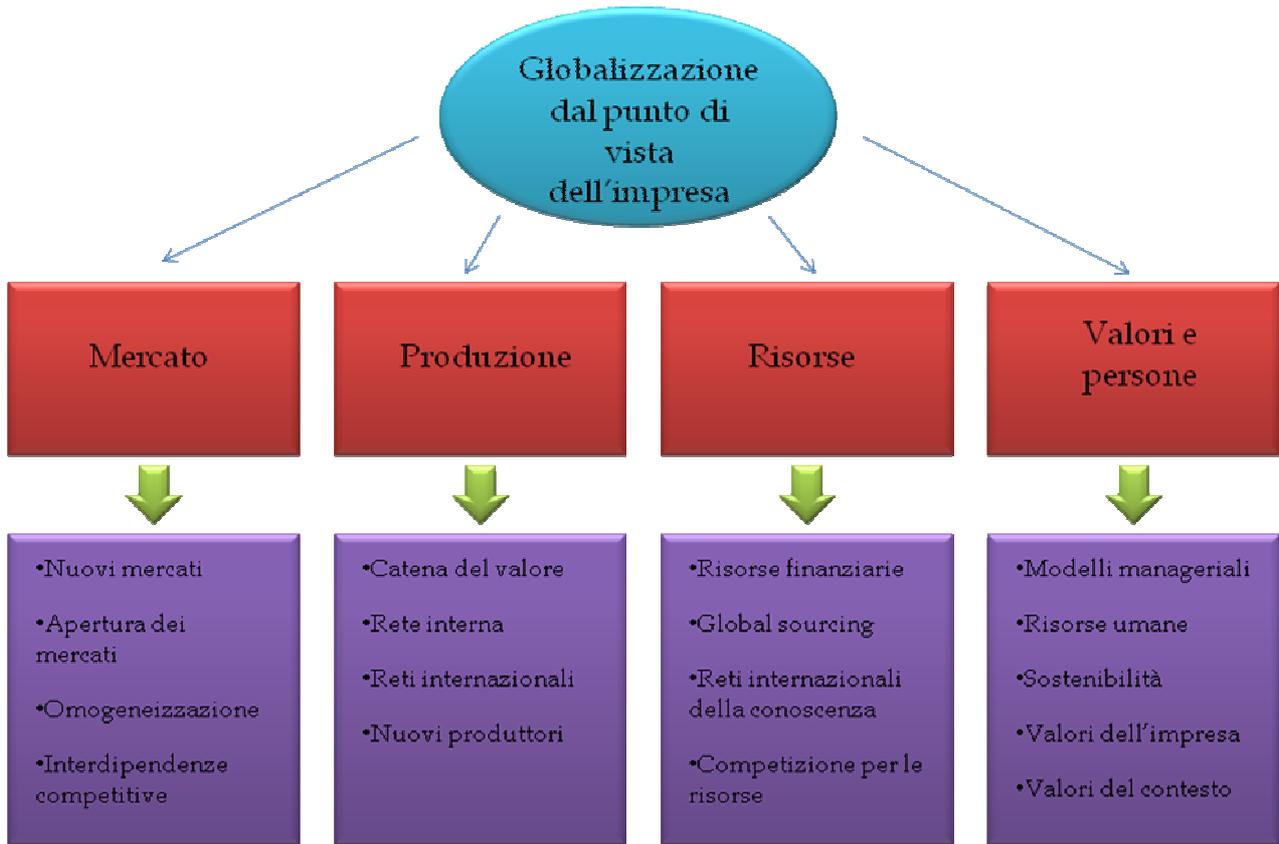
Essa indica quindi un fenomeno di progressivo allargamento della sfera delle relazioni sociali sino ad un punto che potenzialmente arriva a coincidere con l'intero pianeta. Interrelazione globale significa anche interdipendenza globale, per cui sostanziali modifiche che avvengono in una parte del pianeta avranno, in virtù di questa interdipendenza, ripercussioni anche in un altro angolo del pianeta stesso, in tempi relativamente brevi.

E' possibile quindi affermare che globalizzazione non significa standardizzazione dell'offerta e omogeneizzazione dei consumatori, bensì progressiva estensione dei confini dei sistemi economici, produttivi e di mercato, in precedenza circoscritti alla dimensione nazionale.

Al fine di ottenere una analisi più esaustiva, il seguente diagramma, mostra quelle che sono le molteplici dimensioni della globalizzazione nella prospettiva dell'impresa:

(Fonte: M. Caroli, Economia e gestione delle imprese internazionali, McGraw - Hill)





La globalizzazione quindi si manifesta nella radicale espansione internazionale dell'impresa che, non riguarda solo la dimensione commerciale, ma coinvolge anche gli aspetti della produzione.

Per misurare tal espansione si dispone di un particolare indicatore: l'indice di transnazionalità, che esprime il peso che le attività produttive hanno all'estero rispetto al totale delle attività dell'impresa, attraverso la sintesi dei valori di tre variabili indicative di tali attività (valore aggiunto creato, valore degli asset, numero di occupati).

Indice di transnazionalità:

$$It = a \cdot K + b \cdot X + c \cdot Y$$

$$0 < It < 1$$

K = rapporto tra le immobilizzazioni investite nei Paesi esteri e il totale delle immobilizzazioni

X = rapporto tra gli occupati nelle sedi estere e il totale degli occupati



Y = rapporto tra il valore aggiunto realizzato nei Paesi esteri e il totale del valore aggiunto

a, b, c = parametri di ponderazione delle tre variabili considerate, con valori compresi tra 0 e 1

L'internazionalizzazione può essere considerata come uno dei fenomeni più pervasivi del nostro tempo. Influenza e caratterizza i sistemi socio - politici, le tendenze culturali e gli stili di vita, l'organizzazione ed il comportamento degli attori economici. Tra questi ultimi, le imprese sono particolarmente coinvolte nella configurazione sovranazionale degli assetti competitivi e di mercato.

L'articolazione globale della catena del valore e l'inserimento efficace nel sistema economico locale costituiscono due parametri fondamentali che configurano la natura e la capacità competitiva delle imprese internazionalizzate.

A conclusione di questa prima fase introduttiva, è possibile evidenziare i fattori che spingono un'impresa a ricercare l'espansione della propria attività produttiva e commerciale in aree geografiche estere.

Tali fattori possono essere raggruppati in due categorie principali, una prima dove s'inseriscono quelli connessi allo sviluppo della posizione competitiva delle imprese, una seconda dove invece s'inseriscono i fattori connessi all'adeguamento o allo sfruttamento degli stimoli provenienti dall'ambiente rilevante.

Il paradigma di Dunning (1988) individua tre condizioni specifiche che spingono l'impresa ad investire all'estero:

- *Ownership advantage*: l'impresa dispone di particolari risorse e competenze che le permettono un vantaggio competitivo rilevante anche a livello internazionale.
- *Location advantage*: l'impresa trova all'estero determinate condizioni favorevoli che le permettono di valorizzare le proprie risorse e competenze
- *Internalization advantage*: l'impresa è in grado di sfruttare al meglio la valenza competitiva internazionale di particolari risorse di cui dispone all'interno della propria struttura organizzativa



Al fine di ottenere quindi una visione più complessiva del concetto d'internazionalizzazione, la letteratura economica identifica le principali spinte interne ed esterne all'espansione estera di un'impresa:

Spinte interne:

- Importazioni
- Esportazioni
- Accordi strategici e joint venture
- Investimenti diretti esteri

Nel corso della successiva sezione quest'ultime verranno analizzate più in dettaglio, per adesso però risulta opportuno inquadrarne il significato.

Si definiscono dunque le importazioni come la volontà di disporre di migliori condizioni di approvvigionamento degli input per la creazione di valore, le esportazioni come la ricerca di diverse opportunità di mercato e volontà di sfruttare in nuove aree geografiche la potenzialità di un prodotto, gli accordi strategici e le joint venture come la volontà dell'impresa di entrare in nuovi mercati geografici dove però essa non è in grado di accedere e gli investimenti diretti esteri come investimenti per la realizzazione di attività produttive in un paese estero.

Dunning (1988) indica inoltre tre tipologie d'investimenti che possono essere realizzati mediante l'internazionalizzazione:

- *Investment market seeking*: entrare in mercati che hanno elevati tassi di sviluppo e nei quali l'impresa può sfruttare vantaggi competitivi rispetto agli operatori locali
- *Investment natural resources*: Assicurano all'impresa un accesso privilegiato agli input produttivi acquisibili in maniera difficoltosa in altre aree
- *Investment low cost seeking*: insediamento di determinate attività in aree dove risultano meno costose così da acquistare un vantaggio di costo su scala globale

Spinte esterne:



- Internazionalizzazione del mercato e della filiera produttiva
- Espansione internazionale dei principali clienti dell'impresa
- Reazione a comportamenti competitivi di altre imprese
- Azioni di soggetti pubblici o privati a favore dell'internazionalizzazione delle imprese
- Presentarsi di significative opportunità commerciali

Le spinte esterne all'espansione estera risultano chiare già dalla loro semplice lettura, si ritiene però appropriato dare un breve approfondimento sull'internazionalizzazione del mercato e della filiera produttiva.

Quest'ultima si può manifestare sia quando il mercato geografico di origine risulta esposto a forze competitive internazionali e quindi facilmente aggredibile, sia quando le diverse aree di business tendono ad assumere dimensione sovralocale, offrendo all'azienda locale l'opportunità di estendere la propria posizione competitiva al di fuori del mercato geografico di origine.

2.2 Strategie di espansione estera:

L'attuale fase di globalizzazione dei mercati e delle imprese che caratterizza il terzo millennio, accresce la competizione concorrenziale, l'ampliamento delle prospettive di mercato e la necessità per le imprese di definire condotte competitive in una dimensione mondiale. In tale contesto esse devono agire nel rispetto dei vincoli imposti dai mercati internazionali, e contemporaneamente ricercando i vantaggi derivanti da una gestione interconnessa delle proprie unità organizzative ed attività internazionali, attraverso l'integrazione delle risorse e delle competenze geograficamente disperse. E' in questo dinamico e complesso ambiente che operano e si articolano le imprese multinazionali.

Come accennato in precedenza, in questa sezione saranno analizzate le principali strategie di espansione estera che un'impresa dovrebbe intraprendere nel caso in cui desideri internazionalizzarsi.



E' noto come per poter avviare un processo di tale complessità, un'impresa deve far sì che le strategie di entrata si articolino in relazione ad alcune variabili essenziali, ossia il tipo di attività svolta nell'area geografica estera, i soggetti esterni eventualmente coinvolti e l'area geografica estera dove si attua l'entrata per svolgere tali attività.

Le tre principali strategie di entrata in un mercato estero sono:

- Esportazioni (dirette e indirette)
- Alleanze strategiche
- Investimenti diretti esteri

Prima di valutare le strategie in dettaglio si ritiene opportuno fornire definizione che permetta di capire in che modo esse siano correlate al contesto di analisi.

Le esportazioni dirette consistono in un'attività di commercializzazione realizzata direttamente da strutture operative dell'impresa esportatrice.

Le esportazioni indirette invece rappresentano operazioni di vendita nei mercati esteri attuate attraverso soggetti terzi.

Le alleanze strategiche descrivono modalità differenziate attraverso le quali un'impresa entra in un Paese estero attraverso la collaborazione con soggetti esterni, con l'obiettivo di svolgere diverse tipologie di attività, commerciali di produzione o di sviluppo di conoscenze.

Gli investimenti diretti esteri permettono alle imprese di entrare in maniera autonoma in una nuova area geografica per realizzare attività produttive o per acquistare determinate conoscenze utili per competere nel proprio mercato anche a livello internazionale.

L'adozione e quindi la scelta relativa alla tipologia di strategia che l'impresa intende adottare determina il "canale di entrata" nel Paese estero; il quale a sua volta si articola su due livelli conseguenti:

- Canali tra Paesi
- Canale all'interno dei Paesi

Il canale tra i Paesi è quello attraverso cui una determinata offerta è trasferita dal Paese dove essa è realizzata a quello dove essa è invece venduta. Il canale all'interno dei Paesi descrive invece il modo attraverso cui quell'offerta raggiunge la sua domanda finale all'interno del Paese estero ove è stata precedentemente trasferita.



E' possibile quindi affermare che in relazione alla complessità dell'insieme dei canali di entrata nel Paese estero, si può descrivere il grado di sviluppo della presenza internazionale di un'impresa.

La produzione e lo sviluppo di risorse e competenze concentrate nel Paese di origine di un'impresa, fanno sì che l'espansione estera di quest'ultima sia di tipo commerciale e le modalità di entrata siano rappresentate da esportazioni, dirette o indirette.

Le esportazioni indirette possono essere attuate secondo tre modalità caratterizzate dalla natura del soggetto terzo che interviene a supporto:

- Consorzi e altri organismi
- Società specializzate indipendenti
- Intermediari

La scelta di tali soggetti avviene sulla base di due elementi, la complessità della loro organizzazione e l'acquisizione della proprietà di beni che vengono venduti all'estero.

Le esportazioni indirette si manifestano quando il produttore non gestisce direttamente le operazioni commerciali nel mercato estero, ma si avvale di operatori indipendenti collocati nel suo stesso Paese.

Tali operatori svolgono quindi un'azione di semplice intermediazione commerciale acquistando beni dal produttore locale e rivendendoli per conto proprio nei mercati esteri.

Al fine di ottenere un quadro più completo ed esaustivo si ritiene opportuno definire più in dettaglio le figure dei soggetti terzi che vengono a supporto dell'impresa.

Gli intermediari internazionali sono tutti quei soggetti che svolgono attività commerciale tra Paesi diversi, agendo da canale di collegamento tra uno o più produttori in un determinato Paese e i compratori esteri.

Le tipologie d'intermediari internazionali sono:

- Buyer
- Broker
- Export management company



Il Buyer è un soggetto che risiede in un determinato Paese e rappresenta un certo numero d'impres estere interessate ad avere un contatto diretto e continuo con potenziali fornitori operanti nella sua stessa area geografica.

Essi identificano sia le offerte più convenienti per soddisfare le esigenze congiunturali, sia prodotti e marchi da inserire nel proprio portafoglio per migliorare la differenziazione dell'offerta. Tali soggetti operano in ogni caso per conto degli acquirenti esteri sulla base di una precisa "lettera d'intenti" che indica le condizioni basilari della transazione che essi possono impostare con i fornitori del proprio Paese.

Per l'impresa che intende sviluppare una clientela estera in un certo Paese, il Buyer costituisce un veicolo molto efficace.

Il Broker è un soggetto che svolge la funzione di collocare il produttore con il potenziale compratore estero e di fornire un eventuale supporto consulenziale per favorire la transazione tra i due. Egli opera sia dal lato delle esportazioni sia delle importazioni svolgendo solo un lavoro di selezione delle domande/offerte migliori.

L'Export management company è un'impresa commerciale che opera nei mercati internazionali come unità di vendita per un determinato numero di produttori operanti a livelli diversi della stessa filiera. Tale tipologia d'intermediario opera all'estero per conto di ogni produttore, gestendo le relazioni commerciali in un mercato straniero.

Si è visto in precedenza come le esportazioni indirette possono avvenire anche mediante società specializzate; un tipico esempio è rappresentato dalle "trading companies", ossia società che operano nella vendita con compratori internazionali di prodotti realizzati in un determinato Paese. Le funzioni più rilevanti che esse possono svolgere vanno dalla valutazione della convenienza dei mercati esteri alla creazione di pacchetti di finanziamento per le imprese clienti, fino ad arrivare alla ricerca di partner nei mercati esteri per la realizzazione di accordi commerciali.

I consorzi per l'esportazione sono delle strutture che hanno la funzione di aggregare un adeguato numero di operatori in maniera tale da raggiungere la dimensione critica necessaria per rendere convenienti ed economicamente sostenibili le operazioni necessarie per vendere con successo nei mercati esteri. Tali strutture possono essere sia monosettoriali, ossia raggruppano imprese dello stesso settore, o plurisettoriali, costituiti quindi da aziende di settori diversi.



Un'ulteriore classificazione può essere effettuata anche su base territoriale, raggruppando quindi imprese di una certa filiera produttiva collocate in uno stesso ambito geografico.

In fine le esportazioni indirette possono essere attuate anche mediante un accordo tra due soggetti, il Piggyback. Tale accordo identifica un rider e un carrier, dove il primo vende i propri prodotti in un mercato estero attraverso la struttura distributiva del secondo.

Il carrier è normalmente un'impresa di grandi dimensioni con una struttura organizzativa internazionale già consolidata, mentre il rider al contrario è solitamente un'azienda di modeste dimensioni, nella fase iniziale del suo processo d'internazionalizzazione.

Condizione fondamentale per l'attuazione di quest'accordo è che il prodotto del rider non sia in competizione diretta con quelli del carrier.

Dal punto di vista del carrier il Piggyback determina tre vantaggi essenziali:

- Estensione della gamma della propria offerta e delle possibili sinergie commerciali che ne conseguono
- Migliore utilizzazione della capacità distributiva internazionale, con benefici in termini di economie di scopo e di sviluppo organizzativo
- Opportunità di "attaccare" determinati concorrenti in aree di business per loro rilevanti

Attraverso le esportazioni dirette, l'impresa vende nei mercati esteri attraverso una propria struttura commerciale. Tale struttura può sia arrivare direttamente al cliente finale, sia interagire con il sistema della distribuzione.

Il passaggio alla forma diretta da quella indiretta delle esportazioni apporta notevoli vantaggi per un'impresa. Tali vantaggi possono essere quantificati sia in termini di semplificazione del canale di entrata nel Paese estero e il conseguente recupero di margine economico sulle vendite estere, sia attraverso un maggior controllo su tali canali e quindi sull'operato dei distributori locali.

Le modalità di esportazioni dirette sono diverse:

- La rete vendita per estero



- Ufficio di rappresentanza
- Centrale logistica
- La sussidiaria commerciale estera (branch)
- Il commercio elettronico

La rete vendita per estero:

E' noto come le esportazioni dirette siano attuate attraverso una rete di vendita costituita appositamente all'estero. Tale rete può essere formata o da dipendenti dell'impresa, oppure da personale indipendente legato all'azienda da specifici contratti di collaborazione.

Gli agenti indipendenti vengono individuati direttamente nel Paese estero dove l'impresa intende operare, hanno il compito di individuare potenziali clienti, realizzare le vendite e coordinare le attività di consegna al cliente.

La costituzione della rete di agenti interni per l'estero rappresenta il primo rilevante cambiamento organizzativo nel processo d'internazionalizzazione dell'impresa; essi si occupano principalmente di tutte le attività connesse alla vendita (ricerca acquirenti, comunicazione e produzione, negoziazione e chiusura dell'ordine, assistenza post vendita).

Ufficio di rappresentanza:

La costituzione di un ufficio di rappresentanza commerciale in un Paese estero si verifica in tre situazioni:

- Presenza dell'impresa nel mercato estero significativa in termini di volumi, valore delle vendite e numerosità degli interlocutori locali con cui essa ha relazioni
- Le caratteristiche del business richiedono una presenza "strutturata" dell'impresa
- L'impresa intende raggiungere una presenza commerciale significativa nel mercato estero

La rappresentanza commerciale non ha personalità giuridica, essa può svolgere cinque funzioni rilevanti:

- Realizzazione di studi e ricerche sul mercato locale e sulle dinamiche della competizione e predisposizione di rapporti informativi alla casa madre
- Sviluppo di relazione con attori locali rilevanti



- Coordinamento della rete di attività della rete di venditori dell'impresa del mercato estero
- Organizzazione delle attività logistiche connesse al trasferimento di prodotti dagli stabilimenti di produzione fino ai magazzini degli acquirenti nel mercato estero
- Predisposizione delle condizioni per la costituzione di una struttura operativa giuridicamente autonoma per la gestione delle attività commerciali nel Paese

Centrale logistica:

La centrale logistica dell'impresa esportatrice rappresenta il luogo dove viene immagazzinata la produzione per l'estero e dove questa è successivamente distribuita ai compratori di uno o più mercati geografici stranieri.

La funzione di questa struttura è di fornire una maggiore rapidità di distribuzione dei prodotti nel mercato estero, riducendo l'impatto del limite tipico delle esportazioni, relativo ai tempi lunghi necessari per trasferire il prodotto dallo stabilimento di produzione alla struttura del compratore estero.

La sussidiaria commerciale estera:

Le esportazioni all'interno di un determinato Paese sono realizzate attraverso la costituzione al suo interno di una sussidiaria operativa cui sono trasferite gran parte delle funzioni strategiche in altri casi svolte dall'unità organizzativa per le esportazioni.

La sussidiaria ha una propria identità societaria e non agisce come semplice unità organizzativa che supporta la realizzazione di un certo insieme di attività necessarie per attuare le vendite sul mercato estero, ma essa piuttosto opera secondo un proprio piano strategico per la realizzazione di precisi obiettivi commerciali ed economici.

Una delle ragioni principali che portano le imprese a costituire una sussidiaria commerciale estera è la possibilità di ridurre il complessivo carico fiscale dell'impresa, trasferendo quote di costi alle aziende che operano in Paesi con elevata tassazione sui redditi dell'impresa e massimizzando la redditività di quelle che invece si trovano nei Paesi dove tale tassazione è minore.

