

## *Riassunto tesi di laurea*

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.

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.

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.

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

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

Le esportazioni dirette consistono in un'attività di commercializzazione realizzata direttamente da strutture operative dell'impresa esportatrice. E' possibile identificarne diverse modalità:

- La rete vendita per estero
- Ufficio di rappresentanza
- Centrale logistica



- La sussidiaria commerciale estera (branch)
- Il commercio elettronico

Le esportazioni indirette invece rappresentano operazioni di vendita nei mercati esteri attuate attraverso soggetti terzi in tre diverse forme:

- Consorzi e altri organismi
- Società specializzate indipendenti
- Intermediari

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.

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



È 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.

A tal fine è possibile quindi affermare che:

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

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

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

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

$$K_d = R_f + CDS$$

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.

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, sarebbe portato ad 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.



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.

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  $\beta$  aziendale e quindi non inciderà in maniera preponderante sul WACC, al contrario se alti, faranno sì che il  $\beta$  aziendale salga di valore facendo così aumentare il costo medio ponderato del capitale.

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.

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.

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.



Nel corso dello svolgimento del lavoro sono state prese in considerazione altre metodologie che si possono utilizzare per misurare il valore:

- EVA: Economic Value Added
- Metodo dei multipli di mercato e di transazione
- 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.

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

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) * \text{CI}$$

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.

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



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 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.

Al fine contestualizzare l’analisi dell’elaborato si è preso in esame il settore tessile, abbigliamento e calzaturiero, più precisamente la Geox S.p.A., società fondata da Mario Moretti Polegato nei primi anni Novanta.

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*”.

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 il valore attuale del terminal value.

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

Si è affermato in precedenza come la crisi finanziaria del 2008 abbia influito notevolmente sui flussi di cassa della Geox. Nonostante ciò il colosso di Montebelluna ha intrapreso un complesso processo di acquisizione del noto e prestigioso marchio Diadora.

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.

L'offerta fatta da Polegato valterebbe 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.

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

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.



Fattori critici esterni e relativi pesi:

<b>Struttura concorrenziale</b>	Inteso come numero di competitors nel mercato italiano e loro quota di mercato posseduta	0,3
<b>Dimensione del mercato</b>	Inteso come valore del mercato della calzatura sportiva	0,2
<b>Tasso di crescita del mercato</b>	Calcolato come differenza tra il fatturato dell'anno in corso e quello dell'anno precedente, tutto diviso il fatturato dell'anno precedente	0,2
<b>Redditività del settore</b>	Inteso come ROE medio di settore	0,2
<b>Andamento economico generale</b>	Inteso come Prodotto interno lordo (PIL)	0,1
<b>Totale</b>		1,0

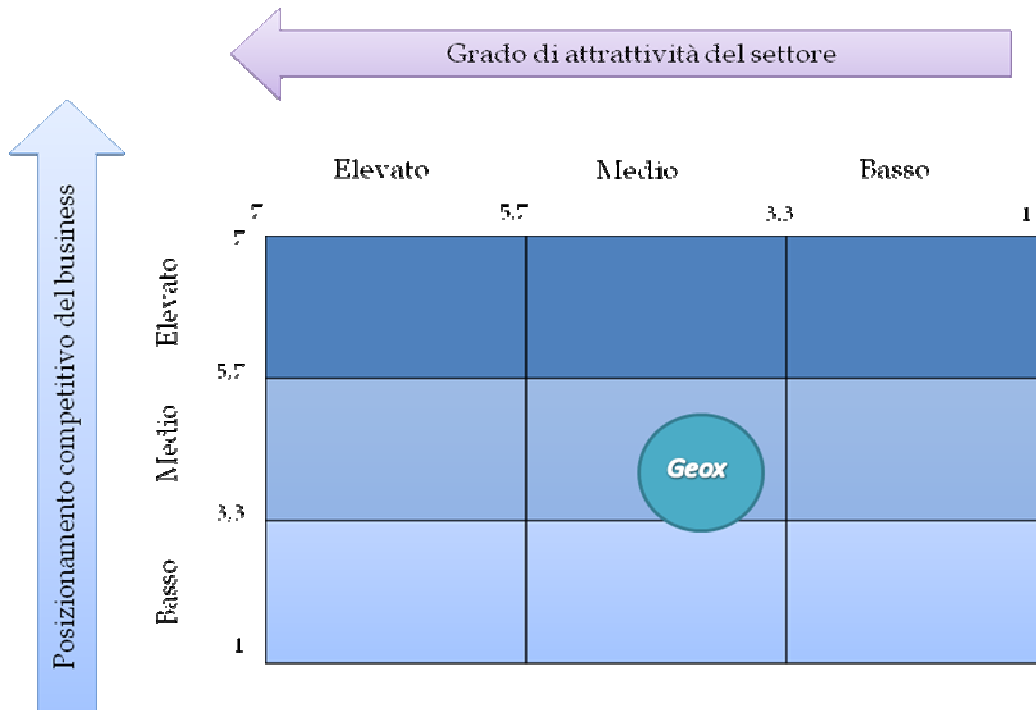
Fattori critici interni e relativi pesi:

<b>Canale distributivo/di vendita</b>	Intesa come numero di negozi e la loro presenza sul territorio nazionale ed internazionale	0,3
<b>Quota di mercato</b>	Intesa come fatturato della compagnia rispetto a quello totale all'interno del mercato italiano	0,3
<b>Immagine</b>	Intesa come brand management in senso stretto, eventi e sponsorizzazioni	0,1
<b>Gamma di prodotti</b>	Intesa come capacità di creare nuovi prodotti ma anche le possibilità offerte dal cross selling e gli investimenti necessari	0,1
<b>Tecnologia</b>	Intesa come fonte del vantaggio competitivo attraverso i brevetti	0,2
<b>Totale</b>		1,0

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:

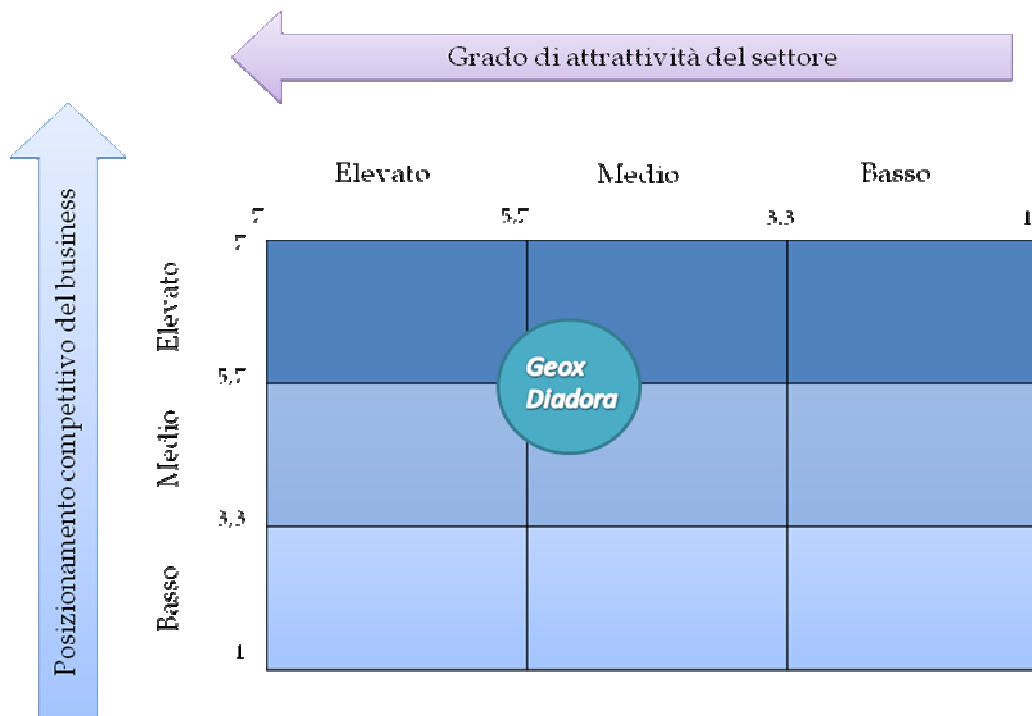


Analizzando la matrice pre - acquisizione si riscontra come il business sia collocato nel quadrante di media posizione competitiva e di media attrattività del settore.