Tale struttura deriva quindi dalla scelta di esternalizzazione delle attività di commercializzazione dei prodotti dell'impresa nei mercati stranieri. Tale scelta può essere giustificata da tre punti di vista:



- La specializzazione delle competenze
- La focalizzazione competitiva a livello di singolo mercato geografico
- L'aumento della flessibilità organizzativa e strategica dell'impresa nel suo complesso

Il commercio elettronico:

Negli ultimi anni il grande sviluppo del commercio elettronico ha determinato il manifestarsi di una nuova rilevante modalità di esportazione diretta, internet, attraverso la quale l'impresa può comunicare la propria offerta a compratori potenziali in tutto il mondo e gestire la transazione commerciale con acquirenti in Paesi anche molto lontani dal proprio.

Tale tipologia di commercio offre oltre alla riduzione dei livelli d'intermediazione, numerosi vantaggi:

- Possibilità di raggiungere una presenza di mercato globale
- Riduzione dei costi di comunicazione
- Possibilità di stabilire una relazione diretta e continua con il cliente
- Aumento della rapidità di risposta alle esigenze espresse dal cliente

Avendo ormai una panoramica complessiva ed esaustiva riguardo alle esportazioni dirette e indirette si procederà di seguito ad analizzare gli accordi strategici e le joint venture che un'impresa può instaurare per accedere a mercati esteri.

Gli accordi strategici possono essere definiti come intese di medio - lungo termine tra due o più imprese, strutturate contrattualmente per il raggiungimento di obiettivi ben determinati a cui sono interessati tutti i partner coinvolti.

Risulta necessario affermare che essi si distinguono dalle intese tra imprese esportatrici e i distributori locali in un certo Paese estero, poiché i contenuti non sono solo di natura commerciale, si ha una proiezione dell'accordo verso il medio e lungo termine che tende a vincolare reciprocamente le scelte strategiche dei partner coinvolti, si ha l'esistenza di una governance dell'accordo in base alla quale le azioni di ciascun partner sono stabilite nell'ambito dell'accordo, ed in fine l'investimento delle risorse da parte di tutti gli attori coinvolti sono direttamente finalizzate all'attuazione degli obiettivi dell'accordo.

Le tipologie di accordi strategici sono le seguenti:



- Il licensing
- Il franchising
- Il contratto di produzione
- Il contratto di gestione
- Le alleanze commerciali

Il licensing:

Il licensing è un contratto in base al quale un soggetto di un Paese (licenziante) attribuisce a un soggetto di un altro Paese (licenziatario) il diritto di utilizzare e sfruttare economicamente e in un determinato ambito territoriale specificati prodotti o asset di sua proprietà.

Questo tipo di accordo permette quindi a un'impresa di diffondere a livello internazionale la propria offerta attraverso l'azione diretta di una o più imprese localizzate nei Paesi esteri.

Oggetto del contratto è la cessione di asset (marca, logo, tecnologie), in cambio dei quali il licenziatario s'impegna ad attuare determinate azioni di sviluppo nel mercato interno e pagare al licenziante dei compensi legati ai risultati economici.

La struttura delle royalties è oggetto di negoziazione nella definizione dell'accordo. In linea generale si prevede il pagamento di:

- Somma fissa all'avvio dell'intesa a fronte dell'attività per l'iniziale trasferimento di ciò che è dato in licenza.
- Percentuale sul valore generato da ciò che è dato in licenza

Il franchising:

Il franchising è una forma d'intesa contrattuale diffusa e per nulla specifica delle strategie di espansione estera. Essa viene considerata come uno strumento efficace per espandere in maniera rapida e capillare una rete di distribuzione al dettaglio nei Paesi esteri.

I vantaggi principali legati a tale contratto sono:

- Possibilità di penetrare in un certo numero di mercati esteri in tempi relativamente brevi e con un limitato impegno finanziario
- La diffusione del marchio e del logo da cui deriva un rafforzamento della notorietà dei prodotti



- La possibilità di stabilire linee di comportamento univoche per tutta la rete distributiva

A livello internazionale dal franchising scaturiscono due problematiche particolarmente complesse, la prima legata alla gestione dei flussi di prodotti dal franchisor al franchisee, la seconda legata invece all'organizzazione della rete di franchisee.

Il contratto di produzione:

Con questo contratto un'impresa affida a un produttore collocato in un altro Paese il compito di realizzare una determinata produzione destinata alla vendita nel Paese dove viene realizzata o anche in altre aree geografiche.

Nelle strategie di entrata in un mercato estero tale contratto ha la funzione di favorire un avvicinamento graduale dell'impresa a modalità di presenza in tale Paese maggiormente impegnative.

Il contratto di produzione è una modalità di *outsourcing* internazionale della produzione per determinati mercati esteri.

Il contratto di gestione:

Il contratto di gestione è stipulato tra un'impresa internazionale e un investitore locale di un determinato Paese dove la prima ha interesse ad operare. Esso prevede che l'impresa gestisca un'attività produttiva costituita e finanziata dall'investitore locale.

Con tale accordo l'impresa internazionale trasferisce nel contesto estero le proprie competenze e conoscenze tecnologiche, migliorando la qualità complessiva dell'offerta locale e rappresentando uno stimolo al potenziamento delle imprese di origine endogena.

Il Turnkey contract è una fattispecie di contratto di gestione, il quale prevede che l'impresa internazionale costruisca uno stabilimento produttivo in un certo Paese estero, predisponendo gli impianti e formando il personale tecnico e ne assuma la gestione per un periodo di tempo iniziale, tutto questo per conto di un soggetto (spesso pubblico) di tale Paese.

Le alleanze commerciali:

Le alleanze commerciali sono accordi che determinano un certo grado d'interazione delle offerte tra imprese di Paesi diversi operanti nello stesso business.



Il mercato del trasporto aereo internazionale rappresenta un tipico esempio di alleanza commerciale, attraverso la quale le compagnie si presentano come un network o comunque attuano forme di co-marketing delle rispettive offerte.

Avendo analizzato i principali accordi strategici risulta opportuno enfatizzare a questo punto le forme più avanzate di alleanze strategiche, le joint venture. Quest'ultime possono essere definite come nuove società costituite da uno o più operatori di diversa nazionalità, per la realizzazione di attività chiaramente precisate e d'interesse comune.

Lo scioglimento o la trasformazione di una joint venture normalmente avviene se rispettivamente le attività "core" sono realizzate o vengano meno, o nel caso uno dei due partner ne acquista il pieno controllo.

La partecipazione alla costituzione si manifesta nell'apporto da parte delle imprese coinvolte (parent companies) non solo del capitale finanziario, ma anche delle risorse materiali e immateriali necessarie per il funzionamento della joint venture e in particolare per l'attuazione delle attività per le quali essa viene creata.

Le joint venture presentano alcuni vantaggi specifici:

- Consentono all'impresa di ridurre l'investimento finanziario e la complessità organizzativa richiesti dall'entrata nel mercato estero attraverso un investimento diretto
- Determinano una netta separazione dalla posizione competitiva nel mercato estero dove opera la joint venture da quella che l'impresa ha negli altri ambiti dove è presente direttamente
- Consentono all'impresa di entrare in un nuovo Paese con una struttura aziendale dotata di un insieme di risorse e competenze generalmente superiore a quello di cui essa avrebbe potuto disporre da sola, almeno entro il medio - breve termine

Le joint venture possono essere paritetiche, la cui proprietà è suddivisa in maniera uguale tra i soci, o squilibrate, nella quali un partner ha una quota di partecipazione tale da poter esercitare il controllo.

L'ultima forma di strategia di entrata in un mercato estero che prenderemo in considerazione sono gli IDE (investimenti diretti esteri).



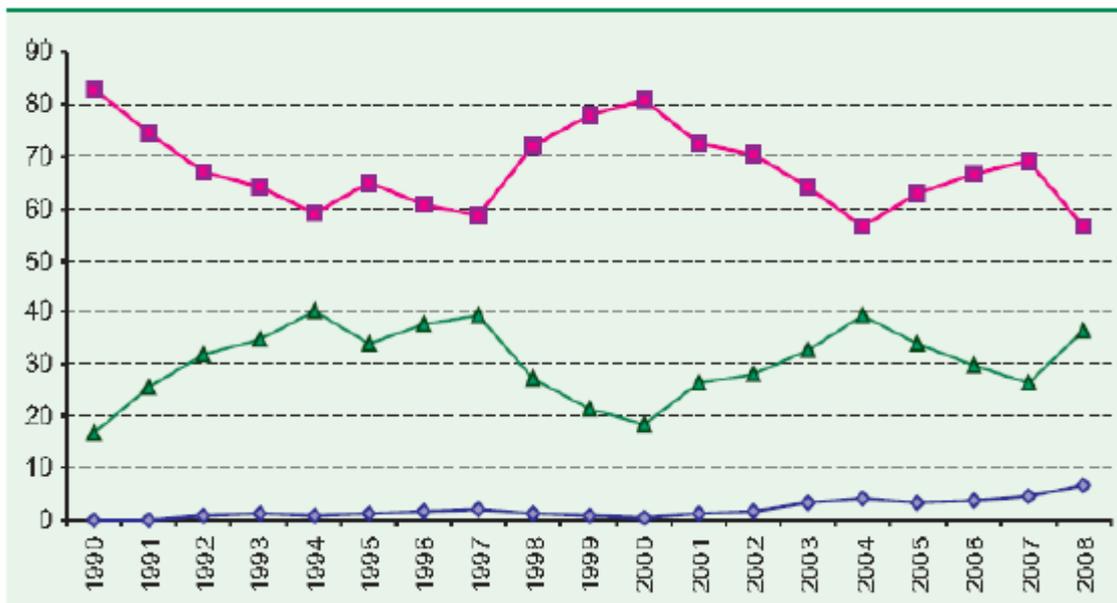
Un investimento per la realizzazione di attività produttive in un Paese estero può essere realizzato in due forme, sia mediante l'insediamento di nuove strutture produttive che implicano l'incremento della capacità produttiva nel territorio ospitante, sia mediante l'acquisizione della proprietà di aziende estere già esistenti.

La prima forma può ulteriormente configurarsi in due modalità distinte:

- *Investimenti greenfield*: la nuova struttura produttiva viene collocata in un sito precedentemente non utilizzato per attività economiche
- *Investimenti brownfield*: l'investimento viene localizzato in un'area già in passato utilizzata per ospitare attività produttive

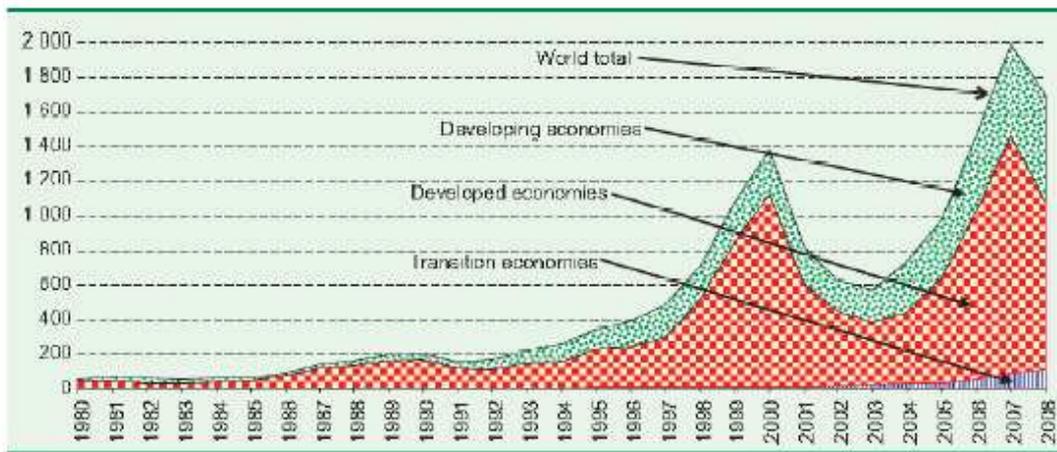
Risulta opportuno precisare che una parte consistente degli IDE è finalizzata alla creazione delle cosiddette *special purpose entities*, ovvero società all'estero che servono per beneficiare dei vantaggi fiscali e finanziari garantiti da alcuni Paesi alle società estere.

Ripartizione percentuale dei flussi di IDE in entrata per macro-aree (fonte: unctad):



Nel 1981 Dunning definisce la teoria del ciclo di vita internazionale degli IDE sostenendo che i flussi di IDE in uscita e in entrata di un Paese, tendono ad essere correlati al livello e alla struttura del suo sviluppo economico.





Flussi IDE in entrata nel periodo 1980 – 2008. Fonte Unctad.

Gli IDE sono determinati dalla volontà dell'impresa di realizzare in Paesi diversi da quello di origine attività complesse in termini di risorse assorbite e di valore creato, riguardanti il processo produttivo, la gestione di determinati business a livello internazionale e lo sviluppo di fattori di vantaggio competitivo.

L'importanza degli investimenti diretti esteri sta nel fatto che essi segnano il passaggio da una presenza estera di tipo solo commerciale a una concezione internazionale di tutto il sistema aziendale.

Indicatori selezionati degli IDE e della produzione internazionale (fonte: Unctad):

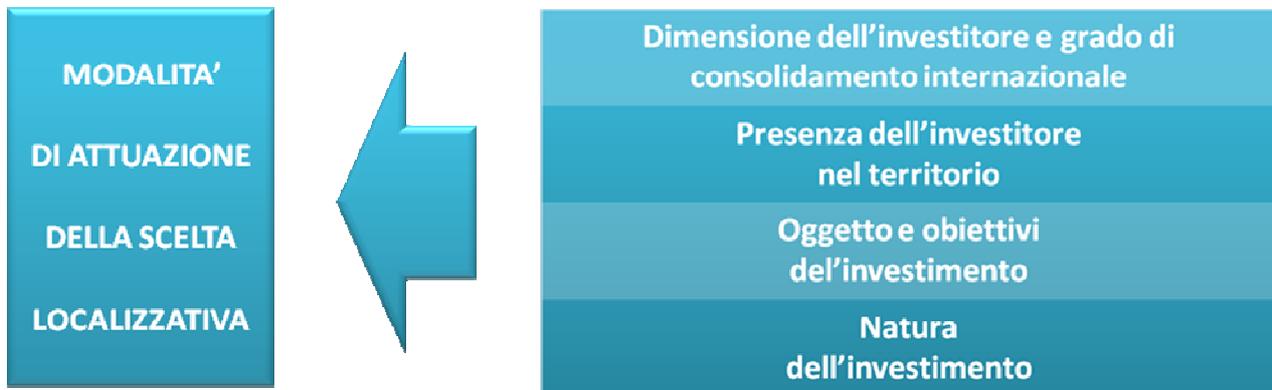
Item	Value at current prices (Billions of dollars)				Annual growth rate (Per cent)							
	1982	1990	2007	2008	1986–	1991–	1996–					
					1990	1995	2000	2004	2005	2006	2007	2008
FDI inflows	58	207	1 879	1 607	23.6	22.1	39.4	30.0	32.4	50.1	35.4	-14.2
FDI outflows	27	239	2 147	1 858	25.9	16.5	35.5	55.0	-5.4	58.9	53.7	-13.5
FDI inward stock	790	1 942	15 660	14 909	15.1	8.6	15.0	17.7	4.5	23.4	26.2	-4.8
FDI outward stock	579	1 785	16 227	16 206	18.1	10.6	16.9	16.9	5.1	22.2	25.3	-0.1
Cross-border M&As ^a	..	112	1 031	673	32.0 ^b	15.7	62.9	28.4	91.1	38.1	62.1	-34.7
Sales of foreign affiliates	2 530	6 026	31 764 ^c	30 311 ^c	19.7	8.8	8.1	26.8	5.4 ^d	18.9 ^d	23.6 ^d	-4.6 ^d
Gross product of foreign affiliates	623	1 477	6 295 ^d	6 020 ^d	17.4	5.9	6.9	13.4	12.9 ^d	21.6 ^d	20.1 ^d	-4.4 ^d
Total assets of foreign affiliates	2 036	5 938	73 457 ^e	69 771 ^e	18.1	13.7	18.9	4.8	20.5 ^e	23.9 ^e	20.8 ^e	-5.0 ^e
Exports of foreign affiliates	635	1 488	5 775 ^f	5 554 ^f	22.2	8.5	3.6	21.3 ^f	13.8 ^f	15.0 ^f	16.3 ^f	15.4 ^f
Employment by foreign affiliates (thousands)	19 864	24 476	80 366 ^g	77 388 ^g	5.5	5.5	9.7	12.2	8.9 ^g	11.4 ^g	26.4 ^g	-3.7 ^g
GDP (in current prices)	11 963	22 121	55 114	60 780 ^h	9.5	5.9	1.3	12.6	9.4	8.2	12.5	10.3
Gross fixed capital formation	2 785	5 089	12 389	13 824	10.0	5.4	1.1	15.4	11.8	10.9	13.6	11.5
Royalties and licence fee receipts	9	29	163	177	21.1	14.5	8.1	23.7	10.5	9.1	16.1	8.6
Exports of goods and non-factor services	2 395	4 414	17 321	18 980	11.5	7.9	3.7	21.3	13.8	15.0	16.3	15.4

E' possibile quindi definire un'ulteriore distinzione degli IDE:

- *Di tipo verticale*: relativi ad attività a monte o a valle di quelle realizzate nel Paese di origine



- *Di tipo orizzontale*: relativi alle stesse attività produttive attuate nel Paese di origine



In linea generale un'impresa sceglie dove localizzare un proprio investimento sulla base della qualità che attribuisce ai vari fattori di attrattività dell'area, ponderata per l'importanza che tali fattori hanno relativamente all'attuazione della sua strategia d'internazionalizzazione.

2.3 Internazionalizzazione come creazione di valore

Nella presente sezione si procederà ad illustrare come il processo d'internazionalizzazione di un'impresa influisca notevolmente sul valore aziendale della stessa (enterprise value). S'ipotizzeranno quindi gli effetti che tale processo può causare sulle principali variabili che permettono di determinare il valore finale dell'impresa.

E' noto come l'enterprise value possa essere calcolato mediante l'utilizzo del metodo Discounted Cash Flow attualizzando i flussi di cassa incrementali al costo medio ponderato delle fonti di finanziamento del progetto e sottraendo il valore attuale dell'investimento iniziale. Tale metodo stima quindi il valore dell'azienda come la somma dei flussi di cassa operativi generati, ai quali viene aggiunto il valore terminale (TV) del business, attualizzato ad un tasso di sconto pari al costo medio ponderato del capitale (WACC).

La configurazione dei flussi di cassa tradizionalmente utilizzata è quella di tipo *unlevered* (a disposizione di tutti gli investitori dell'impresa ed al lordo della spesa per interessi - FCFF), che va distinta da quella *levered* (a disposizione dell'azionista al netto della spesa per interessi - FCFE), che incorpora gli effetti delle scelte di struttura finanziaria.

(Fonte: M. Caroli, *Economia e gestione delle imprese internazionali*, McGraw - Hill)



(+) Ricavi
(-) Costi differenziali
= Margine operativo lordo (EBITDA)
(-) Ammortamenti/accantonamenti differenziali
= Reddito operativo (EBIT)
(-) Imposte
= Reddito operativo netto d'imposte (NOPAT)
(+) Ammortamenti/accantonamenti differenziali
(-/+ Incremento/Decremento CCN
(-/+ Investimenti/disinvestimenti in capitale fisso
= FCFF
(-) Oneri finanziari netti
(-) Rimborso di finanziamenti
(+) Nuovi finanziamenti
= FCFE

A tal fine è possibile quindi affermare che:

$$EV = \sum \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV_n}{(1 + WACC)^n}$$

$$TV = \frac{FCFF_t}{(WACC - g)}$$

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

$$K_e = R_f + R_p(\beta)$$

$$K_d = R_f + CDS$$



K_e = Costo dell'equity, ritorno richiesto dagli investitori per investire in azioni

R_f = Risk free, ritorno su attività prive di rischio

R_p = Risk premium, premio per il rischio

β = Rischiosità dell'azienda rispetto al mercato

K_d = Costo del debito

CDF = Credit default spread, rischio creditizio

$(1-t)$ = Debito fiscalmente deducibile

E = Equity

D = Debito

$V = D+E$

g = Tasso di crescita perpetuo per l'azienda

$WACC - g$ = Valore attuale della rendita perpetua

Definite le determinanti che portano al calcolo dell'enterprise value è possibile quindi analizzare gli effetti che i processi d'internazionalizzazione hanno su di esse.

A tale fine risulta necessario effettuare una prima distinzione tra mercato consolidato e mercato incerto. Il primo può essere definito come un mercato nel quale le redditività delle imprese sono maggiormente prevedibili, ossia un mercato ben conosciuto dagli investitori e di conseguenza meno rischioso.

Il secondo invece è un mercato tipicamente meno conosciuto e "frequentato", un mercato, ossia, dove non si ha una piena conoscenza dei rendimenti che da esso possono scaturire (es. mercato di internet prima della bolla degli anni '90) e quindi di conseguenza si ha una maggiore rischiosità.

Nel caso in cui un'impresa decida di intraprendere un processo d'internazionalizzazione all'interno di un mercato consolidato, s'ipotizza che i flussi di cassa che ne potrebbero scaturire siano maggiormente prevedibili. Conseguentemente, auspicando che gli istituti di credito e gli



azionisti favoriscano il processo d'internazionalizzazione con tassi d'interesse minori, si ritiene che il valore aziendale possa risentire favorevolmente della strategia adottata.

Attraverso l'entrata in mercati esteri si può altresì ipotizzare che un'impresa possa beneficiare di fonti di approvvigionamento più diversificate. Maggiori canali distributivi portano ad abbattere il costo della filiera, facendo sì che l'impresa possa ottenere maggiori flussi di cassa futuri.

Nell'ipotesi in cui invece un'impresa decida di internazionalizzarsi all'interno di un mercato incerto, lo scenario cambia radicalmente. In tal caso il costo di entrata in un nuovo mercato viene percepito come un maggior rischio per l'azionista.

A tale fine definiamo quindi il "rischio paese" come quell'insieme di rischi di natura finanziaria e politica legati alle condizioni generali di una certa regione.

Gli istituti di credito, tendono chiaramente a non incoraggiare investimenti rischiosi in mercati incerti. Conseguenza di tale comportamento implica un aumento dei tassi d'interesse da esse applicati e quindi con un riflesso anche sulla valutazione del WACC.

Attraverso l'accesso all'interno di un mercato incerto, s'ipotizza che possano scaturire effetti negativi anche sul costo dell'equity di un'impresa.

L'azionariato societario, a fronte di un rischio elevato che potrebbe scaturire da un'operazione d'internazionalizzazione, potrebbe essere indotto a richiedere maggiore redditività al proprio investimento inducendo un aumento generalizzato al costo dell'equity.

Al verificarsi di tale ipotesi, il WACC aziendale potrebbe, a parità delle altre variabili, risentirne notevolmente aumentando il suo valore finale e quindi influenzando l'enterprise value.

In precedenza si è visto come il costo dell'equity (k_e) sia dato dalla somma tra il risk free e il prodotto tra il risk premium e il beta.

Il beta di un'azienda è per definizione il rapporto tra la covarianza dei rendimenti delle sue azioni ed il rendimento del mercato azionario di riferimento e la varianza dei rendimenti del mercato azionario.

Nella determinazione del beta da utilizzare nella valutazione dei progetti internazionali bisogna quindi stimare quanto il rendimento dell'attività estera covaria rispetto all'indice del portafoglio di mercato nazionale.



E' noto come il beta di un'azienda venga calcolato tramite il confronto con i beta delle sue società comparabili.

Il processo di definizione è il seguente:

- Individuazione delle società comparabili (aventi β levered)
- *Attuazione del processo di deleveraging*: si depurano i β levered per renderli unlevered e quindi vengono comparati
- Si procede al calcolo della media ponderata dei β unlevered trovati
- *Attuazione del processo di releveraging*: il β medio unlevered viene trasformato in β levered

La trasformazione dei β levered in unlevered avviene mediante la seguente espressione:

$$\beta \text{ unlev.} = \frac{\beta \text{ lev}}{1 + \frac{(1-t)D}{E}}$$

La successiva trasformazione dai β unlevered in β levered avviene mediante l'utilizzo della seguente espressione:

$$\beta \text{ lev.} = \beta \text{ unlev} * (1 + (1-t)\frac{D}{E})$$

I beta della società comparabili variano a seconda di dove ci trovi. Essi possono quindi essere considerati come indicatori strategici d'internazionalizzazione per l'impresa in quanto qualora siano bassi, sarà basso anche il β aziendale e quindi non inciderà in maniera preponderante sul WACC, al contrario se alti, faranno sì che il β aziendale salga di valore facendo così aumentare il costo medio ponderato del capitale.

Come già accennato in precedenza, a parità di flussi di cassa, un WACC elevato comporta una diminuzione dell'enterprise value, al contrario un WACC basso fa sì che il valore finale aziendale aumenti.



Risk premium e risk free rappresentano due componenti del WACC che variano a seconda del Paese in cui ci si trova e del mercato in cui l'impresa intende internazionalizzarsi. Le oscillazioni che il premio per il rischio può assumere dipendono principalmente dall'alea dell'investimento.

Se quest'ultimo presenta un elevato grado d'incertezza di realizzazione, allora il risk premium risulterà più alto rispetto a condizioni d'investimenti comprovati e certi.

L'ampiezza del premio per il rischio dovrebbe tenere conto della maggiore (o minore) rischiosità dell'investimento all'estero rispetto ad attività realizzate sul mercato nazionale.

Le determinanti fondamentali dell'ampiezza del premio per il rischio Paese sono le seguenti:

- *Rischiosità dell'economia sottostante*: i premi per il rischio saranno maggiori in quelle economie che presentano una maggiore variabilità
- *Rischio politico*: i premi per il rischio saranno maggiori in quei mercati in cui esiste una potenziale instabilità politica
- *Struttura del mercato*: ci sono alcuni mercati caratterizzati da un premio per il rischio più basso perché le aziende quotate sono più grandi, stabili e diversificate

Per la determinazione del costo medio ponderato del capitale, il risk free gioca certamente un ruolo di notevole importanza, incidendo sul costo dell'equity. Il valore attribuito al tasso privo di rischio varia a seconda del Paese in cui ci si trova.

Per un'impresa sarà quindi più conveniente adottare strategie d'internazionalizzazione in Paesi dove il tasso è più basso.

Un ulteriore elemento che caratterizza il valore del costo medio ponderato del capitale è il costo del debito fiscalmente deducibile e più in particolare l'aliquota d'imposta.

Al fine del calcolo dell'enterprise value, un aliquota d'imposta elevata provoca una diminuzione del costo del debito fiscalmente deducibile, una conseguente diminuzione del WACC con incidenza sul valore finale d'azienda.

La scelta localizzativa degli investimenti esteri da parte dell'impresa dipenderà quindi anche dal valore dell'aliquota d'imposta che viene offerta dal Paese stesso.

Il costo del capitale di un Gruppo internazionale può differire da quello di un'azienda nazionale a causa di quattro principali motivi:



- *Appartenenza al Gruppo*: è probabile che la direzione finanziaria del Gruppo riesca ad ottenere un trattamento preferenziale dai creditori, sfruttando la dimensione dell'aggregazione
- *Accesso al mercato dei capitali internazionali*: permette al Gruppo di attrarre capitali da mercati dove il costo è minore
- *Diversificazione internazionale*: buona parte del rischio sistematico che incide sull'impresa è legato alla natura ciclica dell'economia in cui l'impresa opera; è per questo motivo che i Gruppi multinazionali riducono il rischio mediante la diversificazione internazionale
- *Esposizione al rischio di cambio e al country risk*: lo sviluppo di attività internazionali espone l'impresa ai rischi tipici che dovranno essere compiutamente incorporati nei modelli di valutazione

La previsione dei flussi di cassa incrementali nei progetti d'investimento impone l'attenzione su una serie di criticità che emergono dalla valutazione delle attività internazionali:

- *Politiche di transfer pricing*: i flussi di cassa incrementali che risultano da una prima valutazione devono successivamente essere interpretati in relazione ai rapporti infragruppo che portano al trasferimento di risorse e attività tra le diverse unità
- *Standard contabili esteri*: è opportuno rendere omogenee le rilevazioni contabili delle attività estere al fine di renderle confrontabili con attività nazionali o internazionali
- *Pianificazione fiscale internazionale*: il valore del progetto deve incorporare gli effetti incrementali delle politiche di gestione della fiscalità

2.4 Misure della creazione del valore

Nella seguente sezione verranno illustrati i principali metodi utilizzati dalle imprese per misurare la capacità di creare valore.



Si prenderanno nello specifico in considerazione quattro modelli:

- EVA: Economic Value Added
- DCF: Discounted Cash Flow
- Metodo dei multipli di mercato e delle transazioni
- Metodo della somma delle parti

L'EVA è un criterio misto di valutazione il quale perviene alla misurazione della ricchezza creata o distrutta dall'impresa sulla base dell'approccio asset side, fondato sulla capacità dell'impresa di offrire un'extra remunerazione all'intero capitale investito, esso quindi ha la prerogativa di valorizzare la capacità di creare valore nel lungo termine da parte dell'impresa.

Il principale vantaggio di questo metodo di valutazione risiede nel fatto che giunge ad una misura della prestazione dell'azienda direttamente collegata al valore di mercato della stessa.

Di conseguenza l'utilizzo dell'EVA:

- Correla le politiche di allocazione delle risorse alla creazione di valore e di ricchezza per gli azionisti
- Obbliga il management a valutare ogni progetto d'investimento non solo in base alla sua redditività assoluta, ma al costo, per finanziare tanto i nuovi investimenti quanto lo stock di capitale esistente
- Consente al management di fissare obiettivi chiari, facilmente comprensibili e di valutare, ex post, il grado di raggiungimento degli stessi
- Consente di individuare le leve per ogni tipo di azione manageriale e di collegare le responsabilità organizzative al conseguimento degli stessi

La formula utilizzata per il calcolo dell'EVA è la seguente:

$$EVA = (ROIC - WACC) * CI$$

ovvero

$$EVA = NOPAT - (ROIC * CI)$$

ROIC = Return On Invested Capital (NOPAT/CI)



NOPAT = Net Operating Profit After Tax, reddito operativo netto depurato della componente fiscale

WACC: Weighted Average Cost of Capital, costo medio ponderato del capitale

CI = Capitale investito

I valori di NOPAT e CI sono valori di derivazione contabile, quindi ottenibili sulla base dei dati di bilancio. Tuttavia, il riferimento alla contabilità se, da un lato, rende agevole il calcolo di queste grandezze, dall'altro, potrebbe causare distorsioni.

Si pensi, ad esempio, alle spese di ricerca e sviluppo sostenute da un'impresa. Queste spesso vengono spese a conto economico o perché il sistema dei principi di redazione del bilancio non ne consente la capitalizzazione o per ridurre il carico fiscale.

Così facendo, però, di fatto, si sottostima sia il reale ammontare del capitale investito nella gestione, sia il flusso di reddito da questo prodotto.

Le accennate distorsioni nascono dal fatto che la contabilità si fonda su numerose convenzioni. Fra queste, quella del costo storico, quale criterio base di valutazione di gran parte degli elementi patrimoniali, e della prudenza delle stime. Le convenzioni sono strumentali all'obiettivo di fondo della contabilità. Questo non è quello di misurare il valore, quanto di consentire la redazione di rendiconti della gestione svoltasi in un arco di tempo passato, rendiconti che siano il più possibile oggettivi e verificabili.

Oltre a ciò, pesano sulla redazione dei conti annuali esigenze di contenimento della pressione fiscale e la volontà di adottare "politiche di bilancio". Proprio per superare alcuni di questi limiti, i dati contabili impiegati nella misurazione del valore creato vengono opportunamente "rettificati". Le rettifiche potenzialmente operabili sono molto numerose. Alla fine, però, ne bastano poche. Una è quella concernente le spese di R&S.

L'obiettivo del management deve essere quello di massimizzare il valore di mercato di un'azienda. E' necessario però confrontare il valore di mercato dell'azienda con il valore del capitale investito nell'azienda. La differenza può essere definita come "valore creato", o "valore di mercato aggiunto".

Quindi:

$$EV = MVA + CI$$



Ovvero il valore di un'azienda (EV, Enterprise value) è uguale al Capitale Investito (CI) nell'azienda stessa, più il valore aggiunto che l'azienda stessa è riuscita a creare. EVA (come misura del "valore creato" nell'anno) può essere utilizzato come uno strumento di valutazione dell'operato del management.

Il market value added, o MVA, è la differenza tra il valore di mercato di un'azienda e il suo capitale. Diversamente dal tasso di rendimento che indica il risultato di un unico periodo, il MVA è una misura complessiva dei risultati aziendali. Indica con quanto successo l'azienda ha investito le proprie risorse nel passato e qual è la probabilità che le reinvesta in maniera efficiente anche in futuro.

L'EVA, quindi, è un indicatore interno di prestazioni, in grado di influenzare la formazione di un premio (o uno sconto) nel valore di mercato dell'azienda, mentre il MVA ne è una misura esterna.

Il valore di una società può essere considerato pari al capitale investito più la somma di tutti i futuri EVA attualizzati (solitamente utilizza un terminal value).

Quindi:

$$EV = CI + (\text{Somma EVA attualizzati})$$

e quindi

$$MVA = (\text{Somma EVA attualizzati})$$

Il metodo dell'EVA è stato formulato con l'obiettivo di catturare la ricchezza che l'impresa può generare attraverso processi di crescita e di razionalizzazione del capitale investito. Dunque è particolarmente adatto a misurare il valore d'impresе caratterizzate da saggi di crescita sostenuti o, al contrario, da un accesso di capitale investito suscettibile di essere razionalizzato in tempi brevi.

EVA è influenzato in primo luogo dall'entità del capitale investito e dal WACC. Il capitale investito "CI" è a sua volta ragionevolmente influenzato dalle politiche contabili della società. Il WACC è invece influenzato dai tassi di mercato, dal premio per il rischio, dalla rischiosità dell'azienda e dalla sua struttura patrimoniale.

L'entità dell'EVA è inversamente proporzionale all'entità dei nuovi investimenti effettuati: questo accade prima di tutto perché il ritorno su assets nuovi (e quindi poco ammortizzati) è contabilmente maggiore che il ritorno su asset più vecchi (spesso quasi completamente ammortizzati).



Per quanto riguarda il metodo del Discounted Cash Flow se ne è ampiamente parlato nella sezione precedente, si ritiene comunque opportuno fornirne alcuni approfondimenti rilevanti al fine dell'analisi.

Il metodo del DCF è una tecnica di valutazione di azienda che è data dalla sommatoria dei flussi di cassa operativi generati e la somma del valore terminale attualizzati ad un tasso di sconto (WACC).

Il DCF calcolato su flussi di cassa unlevered fornisce una valutazione di azienda espressa in termini di enterprise value. Se a quest'ultimo si sottrae la posizione finanziaria netta (debiti finanziari - cassa), si ottiene l'equity value.

Se la cassa è maggiore del debito, allora l'enterprise value sarà minore dell'equity value e la posizione finanziaria netta negativa; al contrario se il debito è maggiore della cassa, la posizione finanziaria netta sarà maggiore di zero e di conseguenza l'enterprise value maggiore dell'equity value.

$$DCF = \sum \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV_n}{(1 + WACC)^n}$$

Il terminal value può essere calcolato attraverso un duplice metodo:

- Approccio dei multipli:

$$TV = EBITDA \times \text{Multiplo}$$

$$TV = EBIT \times \text{Multiplo}$$

La scelta tra EBIT ed EBITDA dipende dal settore dove l'azienda opera.

- Approccio della crescita perpetua:

$$TV = \frac{FCFF_t}{(WACC - g)}$$

Il metodo dei multipli di mercato si basa sulla valutazione di società comparabili (peer group), pubbliche, espressa dal mercato azionario.

Nel peer group s'inseriscono tutte quelle società il cui business più si avvicina a quello della società che si vuole valutare.



I parametri di valutazione sono i seguenti:

- Dimensione
- Tasso di crescita
- Posizione di mercato
- Presenza geografica
- Redditività operativa
- Struttura finanziaria

Per la valutazione di società multi - business talvolta si possono adottare più insiemi di società comparabili, ciascuna delle quali rappresenta un business della società di cui si deve effettuare la valutazione.

Lo svolgimento del metodo dei multipli è articolato attraverso la seguente procedura:

- Identificazione delle società comparabili
- Calcolo dei multipli impliciti (Enterprise value/vendita attesa) nelle quotazioni delle comparabili
- Calcolo della media/mediana di questi multipli
- Applicazione della media/mediana dei multipli alle pertinenti variabili finanziarie del target (es. vendite, EBIT)
- *Make a valuation judgment*: valutare i risultati per assicurarsi la coerenza e la sostenibilità logica dei risultati

Il metodo dei multipli di mercato può avvenire mediante:

- Enterprise value multiples quali:
 - EV/Vendite
 - EV/EBITDA
 - EV/EBIT
- Equity value multiples quali:
 - Price/EPS



- Price/Book value
- Price/ Free Cash Flow

EPS: earning per share, utile per azione

Book value: valore del patrimonio netto scritto in bilancio

Equity value: prodotto tra il prezzo dell'azione e il numero delle azioni

Utile netto: prodotto tra l'EPS e il numero delle azioni

Il metodo dei multipli della transazione si basa sulla valutazione di transazioni "comparabili" verificatesi nel settore d'interesse.

I multipli di riferimento di tale metodo sono gli stessi dei multipli di mercato. L'analisi delle transazioni comparabili indicherà il premio pagato dall'acquirente per acquistare il controllo del target.

Ultimo metodo di analisi trattato nella seguente sezione è quello della somma delle parti. Tale metodo esprime il valore di un'azienda come la somma dei valori dei singoli business facenti parti al complesso aziendale, valutati individualmente.

Per la valutazione di ciascun business viene effettuata una delle seguenti metodologie:

- DCF
- Metodo dei multipli di mercato
- Metodo dei multipli delle transazioni

Il metodo della somma delle parti viene adottato principalmente per aziende diversificate.

2.5 Domanda di ricerca

Nel seguente capitolo sono stati esposti numerosi concetti, si è partiti nella fase iniziale dal dare una definizione d'internazionalizzazione e del suo legame con il fenomeno della globalizzazione per poi proseguire successivamente nella definizione delle strategie che possono essere adottate da un'impresa che intende internazionalizzarsi.



In seguito si è ritenuto opportuno spostare il fulcro dell'analisi da una chiave teorica ad un contesto empirico. Si è visto come, attraverso delle ipotesi, il processo d'internazionalizzazione possa influire positivamente o negativamente sull'enterprise value, sia attraverso i flussi di cassa, sia attraverso il costo medio ponderato del capitale.

In conclusione, al fine di ottenere un quadro più completo del lavoro, sono stati analizzati i diversi metodi di valutazione per la creazione del valore.

Il complesso processo che caratterizza le diverse fasi d'internazionalizzazione gioca un ruolo chiave nella determinazione del valore aziendale.

Con tale analisi si intende dimostrare che la correlazione che esiste tra l'enterprise value di un'azienda e le fasi d'internazionalizzazione della stessa è molto forte.



3. L'internazionalizzazione nel settore tessile, abbigliamento e calzaturiero

3.1 Introduzione

Nel seguente capitolo si introdurrà uno specifico “case study” aziendale al fine di supportare successivamente in maniera più adeguata ciò che affermato nel precedente capitolo in riferimento alle oscillazioni dell’enterprise value a seconda delle strategie di internazionalizzazione adottate da un’impresa.

Oggetto di analisi sarà la Geox, società fondata da Mario Moretti Polegato nei primi anni novanta. Si analizzerà l’impresa nel suo insieme, fornendo un *overview* iniziale sul mercato calzaturiero, un’analisi dettagliata delle cinque forze competitive di Porter e della sua relative catena del valore, per poi concludere con un’analisi SWOT relativa alla società.

Se pur la Geox S.p.A. abbia notevolmente diversificato la propria produzione negli ultimi anni, si ritiene comunque opportuno concentrare l’analisi del settore dell’impresa all’interno di quello calzaturiero, trascurando il settore tessile e di abbigliamento.

Tale scelte viene giustificata da fatto che l’impresa di Montebelluna è nata fondando la propria produzione su prodotti calzaturieri e soprattutto è da essi che derivano i maggiori introiti aziendali.

Si rinvia ai capitoli successivi l’analisi finanziaria aziendale.

3.2 Analisi dei mercati di riferimento

Il settore calzaturiero in Italia rappresenta un parte consistente del macro-settore “abbigliamento”. L’industria calzaturiera, che costituisce una fetta importante del “Made in Italy”, sta affrontando problemi di carattere economico generale (la crisi finanziaria e successivamente reale dell’economia) e di natura particolare, ossia la concorrenza con i Paesi emergenti basata su produzioni “*labour intensive*”.

Il successo del settore in Italia è legato alla vivace iniziativa imprenditoriale unita alla struttura e all’organizzazione della produzione. L’intera filiera produttiva è concentrata in ristrette porzioni di territorio ed è costituita dai distretti industriali, situati prevalentemente in sette Regioni: Marche, Toscana, Veneto, Lombardia, Campania, Puglia ed Emilia Romagna.



Si ritiene opportuno di seguito affrontare l'analisi dei principali indicatori economici del settore, ponendo particolare attenzione all'ultimo semestre 2009.

Il segno "meno" ha pervaso molteplici ambiti di natura congiunturale: la produzione in quantità e in valore; l'interscambio commerciale in entrata come in uscita; il saldo attivo e la raccolta ordini interni ed esteri. La più lunga ed acuta recessione del dopoguerra ha intaccato, dopo quella finanziaria, la dimensione reale dell'economia, i consumi, ridotto gli ordini e frenato vistosamente gli scambi internazionali, investendo, al pari degli altri settori, anche il calzaturiero.

Per quanto riguarda il saldo commerciale (tabella) si possono individuare gli aspetti più caratterizzanti del "Made in Italy". Vi è un generale declino nelle quantità prodotte ma il VMU (valore medio unitario, dato dal rapporto dal valore complessivo della produzione e il numero di unità prodotte) è notevolmente aumentato.