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.



Matrice McKinsey G.E. post - acquisizione:



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.

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.

Una volta analizzata l'acquisizione del marchio Diadora, risulta opportuno focalizzare l'attenzione sull'economicità netta ed operativa della Geox.

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.

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:

$$ROE = [ROI + (ROI - ROD_{std}) D/E] \times RAI/RO \times RN/RAI$$

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% ) x 0,08 ] x 1 x 0,71
2006	ROE= [ 48,64% + ( 48,64% - 5,5% ) x 0,03 ] x 1 x 0,73
2007	ROE= [ 50,60% + ( 50,60% - 5,5% ) x 0,02 ] x 1 x 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.

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<sub>op</sub>: MON/COIN

ROI finanziario:  $\frac{\text{proventi} - \text{perdite finanziarie}}{\text{investimenti finanziari}} = \text{rendita investimenti finanziari}$

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<sub>op</sub> = 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*).

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.

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*

$$\text{Indice di struttura} = \text{patrimonio netto} / \text{immobilizzazioni tecniche nette}$$

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:

$$\text{Incidenza oneri finanziari} = \text{Oneri finanziari} / \text{fatturato}$$

A sua volta, tale rapporto è scomponibile in:

$$\text{Incidenza oneri finanziari} = \text{P.N.R.} \times \text{ROD}$$

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.

Nella fase conclusiva dell’elaborato si procederà ad effettuare un’analisi finanziaria della Geox al fine di determinare l’enterprise value aziendale del 2009 su flussi di cassa futuri stimati.

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.

<b>Geox S.p.a.</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
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:

<b>WACC</b>	<b>8,5%</b>
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 €

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:

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

$$\text{Enterprise value Geox 2009} = 198.241.658,9 + 1.012.601.290 = \mathbf{1.210.842.948,9 \text{ €}}$$

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.



<b>WACC</b>	<b>10,0%</b>
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:

- $K_e \text{ Diadora} = \text{Risk Free} + \beta \times \text{Risk Premium} = 4,5\% + (1,30 \times 5,0\%) = 11,0\%$
- $\text{Wacc Diadora} = 11,0\% \times 71,0\% + 9,0\% \times (1 - 35,0\%) \times 29,0\% = 10,0\%$
- $\text{Terminal Value Diadora} = \text{FCF}_5 \times \frac{1+g}{\text{Wacc} - g} = 12,42 \times (1,020/0,080) = 158,36 \text{ mln}$
- $\text{Present value del Terminal value Diadora} = 158,36 / ((1+10\%)^5) = 98,33 \text{ mln}$
- $\text{Somatoria dei flussi di cassa attualizzati} = 9,18+8,79+8,41+8,05+7,71 = 42,14 \text{ mln}$
- **Enterprise value Diadora = 42,14 + 98,33 = 140.47.000 €**



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
<b><i>Geox S.p.A. stand alone</i></b>					
FCF	75,82	79,83	84,07	88,52	93,21
Discounted FCF	69,88	67,81	65,82	63,87	61,99
<b><i>Diadora Sport S.p.A. stand alone</i></b>					
FCF	10,10	10,64	11,20	11,79	12,42
Discounted FCF	9,18	8,79	8,41	8,05	7,71
<b><i>Acquisition's Synergies</i></b>					
FCF	2,40	2,52	2,66	2,80	2,95
Discounted FCF	2,21	2,14	2,08	2,02	1,96
<b>Geox S.p.A. with Acquisition -LIR</b>	<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:

	<b>Geox</b>		<b>Diadora</b>		<b>Synergies</b>	
<b>Present value of FCF</b>	329,37	25,29%	42,14	30,00%	10,41	25,27%
<b>Terminal value</b>	1462,68	-	158,36		46,29	-
<b>Present value of TV</b>	972,75	74,71%	98,33	70,00%	30,79	74,73%
<b>Enterprise Value</b>	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.

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".