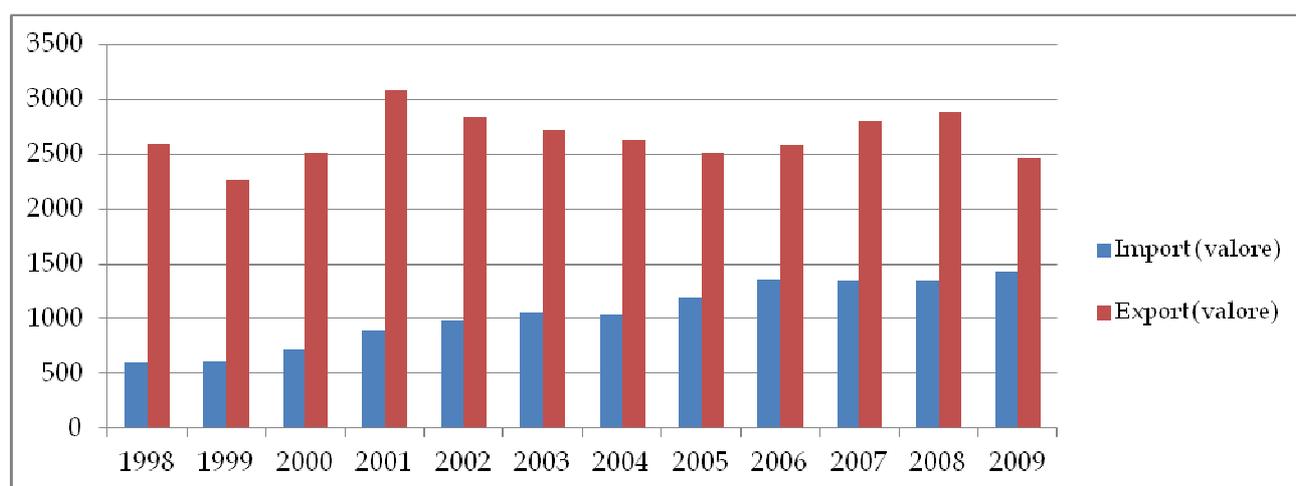
Il declino nella produzione viene quindi stemperato dall'incremento di valore del prodotto. Tale aspetto è caratterizzante dell'Italia, che invece di effettuare un cambio settoriale verso produzioni ad elevata concentrazione di capitale e lavoro specializzato, come avvenuto ad esempio in Germania o in Inghilterra, resiste nei settori "labour intensive", in concorrenza con i paesi emergenti, puntando sull'incremento di qualità del prodotto.

Saldo commerciale del settore calzaturiero (fonte: studio settoriale ANCI):



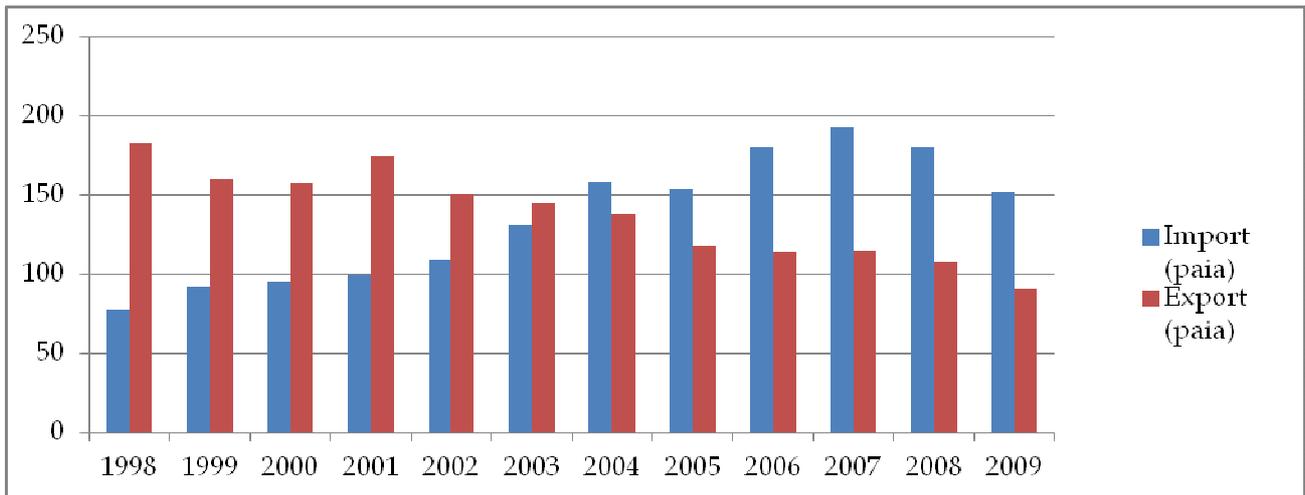
	Primi 5 mesi 2009			Primi 5 mesi 2008			Variazione % 09/08	
	Paia (mln)	Valore (mln)	P.M. (Euro)	Paia (mln)	Valore (mln)	P.M. (Euro)	Quantità	Valore
Export	90,4	2468,63	27,32	107,6	2889,72	26,86	-16,0	-14,6
Import	152,1	1424,73	9,36	180,1	1349,89	7,50	-15,5	+5,5
Saldo Comm.	-61,8	1043,90		-72,5	1539,83		Saldo neg.	-32,2

Import/Export in valore (milioni di Euro) primi 5 mesi anni 1998-2009 (fonte: dati ANCI):



Import/Export in unità (milioni di paia) primi 5 mesi anni 1998-2009 (fonte: dati ANCI):





Interscambio commerciale calzature (primi 5 mesi dal 1998 al 2009) (fonte: studio settoriale ANCI):

	EXPORT - primi 5 mesi			IMPORT - primi 5 mesi		
	Quantità	Valore	Prezzo m.	Quantità	Valore	Prezzo m.
1998	182,6	2600,58	14,24	77,6	600,07	7,74
1999	160,2	2268,83	14,16	92,2	609,76	6,61
2000	157,4	2517,14	16,00	95,4	719,5	7,54
2001	174,1	3088,49	17,74	99,1	890	8,98
2002	150,4	2836,84	18,87	108,9	986,53	9,06
2003	144,2	2727,24	18,92	130,5	1062,25	8,14
2004	137,9	2628,72	19,06	157,9	1034,72	6,55
2005	118,1	2515,02	21,30	153,1	1194,90	7,81
2006	114	2585,90	22,69	179,7	1356,95	7,55
2007	114,5	2799,45	24,45	192,9	1345,85	6,98
2008	107,6	2889,72	26,86	180,1	1349,89	7,50
2009	90,4	2468,63	27,32	152,1	1424,73	9,36

La primaria posizione della produzione industriale calzaturiera italiana è dovuta ad una forte capacità competitiva, basata sulle superiori caratteristiche qualitative del prodotto e sulla rilevante capacità innovativa. Uno degli elementi distintivi della produzione risiede nei lavoratori: essi sono altamente specializzati, contrariamente ai concorrenti dei paesi emergenti, grazie a scuole di formazione nelle imprese stesse o sul territorio e alla vischiosità/permanenza elevata del lavoratore nello stesso settore.

Non sono da sottovalutare altri elementi quali, il talento creativo italiano, l'innovazione nei processi industriali di produzione, una flessibilità dovuta alla concentrazione territoriale nei distretti industriali, l'ampiezza delle proposte, in termini stilistici e di tendenza ed in funzione del soddisfacimento dei desideri del consumatore.

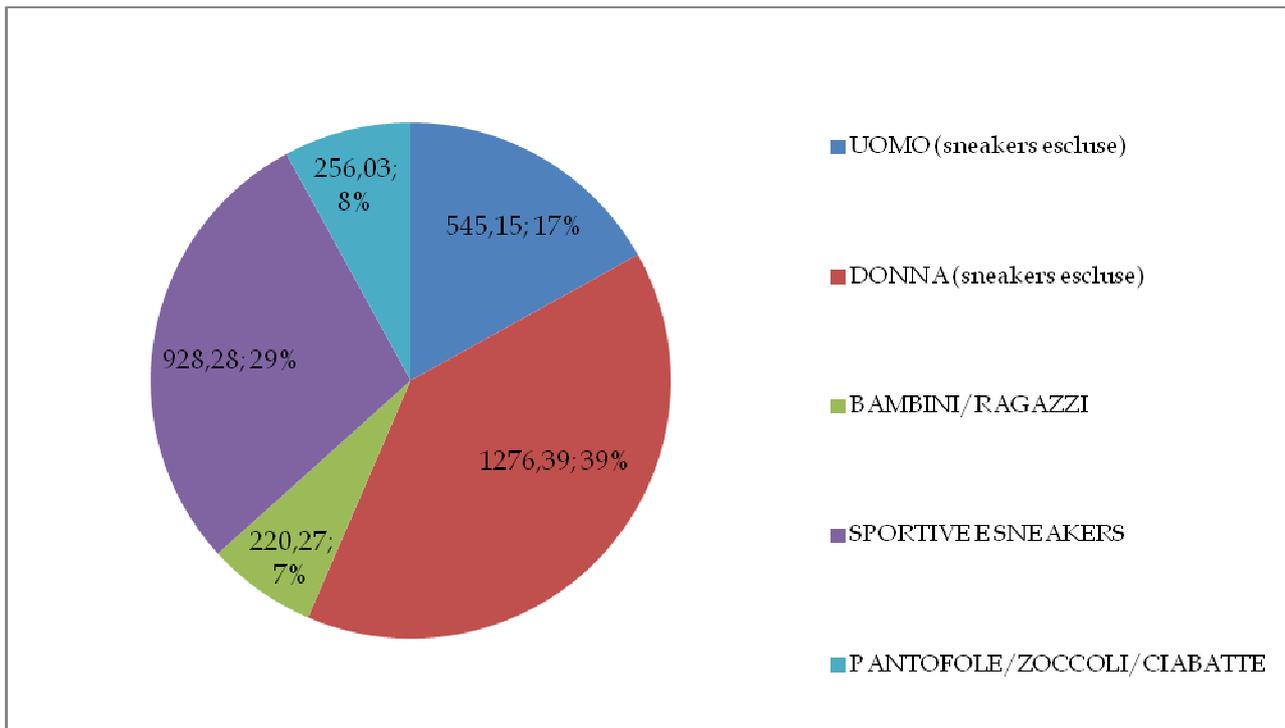
Tuttavia il quesito che ci si pone è: gli elementi sopra citati possono rappresentare una soluzione duratura al declino di un settore apparentemente maturo?

La risposta non è immediata e richiederebbe una lunga analisi. La domanda è stata posta per comprendere per quale motivo Geox voglia rischiare in un momento di difficoltà settoriale e globale, investendo in un brand di scarpe sportive. Le spiegazioni sono molteplici, una delle quali può essere ricercata nei segmenti di mercato del settore stesso.

Spesa corrente delle famiglie italiane (milioni di euro e %) primo semestre 2009:



Fonte: dati ANCI (Associazione Nazionale Calzaturifici Italiani)



Come si può evincere dal grafico sopra riportato che indica le variazioni dal 2008 al 2009, il settore a livello nazionale non ha subito arresti bruschi, nonostante una variazione negativa costante.

Il dato ancor più interessante risiede nella variazione positiva del segmento “scarpe sportive e sneakers” rispetto agli altri segmenti. Ciò fa comprendere che il segmento più vivace ed apprezzato dalle famiglie italiane è il segmento “sport” e questo trend positivo sembra non arrestarsi.

3.3 Il Gruppo GEOX

(Fonte articolo: www.geox.biz)

Tutto iniziò in Nevada, quando Mario Moretti Polegato, studi da enologo e in giurisprudenza, si trovò negli Stati Uniti per promuovere dei vini di famiglia, in una conferenza del settore.

Durante una passeggiata, infastidito dal surriscaldamento dei piedi, causato dalle soles di gomma delle scarpe, le forò entrambe con un coltello, lasciando che il calore fuoriuscisse. Con una semplice intuizione aveva trovato un’innovazione eccezionale.

Polegato sviluppò la sua idea nei laboratori di una piccola azienda calzaturiera di famiglia, nella zona di Montebelluna, dove mise a punto la nuova tecnologia che successivamente brevettò.



Erano gli anni '90 e nasceva la "scarpa che respira", ma nessuna società affermata la prese in considerazione.

Polegato non si diede per vinto e continuò a fare da sé, e dopo aver superato il test del mercato con una linea di calzature per bambino, migliorò il prodotto e avviò la produzione a livello industriale. Costituì, dunque, una nuova azienda che avrebbe progettato, prodotto e commercializzato la "scarpa che respira". Il nome del marchio nacque dall'incontro tra natura e cultura. "Geox": dall'unione tra "geo" (la "terra" delle lettere classiche) e "x" (lettera-simbolo dello sviluppo tecnologico).

Il 9 Marzo 1998 Geox Holding costituisce Nottingham Italia S.r.l., in seguito trasformata in Società per Azioni e successivamente denominata Geox S.p.A.

Il 24 Marzo 1999 venne costituita Geox International S.r.l., (in seguito Lir S.r.l.) che costituì, sino al Giugno del 2004, la società capogruppo, detenuta da Mario Moretti Polegato ed il figlio Enrico.

Nel 1999 il Gruppo intraprese una politica di sviluppo commerciale all'estero, costituendo Nottingham USA Inc., successivamente denominata Geox Inc., società impegnata nella distribuzione dei prodotti Geox nel mercato statunitense. Nello stesso periodo è inoltre avviato lo sviluppo della rete di negozi monomarca.

L'azienda non smise mai di innovare, e sperimentò la sua tecnologia anche sugli indumenti. Non era più solo "la scarpa" a traspirare, c'erano anche giacche, giacconi e giubbotti. Era l'inizio di una nuova era per il gruppo di Montebelluna, quella del total look "che respira". Da lì a poco, superata una fase di test, Geox riuscì ad entrare nel mercato italiano con una linea di abbigliamento brevettata.

In questi stessi anni, il Gruppo avviò una politica di delocalizzazione della produzione al fine di ridurre i costi di produzione, investendo e creando stabilimenti in Ungheria, Bulgaria e Slovenia. Al contempo, avviò l'attività di approvvigionamento dei prodotti Geox presso produttori localizzati nei Paesi Asiatici.

Consolidato il successo in Italia, il Gruppo espanse anche la propria attività commerciale a livello internazionale, utilizzando i canali di vendita sia multimarca che monomarca. L'apertura a nuovi mercati fu un successo, tanto che ben presto i Geox Shop furono situati nelle vie più importanti dello shopping mondiale.

Tutto ciò permise all'azienda di essere ufficialmente riconosciuta come una delle migliori "success story" dell'industria italiana.

Geox venne quotata alla Borsa di Milano il 1° dicembre 2004 con grande successo. Il Gruppo calzaturiero di Montebelluna oggi può vantare un percorso di crescita invidiabile: fatturato in aumento di oltre il 30% anno su anno, milioni di paia di scarpe prodotte e vendute in più ogni stagione, indici di redditività in costante miglioramento.



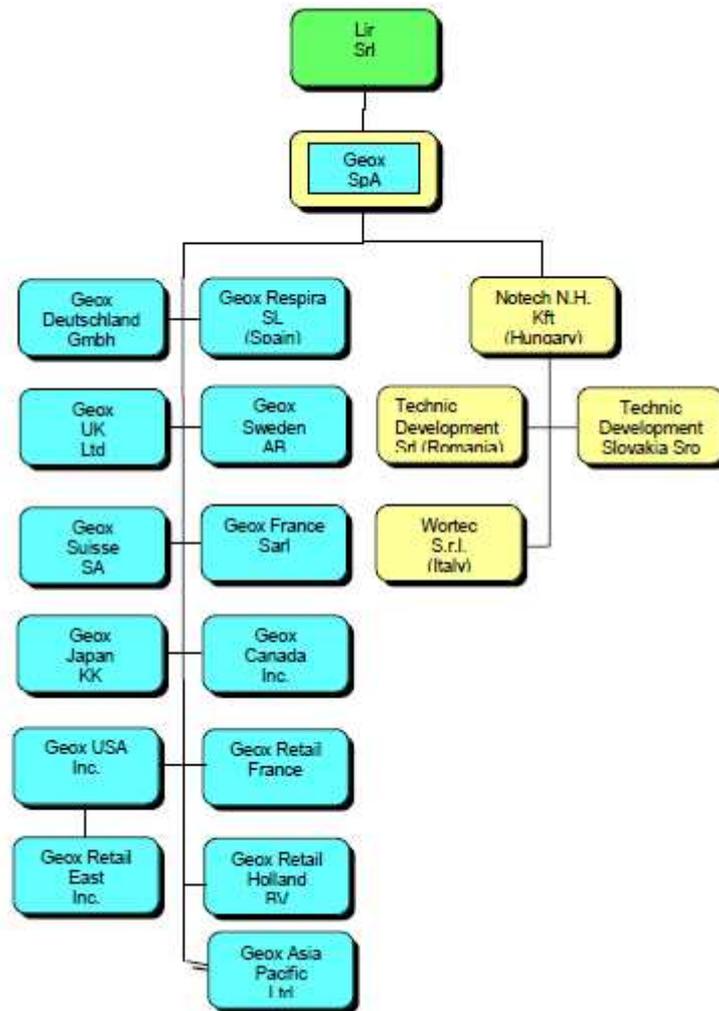
Nel 2005 la società di Pologato inaugurò il suo Megastore a New York, in Madison Avenue, la via dello shopping per eccellenza. E' il Geox shop più grande del mondo, il cui design futuristico si ispira appunto alla tecnologia Geox.

Il Gruppo può contare sulla leadership in Italia nel settore delle calzature classic e casual, inoltre, secondo una classificazione operata dalla rivista specializzata Sporting Goods Intelligence del 2006, Geox risulta essere il primo marchio italiano ed il terzo internazionale nel settore "lifestyle casual" nel mercato internazionale.

La struttura organizzativa del Gruppo è organizzata in modo piramidale, ovvero, tutte le partecipazioni di controllo della società del Gruppo Geox, sono detenute direttamente dalla holding Geox S.p.A. Tale scelta risiede nell'esigenza di una coerente ed adeguata struttura societaria all'organizzazione delle attività economiche del Gruppo Geox ed al suo sviluppo. In tale processo, Geox S.p.A. è divenuta la nuova holding operativa del Gruppo Geox, interamente posseduta da Lir S.r.l., di cui Pologato detiene la partecipazione di controllo.

Organigramma Geox (fonte: www.geox.biz):





Le società del gruppo possono essere distinte in:

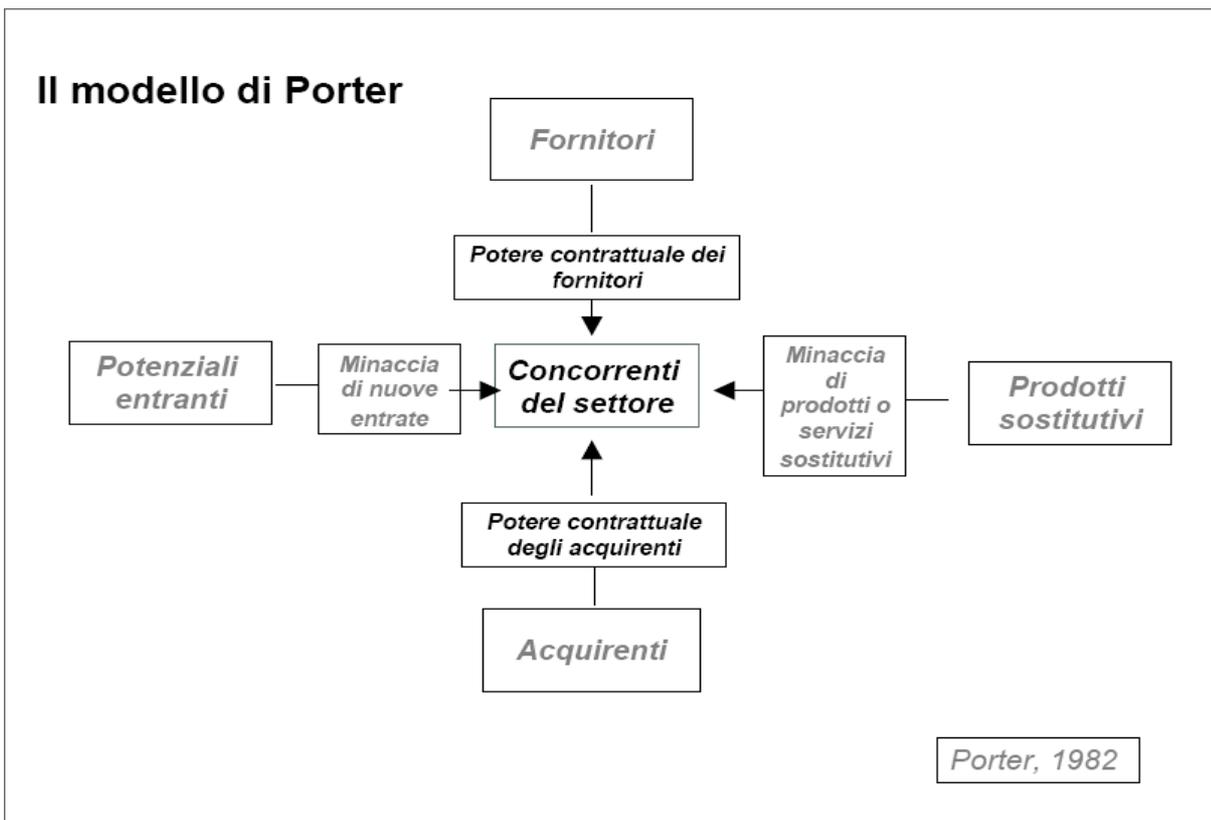
- Società tecnico produttive:* Notech Kft (Ungheria) è la società a cui fanno capo le attività produttive del Gruppo in Europa. La società acquista la materia prima ed i macchinari per la lavorazione prevalentemente in Italia, al fine di garantire i migliori standard qualitativi. Le lavorazioni, invece, sono effettuate presso le fabbriche di produzione delle controllate (Technic Development Romania e Technic Development Slovacchia) e di altri produttori terzi. Notech utilizza il proprio personale tecnico per coordinare le attività produttive presso le fabbriche e per controllare la qualità del prodotto finito
- Società commerciali:* le società commerciali estere hanno il compito di presidiare e sviluppare il business nei vari mercati. In particolare tali società gestiscono i negozi



di proprietà, effettuano servizi di custode service e di coordinamento della rete di vendita nel paese di riferimento

3.4 Le cinque forze competitive di Porter

Per valutare la posizione competitiva di Geox nel settore calzaturiero si fa ricorso al modello delle “cinque forze competitive” di Porter.



Intensità della concorrenza:

I primi cinque concorrenti individuati per la quota di mercato di Geox, nella fascia di riferimento per i segmenti adulti e bambino sono:

- *Per l'uomo:* Bata, Lumberjack, Stonefly, Timberland, Valleverde;
- *Per la donna:* Bata, Melluso, Pollini, Stonefly, Valleverde;
- *Per il bambino:* Balducci, Chicco, Fornarina, Naturino, Primigi;

Per quanto riguarda il mercato degli articoli e dell'abbigliamento sportivo, il livello di concorrenza è molto alto.



Il leader del settore è Nike con il 32% del mercato (9,5 miliardi di \$ di fatturato), seguono Adidas con il 17% (5 miliardi di \$) e Puma con il 5% c.a. (1,5 miliardi di \$).

Nel particolare settore delle scarpe sportive Nike sale al 38%, seguono Adidas al 23% e Puma al 6%.

Nike è leader del settore; ha un fatturato di 19 miliardi di dollari, il cui 70% è dato dalla vendita di calzature e il rimanente 30% dall'abbigliamento.

Adidas ha un fatturato di 10 miliardi, dati per il 60% della vendita di calzature e per il 40% dall'abbigliamento.

Puma fattura 2,5 miliardi, dati per il 60% dalla vendita di calzature e per il 40% dall'abbigliamento.

Altri concorrenti sono: Reebok, Asics, Diadora, Fila, New Balance, Mizuno.

Minacce di nuovi entranti:

Una minaccia da tenere in considerazione è rappresentata dalle imprese produttrici di tessuti traspiranti che potrebbero adottare strategie verticali di integrazione a valle con imprese produttrici di calzature ed entrare così nel business di Geox.

Allo stato attuale, la minaccia più rilevante per la Geox è rappresentata dall'impresa americana W. L. Gore & Associates, la quale produce un particolare tipo di tessuto, il Gore-Tex, che ha la caratteristica di essere altamente impermeabile e al tempo stesso traspirabile. Tale tessuto è utilizzato soprattutto dalle imprese specializzate nella produzione di calzature, abbigliamento e altri accessori specifici per alcuni sport (alpinismo, sport estremi, ecc.) ma si sta diffondendo anche nella produzione di calzature e abbigliamento casual.

Minaccia di prodotti sostitutivi:

Geox ritiene che la particolare attenzione rivolta allo sviluppo di calzature confortevoli e traspiranti, unitamente alla tutela delle applicazioni brevettuali a tal fine impiegate, costituiscano un notevole valore aggiunto percepito dal consumatore e che queste caratteristiche collochino il gruppo e il marchio Geox in una posizione di unicità nel settore delle calzature. Pertanto, allo stato attuale, non è possibile individuare prodotti sostitutivi del gruppo.

Potere contrattuale dei clienti:



Geox non dipende in maniera significativa da alcuno dei propri clienti, come evidenziato dalla tabella che elenca i primi dieci clienti per ammontare di acquisti nel corso dell'esercizio 2003 (i dati degli esercizi successivi si discostano in maniera trascurabile da quelli presentati). Ne consegue che, in generale, i clienti non sono dotati di potere contrattuale nei confronti del Gruppo Geox.

Primi 10 clienti per ammontare di acquisti:

Cliente	Tipologia	Nazione	Migliaia di Euro	% sul fatturato 31/12/2003
Eclisse S.r.l.	Monomarca	IT	8.152	3,2%
Nordstrom Inc	Multimarca (Department Store)	US	7.165	2,8%
Dillards Inc	Multimarca (Department Store)	US	1.970	0,8%
El Corte Ingles S.A.	Multimarca (Department Store)	ES	1.930	0,8%
Landini Calzature S.r.l.	Multimarca	IT	1.491	0,6%
Stiefelkoening Schuhhandels GmbH	Multimarca	AT	1.300	0,5%
Orizzonte S.r.l.	Monomarca	IT	1.289	0,5%
Modatrade S.r.l.	Monomarca	IT	1.159	0,5%
Magazzini Montello S.p.a.	Multimarca	IT	958	0,4%
Josef Denkstein GmbH & co. Kg	Monomarca	DE	955	0,4%
Totale sui Ricavi consolidati complessivi 2003			26.369	10,4%

Potere contrattuale dei fornitori:

L'azienda segue una politica di diversificazione delle fonti di approvvigionamento di materie prime, semi lavorati e prodotti finiti, avvalendosi generalmente di più fornitori per genere merceologico, al fine di ridurre i rischi connessi ad eventuali mutamenti nelle condizioni dei vari rapporti di fornitura.

L'approvvigionamento del tessuto tecnico impermeabile traspirante, che costituisce il componente principale delle membrane impiegate nella produzione delle calzature, viene effettuato presso due fornitori, che predispongono tale tessuto sulla base di indicazioni fornite dalla società.



Nel 2006 l'approvvigionamento di circa l'80% dei volumi complessivi di tale tessuto è avvenuto presso un fornitore con il quale Geox ha un accordo su base non esclusiva a tempo indeterminato, mentre l'approvvigionamento della parte restante è avvenuto presso un secondo fornitore, del quale il Gruppo ha cominciato ad avvalersi nel corso del 2003.

Si può ragionevolmente sostenere che questi due fornitori del tessuto tecnico impermeabile e traspirante, data l'importanza della materia prima fornita, sono dotati di un certo livello di influenza sull'azienda, in particolare per quanto riguarda le condizioni contrattuali delle forniture.

3.5 Il modello di business adottato dall'impresa (la catena del valore di Porter):

Per formulare la propria strategia competitiva l'impresa deve conoscere ed analizzare in maniera approfondita le diverse attività che essa svolge, sia al suo interno che attraverso la collaborazione di soggetti esterni. A tal fine è ormai consolidata l'utilizzazione del modello della "catena del valore" di Porter. Quest'ultimo scompone l'impresa nell'insieme di attività che essa svolge e attraverso cui crea valore per il mercato. Tali attività vengono distinte in due grandi categorie: *attività primarie* (logistica in entrata, attività produttive, logistica in uscita, marketing e vendite, servizi) e *attività di supporto* (approvvigionamenti, sviluppo della tecnologia, gestione risorse umane e attività infrastrutturali) ed entrambe concorrono alla creazione del valore.

Negli ultimi tempi, il Gruppo Geox e Diadora hanno annunciato ed intrapreso un processo di acquisizione. Si procederà ad analizzare le strategie che hanno portato Geox ad intraprendere tale operazione più avanti, per adesso però è possibile affermare che entrambe le società potranno beneficiare di una serie di interdipendenze a livello corporate in seguito all'operazione di acquisizione.

Tali interrelazioni saranno il risultato della nuova gestione del portafoglio strategico che vedrà l'ingresso in un nuovo business (abbigliamento sportivo in senso lato) e il rafforzamento del business preesistente (calzature sportive) da parte di Geox.

Partendo dall'analisi della catena del valore di Porter si evidenziano le possibili interdipendenze strategiche in grado di rafforzare il vantaggio competitivo.





Attività primarie:

- *Logistica in entrata:*

Questa fase della catena del valore si riferisce alla gestione dei flussi di materie prime e semilavorati che il Gruppo utilizza per la quota di produzione di calzature realizzata in proprio.

Gli impianti di produzione di entrambe le imprese sono situate geograficamente nello stesso distretto industriale, quello di Montebelluna. La vicinanza strategica garantisce per entrambe le imprese la possibilità di ottimizzare l'efficienza gestionale dei flussi di materie prime in entrata, combinandola con l'affidabilità del sistema delle consegne dei propri prodotti.

I tempi di trasporto delle materie prime assumono un ruolo chiave nel sistema di logistica in entrata del Gruppo. Verrà ampliato e condiviso il magazzino centralizzato di Signoressa (TV) in cui sono consegnate le materie provenienti dai paesi europei e paesi asiatici.

- *Attività produttiva:*



Il Gruppo Geox vanta un modello produttivo in grado di assicurare flessibilità ed efficienza al ciclo produttivo e logistico; la produzione è effettuata, infatti, secondo un modello delocalizzato ed in gran parte in outsourcing che, pur nel mantenimento del controllo delle fasi critiche della produzione e della qualità del prodotto, è in grado di ridurre i costi fissi e contenere gli investimenti.

La produzione del Gruppo si sviluppa secondo due diversi processi: il primo di tali processi (*produzione propria*), utilizzato prevalentemente per la realizzazione delle calzature casual e classic, prevede che le collezioni vengano industrializzate direttamente dal Gruppo, che esercita uno stretto controllo su tutte le fasi della produzione, effettuata presso i propri stabilimenti produttivi in Romania (Technic Development Romania) e Slovacchia (Technic Development Slovacchia).

Il secondo processo prevede che le collezioni vengano industrializzate e prodotte da aziende di terzi, in linea con le indicazioni del Gruppo (*produzione in sourcing*).

Questa attività produttiva, dunque, si colloca nella fase produttiva della catena del valore dei produttori esterni, ma è comunque parte integrante del “sistema del valore” di Geox. Tuttavia, anche in relazione alla produzione realizzata da terzi il Gruppo cura direttamente la fase di sviluppo del prodotto, fornisce ai produttori le membrane impiegate nella produzione di calzature ed effettua il controllo di qualità, sia durante il processo sia a campione sui prodotti finiti.

- *Logistica in uscita:*

Questa fase della catena del valore si occupa della gestione dei magazzini prodotti finiti e delle consegne alla rete di distribuzione. Tale attività è svolta direttamente dal Gruppo e, per quanto riguarda in particolare la produzione in *outsourcing*, rappresenta la fase di collegamento tra le catene del valore dei produttori esterni (che si interrompono con l'attività di produzione) e la catena del valore di Geox.

Tutte le produzioni provenienti dai diversi siti produttivi (propri e di terzi), infatti, vengono consolidate presso i centri di distribuzione del Gruppo a Cusignana (TV) per l'Europa, Edison (NJ) per il mercato USA, Tokyo per il Giappone, Hong Kong per la zona Asiatica.

In questa fase, inoltre, bisogna distinguere tra distribuzione del prodotto finito ai negozi monomarca e a quelli multimarca. Infatti, i primi vengono normalmente riforniti con una o due consegne settimanali, mentre i secondi vengono riforniti con due o tre consegne stagionali, secondo la logica comune della distribuzione sul canale multimarca.



La direzione logistica analizza e combina le date previste per la produzione e per le consegne ed effettua un'attività di coordinamento della produzione con la distribuzione, riportando alle direzioni di produzione ed alle direzioni commerciali le priorità produttive e distributive.

- Marketing e vendite

Geox S.p.A., la holding operativa del gruppo, si occupa della commercializzazione diretta dei prodotti in Italia ed in Europa. I mercati non serviti dalla Geox S.p.A. sono seguiti dalle società commerciali estere che hanno il compito di presidiare e sviluppare il business nei mercati dei vari Paesi extraeuropei (Geox USA, Geox Canada, Geox Japan e Geox Asia Pacific). In particolare tali società gestiscono i negozi di proprietà, effettuano servizi di customer service e di coordinamento della rete vendita nei rispettivi Paesi.

Gran parte della distribuzione, tuttavia, si colloca all'esterno della catena del valore del Gruppo Geox.

Per ottimizzare la penetrazione commerciale nei singoli mercati, infatti, Geox affida la distribuzione dei propri prodotti ad oltre 10.000 punti vendita multimarca e ad una rete di più di 500 negozi monomarca in franchising (Geox Shop), portabandiera del marchio Geox nelle principali città del mondo.

Con la propria politica di marketing, il Gruppo Geox mira a promuovere i vantaggi competitivi del prodotto e la capacità distintiva del relativo marchio. La caratteristica della traspirazione viene resa evidente mediante l'utilizzo dell'immagine del vapore che esce dalla suola della scarpa.

Nei Geox Shop il prodotto gode della massima visibilità grazie alla "vela", un espositore studiato e creato appositamente. "La vela" ha una struttura leggermente curva dotata di speciali ganci metallici con appendice snodabile che sostengono le calzature. In questo modo, il consumatore, in un solo gesto, può apprezzare sia l'estetica e i materiali della scarpa, sia le caratteristiche tecniche della suola forata, vivendo all'interno del punto vendita l'esperienza dell'utilizzo del prodotto.



Attività di supporto:

- *Approvvigionamenti:*

L'approvvigionamento delle materie prime impiegate dal Gruppo costituisce una fase importante del ciclo produttivo, al fine di assicurare la qualità dei prodotti Geox. In considerazione di ciò il Gruppo cura attentamente la selezione dei propri fornitori di materie prime. Tale selezione si basa su una preventiva classificazione degli stessi, effettuata a seguito di una apposita valutazione da parte del personale addetto agli acquisti ed al controllo - qualità delle materie prime, il quale verifica la posizione logistica del fornitore, l'adeguatezza della sua struttura e degli impianti da questi utilizzati, il numero dei dipendenti, il posizionamento commerciale, l'esistenza o meno di un ufficio controllo qualità e la relativa organizzazione nonché la sua capacità di risposta alle richieste tecniche del Gruppo.

Geox svolge, inoltre, una continua attività di controllo della qualità delle materie prime, mediante verifica dell'intera fornitura di pellame nonché mediante controlli a campione degli altri materiali. L'approvvigionamento delle materie prime necessarie per la realizzazione dei prodotti Geox viene normalmente effettuato da Wortec, una società tecnico - produttiva del gruppo, che ne cura l'acquisto presso terzi fornitori, in Italia e all'estero.

L'elevato grado di correlazione tra i business consente l'utilizzo degli stessi input produttivi e la possibilità di avvalersi degli stessi fornitori. Attraverso la centralizzazione della gestione acquisti è possibile migliorare il proprio potere contrattuale nei confronti dei fornitori.

- *Sviluppo delle tecnologie:*

Il successo di Geox è dovuto alle caratteristiche tecnologiche delle calzature e dell'abbigliamento, protetta da oltre 40 diversi brevetti per invenzione, depositati in Italia, ed estesi in ambito internazionale. Il gruppo Geox investe costantemente in innovazione, sin dall'anno della fondazione. Il quartier generale di Montebelluna ospita un laboratorio di ricerca e sviluppo, unico nel suo genere, dove lavorano 15 addetti specializzati, tra ingegneri, chimici e fisici.

I principali oggetti di studio sono il movimento del calore umano e la traspirazione. Grazie ai test di laboratorio, Geox analizza i materiali utilizzati nella costruzione della scarpa, controlla la qualità dei prodotti in commercio e, in particolar modo, studia nuove tecnologie e nuovi prototipi di



calzature o abbigliamento. Diadora può avvalersi dell'analogia tecnologia di prodotto e di processo sviluppata da Geox apportando ai propri prodotti innovazioni e miglioramenti tecnici ed estetici, che le diano la possibilità di tornare a competere a livello mondiale.

- *Gestione delle risorse umane:*

Geox ritiene che la formazione delle risorse umane costituisca un investimento fondamentale per lo sviluppo dell'attività del Gruppo.

Al fine di favorire la formazione delle risorse umane, ha avviato una scuola di formazione: la Geox School, volta alla formazione di nuove giovani risorse da inserire nel Gruppo, permettendone una formazione in linea con la realtà aziendale, le caratteristiche del prodotto Geox e le esigenze dello sviluppo del business del Gruppo. Ogni anno la società assume 10/15 giovani neolaureati che vengono inseriti nel programma di formazione della Geox School, il quale prevede che a ciascuna risorsa inserita nel corso di formazione vengano assegnati un tutor ed un progetto specifico da realizzare.

Il Gruppo intende prestare particolare attenzione alla formazione professionale nel settore commerciale. Alla promozione di questa iniziativa hanno partecipato, quali relatori esterni, fornitori del Gruppo, professionisti e docenti universitari

- *Attività infrastrutturali:*

Le attività infrastrutturali di pianificazione strategica e di marketing, di programmazione e controllo di gestione, di amministrazione e gestione dei rapporti finanziari ed istituzionali vengono svolte da Geox S.p.A., holding operativa del Gruppo, direttamente o avvalendosi del contributo di società esterne di consulenza.

3.6 Analisi SWOT

Geox è la compagnia leader nel settore delle calzature casual in Italia e la seconda maggior compagnia a livello globale, con 20 milioni di scarpe vendute nel 2008 e più di 40 brevetti in tutto il mondo per la scarpa e gli indumenti traspiranti. La compagnia crea, produce, promuove e distribuisce scarpe da uomo, donna e bambino posizionandosi in una fascia di prezzo medio (€ 75-



125). La sua offerta include scarpe casual, sportive e alla moda e Geox ha inoltre esteso il suo concetto di “traspirante” anche all’abbigliamento.



Nonostante la società non abbia alle spalle moltissimi anni di storia, il marchio del Gruppo è conosciuto tra i consumatori ed è diventato sinonimo di una particolare tipologia di calzature.

In questo contesto si inserisce la strategia di Geox di dedicare impegno e risorse alla promozione dei propri prodotti. Nel 2003 la società ha investito in comunicazione pubblicitaria e marketing circa 27 milioni di euro, pari al 10,5% dei ricavi del gruppo. I mezzi di comunicazione più utilizzati sono stati la stampa, la televisione e le affissioni.

La reputazione positiva che Geox si è creata attraverso il marchio ha contribuito alla crescita esponenziale del gruppo in questi ultimi anni. Inoltre, questa strategia ha permesso all'azienda di essere poco dipendente dai propri clienti.



Nel 2003 i primi 10 clienti contavano per il 10,4% dell'intero giro d'affari di Geox. Il maggior cliente, il negozio monomarca Eclisse, ha contribuito al 3,2% dei ricavi del gruppo.

Il prodotto di Geox, la calzatura con una suola in membrana che permette la traspirazione del piede, è unico a livello internazionale.

Questo permette alla società di dotarsi di un importante vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti, spostando la leva della concorrenza dal prezzo alla qualità del prodotto (altamente customizzato), allontanando, per il momento, la minaccia dei produttori cinesi.

La difesa di questo punto di forza viene effettuata tramite la registrazione dei brevetti. Attualmente Geox ha depositato in Italia più di 30 brevetti diversi per invenzione. In particolare, come indicato nel prospetto informativo, le invenzioni oggetto di brevettazione, sono relative a metodi, materiali e processi per ottenere la traspirabilità e l'impermeabilità delle calzature. Vale la pena evidenziare come il brevetto relativo alla struttura di suola traspirante e impermeabile per calzature, depositato nel febbraio del 1989, scadrà a febbraio del 2009. La durata di questo, brevetto, quindi, è ventennale, in conformità con le normative vigenti. I brevetti che hanno perfezionato questo primo procedimento scadranno tra oltre dieci anni.

Geox rappresenta certamente un motivo di vanto del "made in Italy", Pologato, con la sua capacità imprenditoriale ha fatto sì che il Gruppo sia riuscito in un tempo relativamente breve ad ottenere una solida posizione sul mercato calzaturiero ed una solida struttura finanziaria.

Attraverso un maggior rafforzamento del brand ed una sempre maggior elevata capacità innovativa i limiti, geografici e non, della "scarpa che respira" diventeranno sempre meno insormontabili.

Ad oggi ormai la parola chiave è "diversificare", il Gruppo ha già avviato tale processo, bisogna solo ampliarlo.



4. Il processo d'internazionalizzazione della Geox

4.1 Introduzione

Nel seguente capitolo si procederà ad analizzare le diverse fasi che hanno caratterizzato le strategie adottate dalla Geox durante il processo d'internazionalizzazione. Si analizzeranno quindi le tappe intraprese dall'impresa di Piegato e i risvolti che ne sono derivati.

Successivamente l'analisi prenderà una direzione finanziaria, si valuteranno gli enterprise value della Geox a seconda delle strategie adottate negli ultimi anni. Si valuteranno quindi i risultati in base ai dati ottenuti che hanno portato "la scarpa che respira" a divenire uno dei maggiori successi della produzione italiana.



4.2 Analisi delle strategie Geox negli anni

1995 – *L’idea e il primo brevetto:*

Dopo aver proposto, senza successo, la sua invenzione ad affermate aziende calzaturiere e dopo aver superato una fase di test di mercato con una linea di calzature per bambino, Moretti Polegato inizia a produrre calzature a marchio Geox a livello industriale. Nello stesso anno migliora il brevetto iniziale ed estende la gamma di prodotto al segmento delle scarpe per adulti.

Si assiste quindi ad una prima ma, fondamentale strategia intrapresa dalla neo azienda, la brevettazione ed una successiva delocalizzazione della produzione.

L’investimento diretto estero di tipo “greenfield” fa sì che l’impresa riesca quindi ad insediare stabilimenti in Paesi a bassa produzione, riducendo conseguentemente costi di manodopera e produzione.

1999 – *L’innovazione continua, nasce “l’abbigliamento che respira”:*

L’azienda cresce velocemente e i costanti investimenti in ricerca portano Geox alla scoperta di nuove tecnologie e prodotti. Il laboratorio del Gruppo, studiando costantemente la traspirazione del corpo umano, brevetta un’idea per il benessere dell’abbigliamento, l’abbigliamento Geox appunto. Il progetto permette di applicare la tecnologia anche ad indumenti come giacche, giacconi e giubbotti.

È l’inizio di una nuova era per il gruppo di Montebelluna, quella del *total look* che respira. Da lì a poco, superata una fase di test, Geox entrerà nel mercato italiano con una linea d’abbigliamento brevettata.

Si assiste per la prima volta dalla nascita dell’azienda ad un complesso e ambizioso progetto di diversificazione. L’ingresso in un nuovo segmento del mercato dell’abbigliamento costituisce certamente una delle sfide più complesse poste in essere dal patron di Geox.



2000 - *Geox varca i confini nazionali:*

Dopo aver consolidato i primi successi in Italia, Geox inizia la conquista dei mercati internazionali. Ben presto, ogni capitale conterà almeno un Geox Shop nelle vie dello shopping e l'ingresso della "scarpa che respira" nei nuovi mercati farà registrare ottimi risultati di vendita. L'azienda di Montebelluna viene ufficialmente riconosciuta come una delle migliori "success story" dell'industria italiana.



Inizia quindi nei primi anni del millennio la nuova avventura Geox. Polegato si affaccia nei mercati internazionali adottando nuove strategie d'avvio processo.

L'apertura di nuovi "store" avviene sia mediante contratti di franchising con operatori locali, sia direttamente con insediamento dell'azienda.

Le esportazioni dirette e indirette evidenziano la nuova produzione posta in essere dall'impresa agendo così come fattori trainanti per l'affermazione del marchio sui mercati esteri.

Numero di punti vendita Geox nel mondo (Fonte: www.geox.biz):

Nazione	Numero di punti vendita
<i>Italia</i>	2.139
<i>Austria e Svizzera</i>	514
<i>Benelux</i>	613



<i>Francia</i>	1.224
<i>Germania</i>	1.626
<i>Penisola Iberica</i>	1.285
<i>USA</i>	206
<i>Altri Paesi</i>	379
<i>Totale estero</i>	5.829
Totale	7.967

2004 – Quotazione alla New York Stock Exchange:

Geox viene quotata alla Borsa di Milano il 1° dicembre 2004 con grande successo. Il Gruppo calzaturiero di Montebelluna può vantare un percorso di crescita invidiabile: fatturati in aumento di oltre il 30% anno su anno, milioni di paia di scarpe prodotte e vendute in più ogni stagione, indici di redditività in costante miglioramento. Queste performance consentono a Geox di effettuare un importante passo, accolto con grande consenso della comunità finanziaria internazionale.

Si stratifica così il processo d'internazionalizzazione dell'azienda di Montebelluna. Essere una "public company" non vuol dire solo capitalizzare, ma soprattutto essere riusciti a divenire un "Top Comparable" a livello mondiale, guadagnando altresì rispetto e stima nel mercato delle imprese.

Il "cuoio impermeabile fa sì che Geox possa ancora una volta stupire il mercato, differenziando i propri prodotti e di conseguenza la propria clientela.





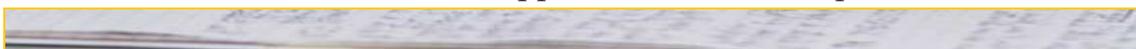
2005 - Geox conquista Madison Avenue – New York

Il 16 novembre 2005 Geox inaugura il suo megastore a New York in Madison Avenue, all'incrocio con la 57° strada. E' la via dello shopping per eccellenza e Geox crea un'area avveniristica di 600 mq, uno dei più grandi Geox Shop del mondo. All'interno, il design innovativo enfatizza al massimo il concetto di tecnologia che costituisce la forza della "scarpa che respira".

Il mercato statunitense rappresenta una delle massime ambizioni a cui un'impresa può aspirare, Geox c'è riuscita addirittura in una delle più prestigiose ed ambite megalopoli del mondo, New York City.

2008 - NET System: inizia l'era dello Sport che respira:

Dopo aver rivoluzionato il settore delle calzature comfort e da città con la prima suola in gomma capace di "respirare", Geox si appresta a portare avanti una nuova missione: garantire la massima traspirabilità anche nelle scarpe per lo sport. Dopo quattro anni di ricerca nei laboratori dell'azienda, il Gruppo di Montebelluna presenta il nuovo brevetto



NET System applicato ad una linea di calzature sportive che consentono la fuoriuscita del sudore prodotto dalla pianta del piede durante l'intensa attività fisica.

Il termine-marchio NET, che in inglese significa "rete", rappresenta la sintesi di questa nuova tecnologia: una "suola in rete" accoppiata ad una membrana impermeabile e traspirante capace di garantire una "supertraspirazione".

Polegato riesce quindi a diversificare ulteriormente il proprio business. L'idea innovativa applicata al settore sportivo, non può che essere considerata come l'ennesimo successo del Gruppo.

Il patron ha affermato di recente che obiettivo dell'impresa è proprio quello di riuscire a sfidare i grandi "colossi" del mercato (Nike, Adidas). Il processo è ormai inarrestabile.

2009 - Geox entra nel golf:

Geox presenta la prima collezione di scarpe da golf che garantisce una super-traspirazione e un'impermeabilità totale, unendo stile e comfort. La nuova collezione è caratterizzata da una tomaia in cuoio traspirante e idrorepellente e soprattutto da una suola in rete che, unita alla speciale membrana Geox, assicura una traspirazione totale e impedisce a tutti gli elementi esterni di penetrare all'interno della scarpa.

Si assiste quindi all'ultimo processo di differenziazione dell'azienda fino ad oggi.

Grazie a questo sistema brevettato (tecnologia Geox NET System) il piede resta asciutto anche nelle condizioni di gioco più critiche.

Con questa nuova linea, Geox si propone di ridefinire il concetto di comfort e di soddisfare chi ricerca il benessere anche nei momenti dedicati al "green".

Focus:





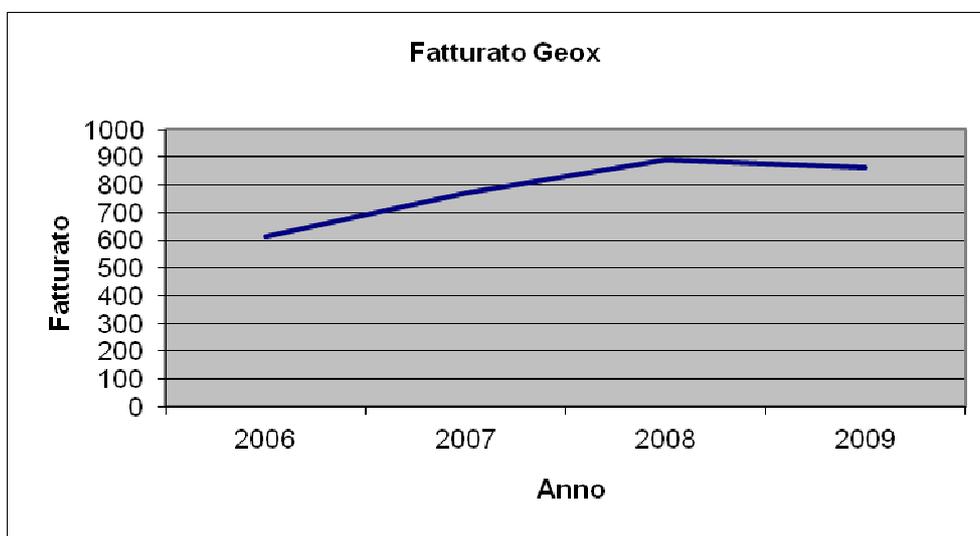
Non è da tutti riuscire a trasformare in così poco tempo un'intuizione in una grand'azienda.

Il "patron" di Geox è senza alcun dubbio un esempio di genio imprenditoriale. Creare dal nulla Geox e portarla in poco più di dieci anni a 800 milioni di fatturato richiede un gran talento. Forse ancor più talentuosa è la capacità di presentare l'azienda come un business basato sulla tecnologia.

A tal proposito è utile argomentare che fino agli anni settanta, nelle case contadine delle Marche vi era un modello di lavorazioni a sfruttamento della manodopera e a basso valore aggiunto, per cui chi si è fermato è stato spazzato via dal mercato. Inventando la scarpa che respira, il "genio" ha dimostrato che l'innovazione è un fattore decisivo anche nei settori cosiddetti maturi, calzaturiero compreso.

Anche la delocalizzazione merita una riflessione: egli è stato tra i primi a produrre all'estero e la sua presenza a Timisoara, gli è valsa la nomina a console onorario della Romania.

Fatturato Geox (fonte: elaborazione propria):



4.3 Calcolo dell'enterprise value relativo alle singole strategie

Al fine di analizzare quelle che sono state le strategie della Geox negli ultimi anni e l'effetto che queste hanno avuto sul valore dell'azienda, si procederà a calcolare l'enterprise value della Geox, e come sono variati i flussi di cassa societari a seconda delle maggiori strategie d'internazionalizzazione adottate dall'impresa.



Il campionario di anni preso in considerazione per l'analisi sarà il 2004, 2005, 2006, 2007 e 2008. Si ritiene di non dover estendere tale valutazione anche agli anni precedenti che hanno caratterizzato la storia di Geox in quanto risulta più appropriato, relativamente al contesto d'analisi, focalizzare sul medio periodo l'attenzione oggetto del lavoro.

Il metodo utilizzato per il calcolo dell'enterprise value di Geox è quello del Discounted Cash Flow. Si attualizzeranno quindi i flussi di cassa dell'anno in cui si intende calcolare il valore d'azienda ed i tre anni successivi, per poi procedere alla loro sommatoria. Si calcherà quindi il valore terminale del business in base all'attualizzazione del Free Cash Flow relativo al quinto anno rispetto a quello d'analisi.

Free Cash Flow Geox (*fonte Abax Bank*):

2004 (Quotazione alla NYSE)	2005	2006	2007	2008
31.700.000 €	35.900.000 €	56.600.000 €	73.300.000 €	4.300.000 €

L'attualizzazione dei flussi di cassa avverrà ad un tasso di sconto pari al costo medio ponderato del capitale (WACC).

Il WACC per il 2004 è pari al 9,3% (*fonte Abax Bank*).

Attualizzazione dei flussi di cassa:

- 2004: $31.700.000 / (1+9,3\%) = 29.002.744,7 \text{ €}$
- 2005: $35.900.000 / ((1+9,3\%)^2) = 30.050.667,6 \text{ €}$
- 2006: $56.600.000 / ((1+9,3\%)^3) = 43.346.690,5 \text{ €}$
- 2007: $73.300.000 / (1+9,3\%)^4 = 51.359.800,35 \text{ €}$



La sommatoria dei flussi di cassa attualizzati è quindi pari a 153.759.903,24 €.

Per poter determinare il valore terminale del business, si divide il flusso di cassa relativo al terzo anno successivo a quello d'analisi in base alla differenza tra il WACC ed il tasso di crescita (g) della Geox.

Il tasso di crescita della Geox per il 2004 è pari al 2% (*fonte Abax Bank*).

$$\text{Terminal value} = 4.300.000 / (9,3\% - 2\%) = 58.904.109,59 \text{ €}$$

L'attualizzazione del Terminal value avviene anche in questo caso utilizzando un tasso di sconto pari al WACC.

$$\text{Present Value del Terminal Value} = 58.904.109,59 / ((1+9,3\%)^4) = 41.272.896,43 \text{ €}$$

L'enterprise value è quindi pari alla somma tra i flussi di cassa attualizzati e ed i valore attuale del terminal value.

$$\text{Enterprise value Geox 2004} = 153.759.903,24 + 41.272.896,43 = \mathbf{195.032.799,7 \text{ €}}$$

4.4 Considerazioni conclusive

Nel valutazione finanziaria sopra riportata si è proceduto a determinare le variabili che hanno permesso di determinare il valore dell'enterprise value della Geox successivamente alla sua quotazione in borsa.

I flussi di cassa aziendali hanno giocato un ruolo determinate nello svolgimento di tale processo valutativo:

Flussi di cassa Geox (*Fonte Abax Bank*):

2004	2005	2006	2007	2008
31.700.000 €	35.900.000 €	56.600.000 €	73.300.000 €	4.300.000 €

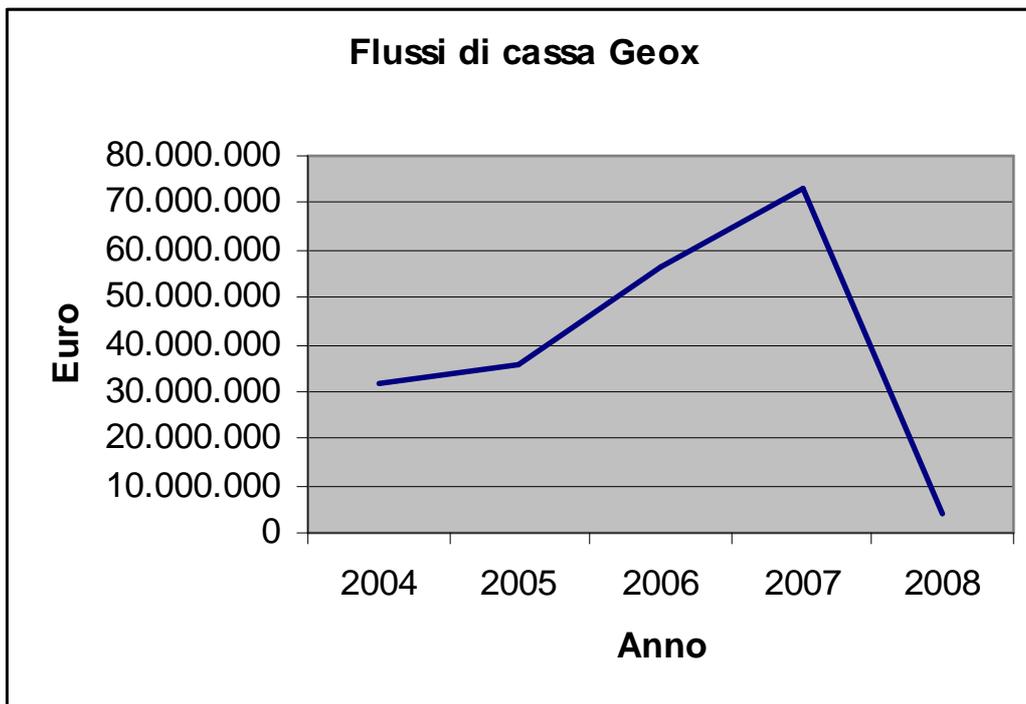
Dall'analisi complessiva si evince chiaramente come la società di Montebelluna abbia avuto flussi di cassa in forte crescita fino al 2007 per poi decrescere drasticamente nel 2008. Una presumibile



motivazione può essere ricondotta alla recente crisi finanziaria che ha investito proprio nel 2008 il mercato macroeconomico mondiale.

Di seguito è possibile analizzare l'andamento che i flussi di cassa Geox hanno avuto negli ultimi anni.

Flussi di cassa Geox (*fonte elaborazione propria*):



Risulta inoltre utile rammentare come il flusso di cassa del 2008 abbia penalizzato l'enterprise value della Geox per il 2004. Si ricorda che il valore aziendale viene calcolato mediante la sommatoria dei flussi di cassa attualizzati scontati ad un tasso di sconto pari al WACC, ai quali viene ulteriormente aggiunto il valore terminale del business attualizzato. Quest'ultimo viene



determinato proprio in base a quinto anno di analisi preso in considerazione, che nel caso in esame risulta essere proprio il 2008.

5. Il razionale strategico di GEOX

5.1 Il processo di crescita di GEOX

Il contesto macroeconomico mondiale, negli ultimi due anni, ha risentito notevolmente della crisi finanziaria che si è abbattuta sull'economia globale.

In via generale le imprese con una maggiore solidità patrimoniale e stabilità economica, sono quelle che hanno reagito meglio a tale fenomeno.

Una crisi finanziaria non sempre è considerata come un "male", al contrario da essa spesso scaturiscono numerose opportunità di ampliamento del business.

Geox, il colosso di Montebelluna, combinando l'estetica con l'innovazione e accrescendo continuamente l'appeal delle scarpe italiane nel mondo, è riuscita nell'impresa di rilevare il marchio Diadora, rafforzando così la sua presenza sul mercato.

Tale operazione garantirà al Gruppo un'espansione internazionale, una crescita del business e un ulteriore miglioramento dell'immagine con successivo rafforzamento del marchio, adesso ancor più simbolo di serietà e affidabilità.

Il risanamento previsto avverrà mediante l'utilizzo degli asset Geox:

- Conoscenza del mercato



- Tecnologia
- Canali distributivi
- Radicamento territoriale e apertura globale

Fin dalla sua nascita Diadora è sempre stata considerata come una delle maggiori imprese calzaturiere nel settore sportivo di maggior successo. La crisi finanziaria 2008-2009 ha però nuociuto sulla struttura aziendale portando l'impresa, già in forti difficoltà economiche, a cercare sul mercato un'ancora di salvezza, Geox.

Il 29 Giugno del 2009 presso la Cancelleria fallimentare del Tribunale di Treviso è stata depositata la domanda di ammissione alla procedura di concordato preventivo di Diadora, società in liquidazione. L'hanno reso noto i liquidatori, Pierantonio Biasotto e Raffaele Gallina.

Diadora ha depositato l'ultimo bilancio nel 2008 con una perdita netta pari a 15,5 milioni di euro su un fatturato di 133,7 milioni, ed un indebitamento bancario di 74,3 milioni di euro. Per questo motivo l'azienda è stata messa in vendita dalla famiglia proprietaria, gli Spinola.

Il Gruppo trevigiano di calzature sportive ha accettato l'offerta di acquisto presentata da Lir s.r.l. la finanziaria della famiglia Moretti Polegato cui fa capo il noto marchio Geox, dopo aver valutato le diverse proposte (erano interessati all'acquisto dell'azienda anche due fondi di private equity: Orlando Italy e Atlantis Partner).

L'offerta fatta da Polegato valuterrebbe tutti gli asset tra i 40 e i 50 milioni di euro e si potrà concretizzare entro la metà del 2010, in quanto la vecchia Diadora, in liquidazione, ha chiesto e ottenuto solo recentemente l'omologa al concordato preventivo.

L'operazione permetterà di mantenere la continuità dell'attività industriale dell'azienda di Caerano San Marco e di valorizzare quel patrimonio tecnico, tecnologico e d'immagine di una delle più importanti realtà nel settore delle calzature e dell'abbigliamento sportivo, del territorio italiano.

Lo scenario che si profila è interessante: infatti, con l'acquisizione, Polegato, già patron di Geox, si assicura l'ingresso nei mercati della calzatura sportiva professionale e dell'abbigliamento generico sportivo.



5.2 Il mercato della calzatura sportiva: l'ingresso della Geox

La sfida di Geox al mercato parte nell'Aprile 2008 col debutto della linea di calzature sportive. Dopo un lavoro di progettazione durato quattro anni, il gruppo italiano si affaccia così su un mercato che vale venticinque miliardi di dollari e rappresenta il 50% dell'intero settore scarpe.

La strategia aziendale del patron di Geox è chiara, aprire una "finestra sullo sport" sfidando le maggiori case produttrici, Nike (che detiene il 38% del mercato) ed Adidas (che detiene il 23% del mercato).

Il processo di nuova commercializzazione partirà in fase iniziale dall'Italia nei centri monomarca Geox, per poi espandersi nel resto del mondo. I primi risultati sensibili sono dunque attesi nei prossimi 3-5 anni.

La fattibilità e criticità del piano strategico:

- Il rationale alla base dell'operazione di acquisizione sta nella volontà del Gruppo di entrare nel mercato della calzatura sportiva rafforzando e, al contempo, creando sinergie con un brand specializzato e di successo con evidenti complementarità nei prodotti, nella distribuzione, nell'organizzazione, nei clienti e nelle risorse umane
- Attraverso la combinazione delle due capacità distintive dei due marchi si presuppone che la base cliente aumenti notevolmente per Geox
- Ciascuna rete distributiva si occuperà quindi contemporaneamente sia della vendita dei prodotti Geox che di quelli Diadora previo scambio di competenze e conoscenze specifiche attraverso la creazione di centri ad hoc che veicoleranno tutte le *expertise* di un organico all'altro
- In tal senso i rischi d'integrazione sono minimi in quanto le competenze di base non differiscono di molto tra loro

5.3 Analisi delle sinergie

Al fine di valutare in maniera corretta ed esaustiva l'operazione di acquisizione Geox - Diadora, risulta necessario evidenziare le sinergie che si presume, scaturiranno dall'operazione.



Le sinergie risultano direttamente dalle interdipendenze che si creeranno tra le parti, interdipendenze che possono essere definite come la capacità di individuare ed implementare le interrelazioni strategiche tra i business del proprio portafoglio e quindi trarne un vantaggio competitivo.

Le interrelazioni determinano un vantaggio competitivo se favoriscono una riduzione nei costi e lo sviluppo di elementi di differenziazione.

Tali interdipendenze possono essere sia tangibili (si hanno quando due o più business mettono in comune uno o più asset tangibili) che intangibili (riguardano il trasferimento di know-how direzionale tra due o più business di una medesima impresa) e toccano tutte le principali funzioni del gruppo:

- Produzione
- Approvvigionamento
- Infrastruttura
- Marketing e vendita
- Condivisione del marchio e rafforzamento dello stesso.

E' possibile quindi esaminare le sinergie che s'ipotizza, deriveranno dall'operazione:

Sinergie di costo:

- A seguito dell'acquisizione vi saranno efficientamenti produttivi
- Diadora, operando in un business estremamente correlato dal punto di vista della produzione a quello di Geox, potrà beneficiare della localizzazione comune delle linee produttive, della condivisione di fasi del processo produttivo (impianti di produzione, impianti di assemblaggio, manutenzione) e della condivisione di attività di supporto al processo produttivo quale il controllo di qualità

Sinergie di ricavo:

- Realizzate grazie al cross-selling dei prodotti



- Diadora potrà beneficiare in parte di canali distributivi e rete di vendita comuni con Geox e in parte continuerà ad avvalersi dell'esperienza di SportUno, società incaricata di gestire i punti vendita monomarca

Sinergie da riduzione dell'attivo:

- Gli impianti di produzione di entrambe le imprese sono situati geograficamente nel distretto industriale di Montebelluna
- La vicinanza strategica garantirà per entrambe le imprese la possibilità di ottimizzare l'efficienza gestionale dei flussi di materie prime in entrata, combinandola con l'affidabilità del sistema delle consegne dei propri prodotti
- Verrà ampliato e condiviso il magazzino centralizzato di Signoressa (TV) in cui sono consegnate le materie provenienti dai paesi europei e Paesi asiatici, ne consegue un efficientamento in termini d'infrastrutture e di H.R.
- Molti dei manager che hanno contribuito al successo di Geox saranno chiamati a supportare le decisioni strategiche di Diadora

Sinergie finanziarie:

- A fronte di un'espansione nel mercato domestico ed internazionale, è previsto un aumento della capacità di finanziamento di Geox, con una notevole riduzione nel costo di provvista

In conformità a tali assunzioni, la stima delle sinergie complessive non sembra essere azzardata. Almeno teoricamente un'operazione di acquisizione di un business non lontano dal "core" dell'azienda, con numerosi processi e funzioni comuni facilmente razionalizzabili, con culture, routine e procedure di fondo molto simili, con un capitale umano che comunica utilizzando un medesimo linguaggio, non sembra una scommessa improbabile, anzi è storicamente dimostrato che il successo di una strategia di crescita in business correlati deve avere alla base tali presupposti.

Tipicamente però, nel processo d'implementazione della strategia, si manifestano problemi e conflitti, soprattutto derivanti dal coordinamento delle risorse umane (costi di coordinamento).

In questo senso vengono spesso costituiti comitati ad hoc per la risoluzione dei problemi, comitati che chiaramente implicano costi, maggiore autorità e maggiore agenzia, senza contare che spesso



la risoluzione dei conflitti genera compromessi e relativi costi, poiché si esplicano in soluzioni sub-ottimali e meno profittevoli.

Resta quindi da chiedersi se gli analisti di Geox, nelle loro valutazioni delle sinergie, abbiano preso in considerazione tali aspetti, e soprattutto se le sinergie siano state correttamente stimate al netto dei costi di coordinamento, compromesso e rigidità.

È certamente necessario rammentare altresì che il calcolo delle sinergie è purtroppo un processo puramente soggettivo, con carenza di dati e numeri e soprattutto non essendo quantificabile non è sottoposto al principio di prudenza.

Tenendo conto di tali considerazioni, è possibile quindi dedurre che l'operazione creerà valore per l'azienda almeno dal lato delle competenze e conoscenze rafforzandone così il marchio.

5.4 La matrice McKinsey - G.E.

Per analizzare dal punto di vista strategico il portafoglio di business di Geox prima dell'acquisizione e quali possono essere le strategie auspicabili nel futuro dopo l'acquisizione con Diadora, si è scelto di rappresentare i business utilizzando la matrice McKinsey-G.E.

Nella fase successiva del lavoro si presenterà una prima matrice in cui verranno posti i business nella situazione attuale e una seconda in cui s'ipotizzano gli effetti sui business dell'acquisizione.

Al fine di poter svolgere tale analisi si sono applicate le seguenti semplificazioni:

- Il business considerato è quello della calzatura sportiva
- Le due dimensioni della matrice (grado di attrattività del settore e posizione competitiva dell'impresa) sono state descritte tramite i seguenti fattori critici esterni e interni

Fattori critici esterni:



Struttura concorrenziale	Inteso come numero di competitors nel mercato italiano e loro quota di mercato posseduta
Dimensione del mercato	Inteso come valore del mercato della calzatura sportiva
Tasso di crescita del mercato	Calcolato come differenza tra il fatturato dell'anno in corso e quello dell'anno precedente, tutto diviso il fatturato dell'anno precedente
Redditività del settore	Inteso come ROE medio di settore
Andamento economico generale	Inteso come Prodotto interno lordo (PIL)

Pesi attribuiti ai fattori critici esterni:

Struttura concorrenziale	0,3
Dimensione del mercato	0,2
Tasso di crescita del mercato	0,2
Redditività del settore	0,2
Andamento economico generale	0,1
Totale	1,0

Fattori critici interni:



Canale distributivo/di vendita	Inteso come numero di negozi e la loro presenza sul territorio nazionale ed internazionale
Quota di mercato	Intesa come fatturato della compagnia rispetto a quello totale all'interno del mercato italiano
Immagine	Intesa come brand management in senso stretto, eventi e sponsorizzazioni
Gamma di prodotti	Intesa come capacità di creare nuovi prodotti ma anche le possibilità offerte dal cross selling e gli investimenti necessari
Tecnologia	Intesa come fonte del vantaggio competitivo attraverso i brevetti

Pesi attribuiti ai fattori critici interni:

Canale distributivo/di vendita	0,3
Quota di mercato	0,3
Immagine	0,1
Gamma di prodotti	0,1
Tecnologia	0,2
TOTALE	1,0

Per ciò che concerne la valutazione del contributo dei singoli fattori esterni sull'ambiente di business è stato seguito un criterio strettamente connesso all'analisi di settore che si riferisce alla situazione presente e post- acquisizione del business della calzatura sportiva.

Le valutazioni sui fattori interni sono state effettuate tenendo conto sia delle caratteristiche di Geox sia di quelle di Diadora.

Infine è stata utilizzata una scala di Likert da 1 a 7 per esprimere in maniera quantitativa i giudizi.



Pertanto le valutazioni sul business Calzature Sportive sono le seguenti:

Fattori esterni	Grado di attrattività del settore		
	Geox presente	Geox-Diadora post acquisizione	Pesi
Struttura concorrenziale	3	4	0,3
Dimensione del mercato	6	6	0,2
Tasso di crescita del mercato	2	3	0,2
Redditività del settore	4	4	0,2
Andamento economico generale	2	3	0,1
Totale			1

Fattori interni	Competitività del business		
	Geox presente	Geox-Diadora post acquisizione	Pesi
Canale distributivo/di vendita	5	7	0,3
Quota di mercato	5	7	0,3
Immagine	5	6	0,1
Gamma di prodotti	4	6	0,2
Tecnologia	5	6	0,2
Totale			1

Risultato complessivo	Geox presente	Geox-Diadora post acquisizione
------------------------------	----------------------	---------------------------------------



Grado di attrattività del settore	3,5	4,1
Grado di capacità competitiva del business	4,9	6,6

Fattori esterni e grado di attrattività del settore:

Nell'analisi si prospetta una stabilità futura per la redditività del settore e una sostanziale immutabilità della dimensione del mercato.

Per ciò che concerne la struttura concorrenziale, si prende in considerazione la recente crisi economica che ha limitato lo svilupparsi di piccole imprese calzaturiere e con poca liquidità a favore di pochi gruppi concentrati o comunque in via di integrazione con una capacità di resistenza a shock esterni maggiore; pertanto appare appropriato mantenere invariato tale giudizio.

Per quanto riguarda l'andamento economico generale, di recente, a causa della crisi finanziaria scoppiata nel 2007 con effetti futuri dai contorni quanto mai incerti, soprattutto nel panorama italiano, si è assistito a un peggioramento del prodotto interno lordo dovuto sostanzialmente a una crisi della domanda seguita da una diminuzione delle disponibilità finanziarie pubbliche e private per operare nuovi investimenti.

Tuttavia, ribadendo l'impossibilità di poter definire la tempistica e gli effetti futuri della crisi, si ritiene che i segnali di crescita, anche nel mondo produttivo, che si stanno registrando nelle ultime settimane siano forieri di un clima timidamente positivo che si potrà prospettare in un futuro, magari non prossimo, ma che comunque porterà alla generazione di una maggiore volontà, nonché disponibilità in termini di risorse economiche da parte dei consumatori.

Fattori interni e la capacità competitiva del business:

A seguito dell'analisi fin qui svolta sembra opportuno affermare che, i fattori critici interni, incrementeranno la capacità competitiva dei business dopo la fusione:

- Canale distributivo e di vendita
- Quota di mercato, immagine, gamma prodotti e tecnologia



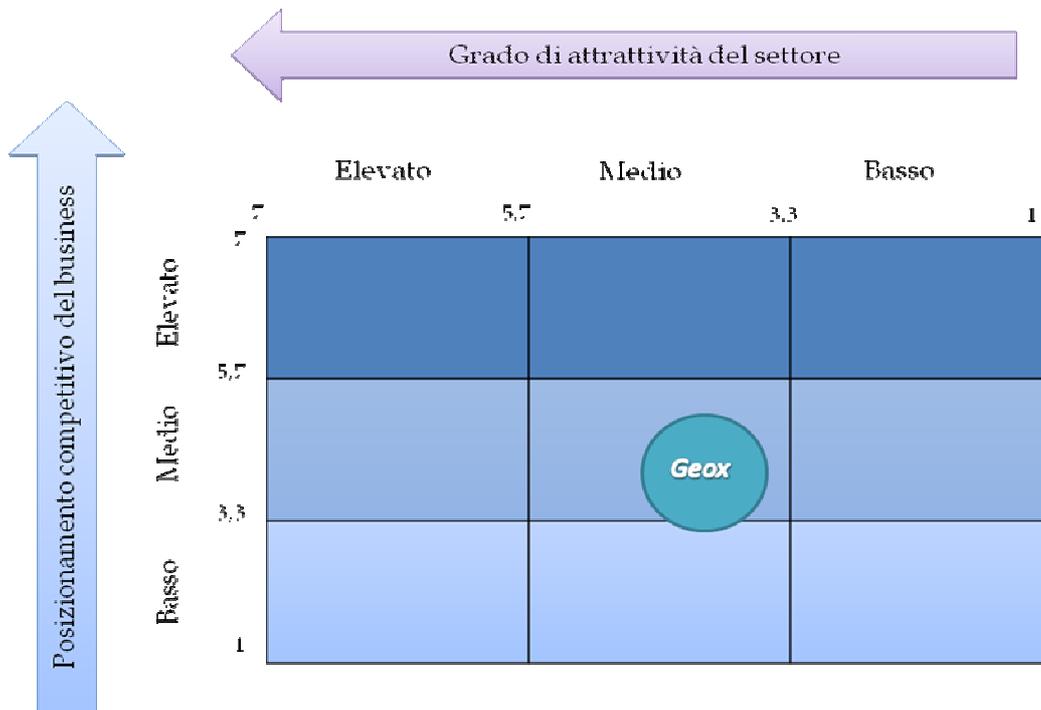
Come già detto in precedenza l'acquisizione avrà come effetto immediato un notevole impatto positivo sulle possibilità di *cross selling*.

Per ciò che concerne la quota di mercato, questo è forse l'effetto più diretto dell'operazione di acquisizione; Geox potrà consolidare e rafforzare questo dato, sfidando pertanto i principali concorrenti quali Nike e Adidas ed espandendosi nei mercati internazionali.

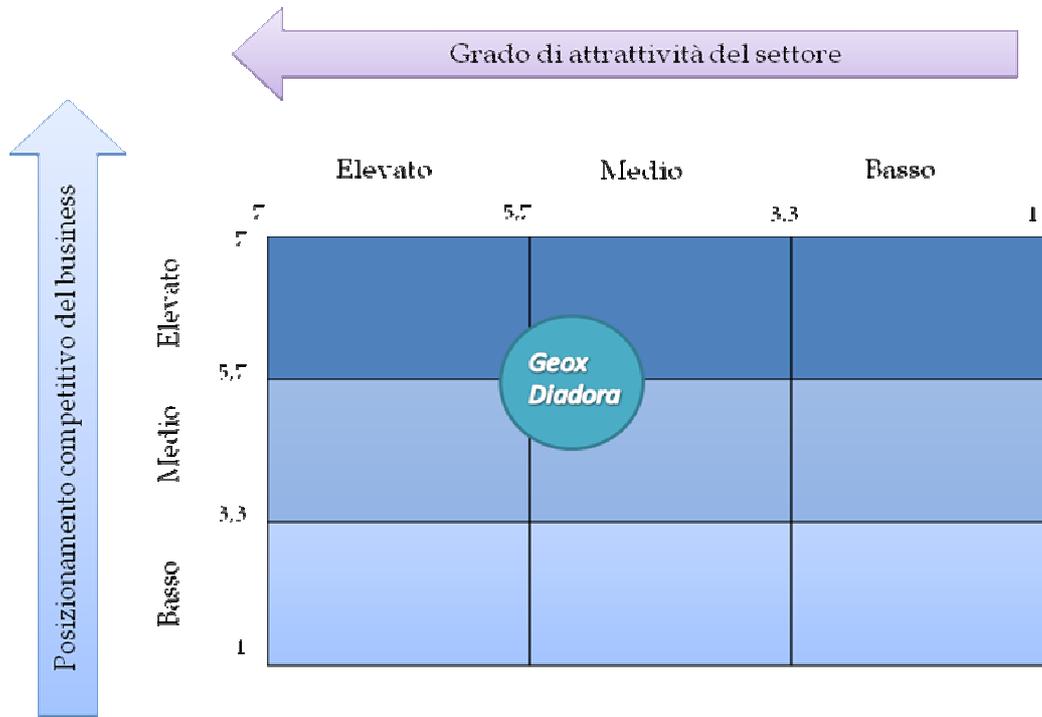
La matrice McKinsey - G.E.

Al fine di concludere l'analisi dell'operazione di acquisizione Geox - Diadora, verrà riportata di seguito la matrice McKinsey pre e post acquisizione in modo tale da ottenere una visione più completa ed esaustiva dell'acquisizione.

Matrice McKinsey pre - acquisizione:



Matrice McKinsey G.E. post - acquisizione:



Analizzando la matrice pre - acquisizione si riscontra come il business sia collocato nel quadrante di media posizione competitiva e di media attrattività del settore.

In base a tale posizionamento è possibile quindi affermare che la strategia utilizzata da Geox è selettiva. L'impresa dovrebbe quindi scegliere quale business debba ottenere una allocazione della maggior parte delle risorse strategiche in modo da traslarlo verso una strategia di crescita selettiva, per contro, individuare i business che andrebbero esclusi dal perimetro strategico, quindi abbandonarli.

Dalla matrice post - acquisizione è possibile riscontrare come ci sia uno spostamento del business verso il quadrante "investimento e crescita"; per quanto tale risultato fosse atteso, non è emerso però in maniera preponderante, ciò deriva non tanto dalla capacità di competere in questo business, che sicuramente risulta accresciuto dall'acquisizione, ma soprattutto da movimenti congiunturali che hanno indebolito l'andamento positivo del mercato.



Per concludere è possibile quindi affermare che l'utilità dell'acquisizione, dal punto di vista strategico, estrinsecherà i propri effetti solo nel futuro, ma si ritiene che la strada intrapresa sia quella più adeguata per operare nel nuovo mercato quando questo riprenderà il suo normale andamento di crescita.



6. Analisi dell'economicità netta ed operativa

6.1 Analisi dell'economicità

Nel seguente capitolo si effettuerà un'analisi dell'economicità netta ed operativa della Geox. Si è deciso di prendere in considerazione un periodo di analisi di tre anni (2005,2006,2007). Tale decisione è giustificata dal fatto che si intende dare una valutazione dell'azienda nel periodo antecedente la crisi finanziaria del 2008, così da poter valutare il trend economico che la Geox ha seguito in quel periodo. Si è quindi evitato di analizzare l'economicità dell'impresa influenzata da un contesto macroeconomico mondiale distorsivo.

L'analisi della economicità permette di indagare la dimensione strutturale e operativa dell'azienda attraverso gli indici di sviluppo.

Il fatturato della Geox ha registrato un aumento costante dal 2004 fino all'inizio del 2008. Il valore aggiunto dal 2004 al 2005 è cresciuto di ben 5 punti percentuali grazie alla minore incidenza dei consumi e alla mancanza di variazione nelle rimanenze di prodotto e alla diminuzione dei costi per servizi (-3,2%), per rimanere pressoché stabile nel corso dell'ultimo triennio.

Il numero dei dipendenti è costantemente aumentato, soprattutto nel corso degli esercizi 2006 e 2007. Al forte aumento del fatturato della Geox corrisponde quindi un costante aumento del Capitale Operativo Investito Netto (COIN) dovuto essenzialmente al forte incremento del CCNc.

6.2 Scomposizione del ROE secondo la formula Modigliani-Miller

Si procede alla scomposizione del ROE secondo la formula additivo-moltiplicativa di Modigliani-Miller.

Per comprendere in profondità la relazione ROI - ROD, si è ritenuto utile arricchire i calcoli dell'effetto leva introducendo al loro interno un particolare "parametro di riferimento": il "costo medio dei prestiti bancari a breve termine nelle operazioni con la clientela", pubblicato sul "bollettino economico del servizio studi della Banca d'Italia". Grazie a tale parametro, indicato



come ROD standard, diviene possibile impostare l'analisi di natura "comparativa", mettendo in luce il reale contributo dell'effetto leva finanziaria, fornito dalla gestione degli investimenti e dalla gestione delle fonti di finanziamento.

In sostanza si tratta di riscrivere la formula "additiva" nella seguente forma:

$$ROE = [ROI + (ROI - RODstd) D/E] \times RAI/RO \times RN/RAI$$

ROE: Return on Equity

ROI: Return on Investments

ROD: Return on Demand

D: Debito

E: Equity

RAI: Reddito ante Imposte

RO: Reddito Ordinario

RN: Reddito Netto

ROE Geox:

2007	2006	2005
35,53%	36,45%	37,90%

Calcolo del ROE secondo la formula di Modigliani - Miller:

2005	$ROE = [49,84\% + (49,84\% - 5,5\%) \times 0,08] \times 1 \times 0,71$
2006	$ROE = [48,64\% + (48,64\% - 5,5\%) \times 0,03] \times 1 \times 0,73$



2007	$ROE = [50,60\% + (50,60\% - 5,5\%) \times 0,02] \times 1 \times 0,69$
------	--

Dall'analisi del ROE della società Geox si evince come tale valore sia ampiamente positivo nel corso del triennio in esame (seppure in leggera diminuzione). Commentando i risultati di detta scomposizione, è possibile notare come il conseguimento di tale redditività netta sia imprescindibilmente legato a spreads ROI - RODstd positivi, cui sono principalmente riconducibili le buone performance reddituali della società. Inoltre, si rileva un andamento decrescente del rapporto D/E, con valori che fanno rientrare l'azienda nella "zona di crescita", caratterizzata da un eccesso di autonomia e solidità patrimoniale, suggerendo nei prossimi anni una politica di espansione dell'indebitamento.

Considerando ora il ROD reale della Geox, che nel 2005 risultava pari al 20,7% e nel 2007 è passato a 88%, sembra decisamente corretta la strategia di autofinanziamento intrapresa dalla società.

6.3 Scomposizione del ROI operativo secondo il triangolo di Du Pont

Per la scomposizione del ROI secondo il modello di Du Pont, è necessario concentrarsi esclusivamente sul ROI operativo.

Il ROI è dato dalla somma del ROI operativo e ROI finanziario.

ROI_{op}: MON/COIN

ROI finanziario: proventi - perdite finanziarie/ investimenti finanziari = rendita investimenti finanziari

Il MON può diminuire e va parametrato sul fatturato (ROS).

Tale modello mostra una relazione matematica, è infatti possibile evidenziare il ROI come il prodotto tra ROS e Capital Turnover (CT).

ROI_{op} = MON/COIN

ROS: MON/Fatturato

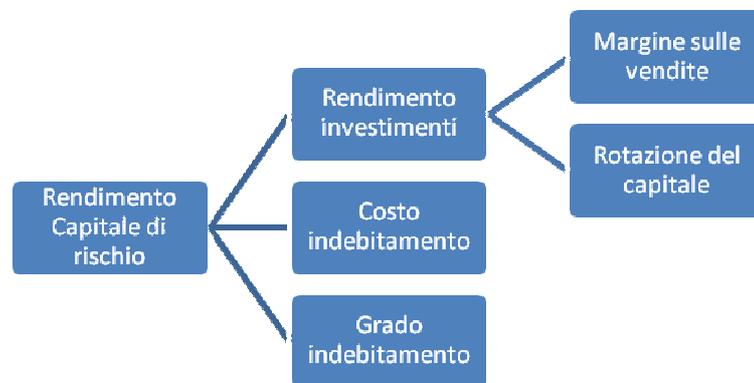


CT: Fatturato/COIN

CT: quante volte il capitale investito nella gestione operativa è stato ritrasformato in moneta attraverso le vendite.

Puntare sul ROS significa puntare su strategie di differenziazione (*Premium Price*).

Puntare sul CT significa puntare sulla leadership di costo (*volumi di vendita*).



6.4 Analisi del ROS e Analisi del Capital Turnover

Il ROI è in costante aumento (63,27% nel 2005 e 74,59% nel 2007) grazie all'aumento del ROS, poiché il Capital Turnover è rimasto pressoché costante nel corso del triennio (+0,14%).

Dati relativi all'andamento del Capital Turnover:

2007	2006	2005



3,20%	3,08%	3,06%
-------	-------	-------

Dati relativi all'andamento del ROS:

2007	2006	2005
23,34%	21,86%	20,66%

Le oscillazioni di tale indice aumentano di quasi un punto percentuale tra il 2005 e il 2006 e di un punto e mezzo tra il 2006 e 2007.

Le ragioni di tale variazione sono dovute ad un incremento del costo del personale e degli ammortamenti in misura meno che proporzionale rispetto alla crescita del fatturato.

6.5 Verifica della coerenza tra ambiente competitivo, strategia e risultati di bilancio

Il ROS e il CT, e quindi il triangolo di Du Pont, devono essere interpretati tenendo in considerazione il settore di attività e le strategie competitive d'azienda, poiché influenzano i margini e l'intensità degli investimenti.

E' noto come il settore dell'attività si suddivide in:

- Settore pesante (alta intensità d'investimento, alti margini)
- Settore leggero (bassa intensità di investimento, bassi margini)

Le aziende possono focalizzarsi su una triplice strategia:

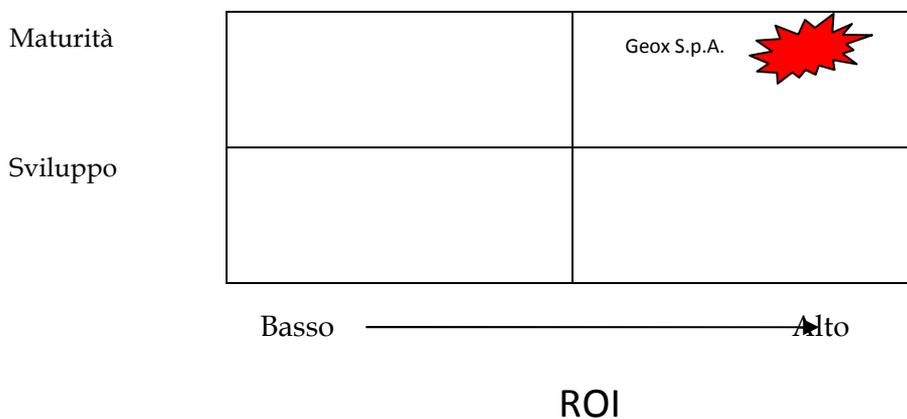


- Basarsi esclusivamente su un aumento del ROS, adottando una strategia di premium price (*differenziazione*)
- Adottare una leadership di costo (*volumi di vendita*) agendo su un aumento del Capital Turnover
- Comparare l'aumento omogeneo del ROS e del CT

Il ciclo di vita e di redditività operativa della Geox S.p.A. si colloca in una fase di maturità aziendale, dove vi è un consolidamento dei margini dovuto alla massimizzazione dell'effetto esperienza e ad una rotazione del capitale quasi costante.

L'andamento del ROS (2005-2007), infatti, cresce di quasi tre punti percentuali e il CT rimane quasi del tutto inalterato.

La tabella seguente indica come la collocazione della Geox S.p.A. sia coerente con la sua posizione di maturità:



6.6 Analisi di liquidità e solidità

La presente sezione ha per oggetto l'analisi degli aspetti finanziari della gestione. I dati predisposti attraverso la fase di riclassificazione vengono ora opportunamente rielaborati al fine di mettere a fuoco la solvibilità dell'impresa, ossia la sua capacità di far fronte agli impegni di pagamento.

Tale analisi della gestione finanziaria si sviluppa su due piani distinti ma complementari: la solidità patrimoniale e la situazione di liquidità.

I due livelli di analisi sono fra loro integrati: l'analisi della solidità considera l'attitudine dell'impresa a far fronte, complessivamente e definitivamente, alle proprie passività; mentre, l'analisi di liquidità si concentra sulla capacità dell'impresa di far fronte ai propri impegni di pagamento "istante per istante".

6.7 Indici di solidità

L'analisi delle condizioni di solidità patrimoniale si traduce nella verifica dell'esistenza di adeguati rapporti qualitativi e quantitativi fra: le varie categorie di investimenti, le varie categorie di finanziamenti e le categorie di investimenti poste in relazione alle categorie di finanziamenti, evidenziando la presenza o meno di condizioni di equilibrio della struttura e quindi di solidità patrimoniale.

In concreto, l'analisi viene condotta mediante il calcolo e l'interpretazione di tre categorie di indici: indici di composizione, indici di copertura, e indici di sostenibilità del debito.

a) *Indici di composizione delle fonti*: l'indice di Autonomia Finanziaria

$$\text{Autonomia finanziaria} = \text{patrimonio netto} / \text{capitale raccolto}$$

Tale quoziente, esprimendo il rapporto fra mezzi propri e capitale raccolto, segnala il grado di indipendenza finanziaria dell'impresa. La composizione delle fonti di finanziamento di Geox evidenzia un rischio finanziario molto basso.



31/12/2007	31/12/2006	31/12/2005
65,07%	67,6%	60,7%
0,6507	0,6760	0,6070

b) *Indici di copertura: l'indice di struttura*

Indice di struttura = patrimonio netto/immobilizzazioni tecniche nette

La struttura patrimoniale della società è equilibrata, in quanto gli investimenti a più lento rigiro sono largamente finanziati con mezzi propri.

Indice di struttura relativo al triennio in esame:

31/12/2007	31/12/2006	31/12/2005
3,13	3,15	2,59

c) *Indici di sostenibilità del debito:*

Tali indici determinano il grado di "rischio finanziario" dell'impresa, conseguente al carico degli oneri finanziari e del suo livello di indebitamento. Uno degli indicatori più utilizzati è dato dal rapporto:

Incidenza oneri finanziari = Oneri finanziari/fatturato

A sua volta, tale rapporto è scomponibile in:

Incidenza oneri finanziari = P.N.R. x ROD

Dall'analisi dell'indicatore della società GEOX, si evince come l'azienda sia caratterizzata da una bassa incidenza degli oneri finanziari sul fatturato, durante tutto il periodo considerato.



Tali valori, essendo sufficientemente lontani dal valore “soglia di pericolo” del 5%, segnalano un’ottima capacità dell’impresa di sopportare il peso degli oneri finanziari e mantenere la gestione in condizioni di equilibrio economico.

Incidenza degli oneri finanziari:

31/12/2007	31/12/2006	31/12/2005
-0,70%	-0,72%	-0,71%

Dall’analisi dell’indicatore denominato “tasso di intensità dell’indebitamento” (P.N.R.), si evince come tali valori rimangano costantemente al di sotto dei valore soglia critico, oscillando fra lo 0,0341 del 2005 e lo 0,008 del 2007.



7. Prospettive future

7.1 Analisi finanziaria

Nel capitolo conclusivo dell'elaborato si effettuerà una analisi finanziaria previsionale della Geox al fine di calcolarne l'enterprise value per l'anno 2009. Se pur tale valore è già stato determinato in precedenza, si ritiene comunque opportuno ampliare l'analisi al fine di determinare quali variabili hanno inciso in maniera determinate in tale processo.

Come già accennato in precedenza la Geox ha di recente avviato il processo di acquisizione della Diadora. Si ritiene quindi opportuno dare una valutazione della strategia che ha portato la società di Pologato ad intraprendere un nuovo cammino nel settore calzaturiero sportivo.

Nei 2009 il Gruppo Geox ha riportato i seguenti risultati:

- Ricavi netti pari a 780,6 milioni di euro con un decremento del 2% rispetto a 798,9 milioni dello stesso periodo del 2008
- EBITDA di 191,9 milioni di euro, rispetto a 213,2 milioni di euro dei primi nove mesi del 2008, con un'incidenza sui ricavi del 24,6%
- Risultato netto di 154,4 milioni di euro, rispetto a 194,1 milioni dei primi nove mesi del 2008, con un'incidenza sui ricavi del 19,8%



- I ricavi consolidati dei primi nove mesi hanno registrato una flessione del 2% a 780,6 milioni di euro
- Le calzature hanno rappresentato circa l'89% dei ricavi consolidati, attestandosi a 694,1 milioni, con una flessione de 4,4% rispetto allo stesso periodo del 2008. L'abbigliamento è stato pari all'11% dei ricavi consolidati raggiungendo 86,5 milioni, con una crescita del 19%
- La situazione patrimoniale e finanziaria del Gruppo evidenzia una solida posizione di cassa netta che passa dai 58,2 milioni del 31 dicembre 2008 ai 65,2 milioni del 30 settembre 2009

Dall'analisi dell'EBIT del 2005, si osserva un andamento crescente con un lieve flessione nel 2008, dovuta alla crisi economico-finanziaria e del settore in generale.

Geox S.p.a.	2005	2006	2007	2008
EBIT	103,00	135,00	180,00	172,00
EBIT margin (%)	22,60	22,00	23,00	19,00

Si rammenta che il calcolo del costo medio ponderato del capitale (WACC) è ottenuto nel seguente modo:

$$WACC = K_e * (E/D+E) + K_d * (1-t) * (D/D+E)$$

$$K_e = Riskfree + (riskpremium * \beta)$$

La seguente tabella riassume di dati utilizzati al fine di calcolare il WACC:

WACC	8,5%
------	------



Risk-free rate	4,5%
Risk premium	4,0%
Beta	1,00
Cost of Equity	8,55%
Cost of Debt	6,5%
Tax Rate	35,0%
Tasso di crescita FCF	5,3%

I flussi di cassa della Geox per gli anni 2009, 2010, 2011, 2012 sono stati i seguenti (*fonte Abax Bank*):

2009	2010	2011	2012
77.400.000 €	75.820.000 €	79.830.000 €	84.070.000 €

Si procede quindi all'attualizzazione dei flussi di cassa:

- 2009: $77.400.000 / (1+8,5\%) = 71.336.405,53 \text{ €}$
- 2010: $75.820.000 / ((1+8,5\%)^2) = 64.405.699,84 \text{ €}$
- 2011: $79.830.000 / ((1+8,5\%)^3) = 62.499.553,5 \text{ €}$

La sommatoria dei flussi di cassa attualizzati è pari a 198.241.658,9 €

La sommatoria dei flussi di cassa attualizzati è pari a 198.241.658,9 €

Il tasso di crescita della Geox per il 2009 è pari a 2%.

$$\text{Terminal value} = 84.070.000 / (8,5\% - 2\%) = 1.293.384.615 \text{ €}$$

Il valore attuale del terminal value è pari a:

$$\text{PV del TV} = 1.293.384.615 / ((1+8,5\%)^3) = 1.012.601.290 \text{ €}$$



Enterprise value Geox 2009 = 198.241.658,9 + 1.012.601.290 = **1.210.842.948,9 €**

La nuova Diadora Sport, erede degli asset della vecchia holding, a seguito dell'omologazione del concordato preventivo, continua la propria attività con una nuova struttura finanziaria.

L'equazione che si vuole risolvere è la seguente:

Enterprise value *after acquisition* =

- E.V. Geox *Standalone* + E.V. Diadora *Standalone* + Valore delle sinergie
- P.V. (F.C.F. *Standalone Geox*) + P.V.(T.V. *Standalone Geox*) + P.V.(F.C.F. *Standalone Diadora*) + P.V.(T.V. *Standalone Diadora*) + P.V.(F.C.F. *Synergies*) + P.V.(T.V. *Synergies*)

I dati sono il risultato dell'analisi del rendiconto finanziario del terzo trimestre 2009 della costituenda società Diadora Sport S.p.A.

Data la struttura finanziaria di Diadora, si ottengono dei valori lievemente più alti rispetto a Geox. Infatti, proprio per la rischiosità maggiore della costituenda società, si ha un beta equity, un costo del capitale e un costo del debito superiori.

Di conseguenza, il WACC Diadora sarà di 1.5 punti percentuali superiore a quello di Geox. Tuttavia si è mantenuto costante il tasso di crescita di breve periodo per i F.C.F. e il tasso di crescita perpetuo, considerando la forte correlazione tra i due business.

WACC	10,0%
Risk-free rate	4,5%
Risk premium	5,0%
Beta	1,30
Cost of Equity	11,0%

Cost of Debt	9,0%
Tax Rate	35,0%
Tasso di crescita FCF	5,3%
D/V	29,0%
E/V	71,0%

Al fine di determinare l'Enterprise value della Diadora si è proceduto con i seguenti calcoli:

- $Ke_{Diadora} = Risk\ Free + \beta \times Risk\ Premium = 4,5\% + (1,30 \times 5,0\%) = 11,0\%$
- $Wacc_{Diadora} = 11,0\% \times 71,0\% + 9,0\% \times (1 - 35,0\%) \times 29,0\% = 10,0\%$
- Terminal Value $Diadora = FCF_5 \times \frac{1+g}{Wacc-g} = 12,42 \times (1,020/0,080) = 158,36\text{ mln}$
- Present value del Terminal value $Diadora = 158,36 / ((1+10\%)^5) = 98,33\text{ mln}$
- Sommatoria dei flussi di cassa attualizzati = $9,18+8,79+8,41+8,05+7,71 = 42,14\text{ mln}$
- **Enterprise value $Diadora = 42,14 + 98,33 = 140.47.000\text{ €}$**



Nella seguente tabella si riportano i Free Cash Flow e i Discounted Cash Flow delle due imprese ed una stima dei Free Cash Flow da sinergie derivanti a seguito dell'acquisizione:

(milioni di euro)	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Geox S.p.A. stand alone</i>					
FCF	75,82	79,83	84,07	88,52	93,21
Discounted FCF	69,88	67,81	65,82	63,87	61,99
<i>Diadora Sport S.p.A. stand alone</i>					
FCF	10,10	10,64	11,20	11,79	12,42
Discounted FCF	9,18	8,79	8,41	8,05	7,71
<i>Acquisition's Synergies</i>					
FCF	2,40	2,52	2,66	2,80	2,95
Discounted FCF	2,21	2,14	2,08	2,02	1,96
Geox S.p.A. with Acquisition - LIR	<i>2 WACC utilizzati</i>				
FCF	78,22+10,10	82,35+10,6	86,63+11,2	91,32+11,79	96,16+12,42
Discounted FCF1	72,09	69,95	67,90	65,89	63,95
Discounted FCF2	9,18	8,79	8,41	8,05	7,71
DCF1+DCF2	81,27	78,74	76,31	73,94	71,66

Considerando quindi le precedenti valutazioni, si ottiene il seguente piano di EV delle singole imprese:

	Geox		Diadora		Synergies	
Present value of FCF	329,37	25,29%	42,14	30,00%	10,41	25,27%
Terminal value	1462,68	-	158,36		46,29	-
Present value of TV	972,75	74,71%	98,33	70,00%	30,79	74,73%
Enterprise Value	1302,824	100,00%	140,47	100,00%	41,20	100,00%

Il valore di Diadora è di 140,47 milioni di euro. Tuttavia è da ricordare che la valutazione è stata condotta mantenendo una certa neutralità. Alla luce della rischiosità implicita della nuova società, del passato non proprio florido dell'ultimo decennio della vecchia Diadora, di un'eventuale due diligence del compratore più restrittiva, la LIR proporrà un prezzo d'acquisto sicuramente più basso.



8. Conclusione

Nel capitolo introduttivo della tesi si era posto come obiettivo principale quello di riuscire a determinare e successivamente valutare l'enterprise value della Geox S.p.A., al fine di comprendere come quest'ultimo potesse variare a seconda delle strategie di internazionalizzazione adottate dall'impresa.

Tale fenomeno, noto come "delocalizzazione produttiva", è stato definito come quel processo sociale, manageriale ed organizzativo, attraverso il quale le imprese non solo dispiegano le loro vendite su più mercati esteri, ma dagli stessi attingono per il loro approvvigionamento di materie prime, di tecnologie, di impianti, di attrezzature, di risorse finanziarie e di forza lavoro.

Si è proceduto quindi fornendo una definizione generica di "internazionalizzazione" e la sua correlazione con il fenomeno sempre più diffuso della globalizzazione. Successivamente si sono definite le diverse strategie che un'impresa può adottare per entrare all'interno di nuovi mercati e come queste possano influenzarne il valore aziendale. A tal fine si è ritenuto opportuno evidenziare le principali metodologie adottate dall'impresa per la valutazione della creazione di valore.

Nel terzo capitolo della tesi si è svolta un'analisi dettagliata della Geox, effettuando una panoramica dei mercati di riferimento, fornendo cenni storici dell'impresa, valutando la sua posizione competitiva nel mercato attraverso il modello delle cinque forze competitive di Porter e la relativa catena del valore. Il capitolo è stato concluso con l'analisi dei punti di forza, debolezza, minacce e opportunità della società (analisi SWOT).

Fulcro dell'elaborato si è avuto nel quarto capitolo, nel quale si è proceduto ad illustrare le principali strategie d'internazionalizzazione adottate dalla Geox e come esse ne abbiano influenzato l'enterprise value.

Dai risultati ottenuti si è potuto riscontrare come il Gruppo abbia una solida struttura e come soprattutto siano previste ampie prospettive di crescita per il futuro.



I flussi di cassa della Geox hanno mantenuto negli ultimi anni un trend sempre positivo, ad eccezione dell'anno 2008 dove sono stati registrati forti cali. Come già illustrato in precedenza, calcolando il valore d'azienda in base alla sommatoria dei flussi di cassa attualizzati e ad essi sommando il valore attuale del terminal value, quest'ultimo (che incide notevolmente nella determinazione del E.V.), è risultato essere molto più basso rispetto agli anni precedenti. Si rammenta che al fine di determinare l'enterprise value della Geox nel 2004, si è calcolato il terminal value in base ai flussi di cassa del 2008. La ragione di tale decremento può essere quindi certamente ricollegata alla recente crisi finanziaria che proprio in quell'anno ha colpito il mercato mondiale.

Nell'ultimo anno la Geox ha concluso una complessa operazione di acquisizione nei confronti della Diadora. Si è proceduto quindi ad evidenziare quello che è stato il processo di crescita della Geox, si è esaminato il mercato delle calzature sportive e conseguentemente l'entrata in quest'ultimo da parte dell'azienda di Montebelluna. L'elaborato è proseguito quindi con un'analisi delle sinergie che sono scaturite dall'operazione per poi concludere con una rappresentazione grafica dell'acquisizione attraverso la matrice MCKinsey - G.E.

Una delle ragioni principali per quale si è ritenuto opportuno evidenziare tale operazione è stata quella di voler mostrare come, pur uscendo da un periodo in cui la crisi finanziaria aveva apportato notevoli danni al business aziendale, la Geox S.p.A. sia riuscita comunque ad intraprendere un'acquisizione di tale complessità.

Nel sesto capitolo, al fine di ottenere un quadro complessivo di valutazione della Geox, si è ritenuto opportuno effettuare un'analisi dell'economicità netta ed operativa dell'impresa. Si è proceduto quindi scomponendo il ROE della Geox secondo la formula di Modigliani - Miller, scomponendo il ROI operativo secondo il Triangolo di Du Pont ed in fine si è proceduto ad effettuare un'analisi di solidità e liquidità dell'impresa.

Nel capitolo conclusivo della tesi si è effettuata una valutazione finanziaria della Geox. Si è quindi proceduto a definire le variabili che hanno portato successivamente alla determinazione dell'enterprise value dell'impresa. In seguito si è valutato il valore aziendale della Diadora al fine di poter determinare la strategia adottata della Geox post acquisizione.



Se pur con un passato recente e quindi con una modesta esperienza rispetto ai maggiori “competitors” mondiali, la Geox S.p.A. rappresenta certamente una delle maggiori “success story” del settore tessile, abbigliamento e calzaturiero del “made in Italy”.



9. Bibliografia / Sitografia

Bibliografia:

- M. Caroli, *Economia e gestione delle imprese internazionali*, McGraw - Hill
- F. Fontana - M. Caroli, *Economia e gestione delle imprese*, McGraw-Hill
- A. Damodaran, *Finanza Aziendale*, Apogeo
- Theodore Grossman John Leslie Livingstone, *The Portable MBA in Finance and Accounting (fourth edition)*
- Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Sandro Sandri, *Principi di finanza aziendale (quinta edizione)*, McGraw - Hill
- Einaudi, Porter M.E., *Il vantaggio competitivo*
- Internationalization, resource allocation and firm performance; Homin Chen, Chia-Wen Hsu; *Industrial Marketing Management*
- The degree of internalization and the stock market valuation of earnings; John Y. Lee, Charles Tang and Surinder Tikoo; *Advances in International Accounting*
- The Degree of Internationalization and the Value of the Firm: Theory and Evidence; Ahmed Riahi-Belkaoui; *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*
- Migration, spillovers, and trade diversion: The impact of internationalization on domestic stock market activity, Ross Levine a, Sergio L. Schmukler, *Journal of Banking and Finance*
- Le determinanti del valore di marca in una prospettiva customer-based; Marcello Risitano; *Pubblicazione online*
- The nature of partnering experience and the gains from alliances; Ranjay Gulati, Dovev Lavie and Harbir Singh; *Strategic Management Journal*
- Managing knowledge in foreign entry strategies: a resource - based analysis; Klaus E. Meyer, Mikewright and Sakira Pruthi; *Strategic Management Journal*
- International diversification , subsidiary performance and the mobility of knowledge resources; Yulin Fang, Michael Wade, Andrew Delios and Paul W. Beamish; *Strategic Management Journal*



- The Internationalization of Born Globals: an Evolutionary Process?; Tage Koed Madsen and Per Servais; International Business Review
- Creazione del valore, sostenibilità e responsabilità sociale; Antonio Tencati; Pubblicazione online
- Cost, value and foreign market entry mode: the transaction and the firm; Anoop Madhok; Strategic Management Journal
- Dragon multinationals: new players in 21st century globalization; John A. Mathews; Asia Pacific J Manage
- Capital Cash Flows, APV and Valuation; Laurence Booth; European Financial Management

Sitografia:

Banche dati:

- Datastream
- Datamonitor
- Factiva
- Zephyr
- Wikiwealth

Siti web:

- www.geox.biz
- www.corriere.it
- www.finanzaeborse.it
- www.ilsole24ore.it
- www.yahoofinance.com
- www.repubblica.it
- www.softeconomy.worldpress.com

