



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**Utilizzo del metodo del Residual Earnings per valutare le aziende italiane
della Moda e Lifestyle**

RELATORE:

CH.MO PROF. PARBONETTI ANTONIO

LAUREANDO/A: MILESI ELEONORA

MATRICOLA N. 1113082

ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018

*Questa tesi la dedico a me, alle persone che
mi stanno vicine ogni giorno, donandomi
amore e serenità, indispensabili per
affrontare e godersi questa meravigliosa vita.*

Sommario

INTRODUZIONE	6
CAPITOLO 1. IL MODELLO DEL RESIDUAL EARNINGS	8
1. Introduzione: i modelli di valutazione	8
2. Step da affrontare per una valutazione tramite il Residual Earnings Model:	12
3. Svantaggi	13
4. Vantaggi	14
5. Confronto col Dividend Discount Model	16
6. Confronto col Discounted Cash Flow Model	18
7. Reverse engineering	21
CAPITOLO 2. ANALISI DEL SETTORE DEL'INDICE FTSE ITALIA MODA PRODOTTI PER LA CASA E PER LA PERSONA	22
CAPITOLO 3. IL RESIDUAL EARNINGS CALCOLATO PER TUTTE LE AZIENDE DEL SETTORE.....	30
1. Metodo	30
2. Analisi e simulazione.....	31
3. Analisi aziendali	35
1. Individuazione dei KPI dell'azienda vincente	35
1. Aeffe	35
2. Technogym	37
2. Evidenza della teoria del rischio di Penman	39
3.Stefanel	39
4. Brunello Cuccinelli.....	41
5. Salvatore Ferragamo.....	43
6. Tods	46
3. Tasso di crescita moderato e perdite elevate.....	47
7. Safilo.....	47
8. Csp International	50
4. Un caso a parte	51
9. Moncler.....	51
5. Aziende non significative.....	53
CONCLUSIONE	54
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI	56
SITOGRAFIA	58

APPENDICE	59
RINGRAZIAMENTI	73

INTRODUZIONE

L'obiettivo di questa tesi è applicare il modello del **Residual Earnings** alla valutazione delle scelte di investimento, con particolare riferimento alle azioni del settore FTSE Italia Moda Prodotti per la Casa e per la Persona.

Il modello del **Residual Earnings**, sviluppato in modo particolare da Penman (1992), si basa sul principio cardine secondo cui un investimento crea valore aggiunto per l'azienda e per l'investitore solamente se il suo rendimento è maggiore rispetto al costo del capitale e al costo opportunità in cui si è incorsi. L'utilizzo del modello del Residual Earnings, inoltre, può consentire di stimare le ipotesi incorporate nel prezzo di mercato consentendo anche una valutazione della loro ragionevolezza. Il mercato azionario, infatti, tende ad essere eccessivamente positivo e a creare le così dette "bolle finanziarie", dovute ad esagerate aspettative di crescita. Il rischio dell'investimento infatti consiste nel pagare troppo per un'azione, ovvero, nella maggioranza dei casi, pagare troppo per la crescita prevista. Capire quindi la fonte di un determinato tasso di crescita implicito nel prezzo, utilizzando metodi e modelli adeguati, ci aiuterà a capire come non ricadere nell'errore. Nel presente lavoro, dunque, si prenderanno in considerazione in modo sintetico oltre al modello del Residual Earnings anche il *Dividend Discount Model* e il *Discounted Cash Flow Model*, per comprendere quale sia il più adatto alla nostra valutazione.

Il modello di Penman evidenzia l'esistenza di un rischio, ma saranno i manager a doverlo gestire, anche comprendendo l'**ambiente** in cui le aziende agiscono. Per questo motivo nel secondo capitolo della prova finale si prenderà in esame l'ecosistema in cui le aziende del settore operano. Dopo aver analizzato i diversi settori di cui fanno parte le aziende quotate in Borsa Italiana, comprenderemo che il settore FTSE Italia Moda Prodotti per la Casa e per la Persona è adatto alla nostra analisi per la reazione che ha avuto dalla crisi del 2008 ad ora. Sarà fatta una breve sintesi sull'andamento che le aziende del settore hanno avuto nella Borsa Italiana, ma anche nei mercati internazionali come EY luxury and cosmetics, S&P 500, Stoxx Europe 600, ma anche sul cambiamento dei trend di consumo nei diversi Paesi, in Italia principalmente. Il secondo capitolo sarà importante perché quando i numeri non sono coerenti o non sono significativi contestualizzare l'andamento nel mercato di riferimento aiuta a capire il trend dell'azienda. Proprio quando l'andamento finanziario è slegato dal mercato economico allora si verificano speculazioni e bolle finanziarie, molto interessanti da analizzare con i

modello del Residual Earnings. Sarà compito dei manager analizzare entrambi gli scenari, finanziari e macroeconomici, per prevedere se e quando un rischio si concretizzerà.

Analizzeremo quindi le singole aziende nel terzo capitolo utilizzando i loro report finanziari e i bilanci, dopo aver chiarito precisamente dal punto di vista operativo quale metodo verrà seguito per la valutazione. Faremo una **simulazione di portafoglio** per evidenziare i trend, prendendo in considerazione un investimento di 1000€ al primo anno, 2014, e un disinvestimento sia nel 2016 che nel 2017, attualizzando il valore al discount rate all'anno 0. Il motivo per cui abbiamo deciso di analizzare due scenari deriva dal rilancio che era previsto per il lusso nell'anno 2017 e di cui ne abbiamo verificato l'attualizzazione. Abbiamo raggruppato le aziende a seconda della percentuale di rischio inserito nel prezzo ed abbiamo fatto inizialmente un confronto tra la metà con la percentuale maggiore e la metà con la percentuale minore, simulando un investimento di 1000€ per gruppo. Per enfatizzare i risultati ottenuti nella prima simulazione abbiamo deciso di spingerci oltre ed investire solamente sul primo e sull'ultimo quartile, con 500€ per ognuno. I risultati ottenuti nelle simulazioni verranno utilizzati come punto di partenza per poi applicare il modello alle singole aziende selezionate del settore e successivamente andremo a trovare le motivazioni di quei risultati che non saranno coerenti con l'andamento effettivo dell'azienda. Individuare i KPI delle aziende vincenti, tramite l'analisi dei risultati migliori, sarà il primo passo da compiere.

Suddivideremo le aziende tra quelle i cui risultati daranno evidenza della teoria del rischio di Penman, quelle con tasso di crescita moderato e perdite elevate e quelle coerenti con i risultati e non significative, che di conseguenza non analizzeremo nello specifico. L'obiettivo sarà infatti comprendere le motivazioni delle casistiche in cui i risultati non saranno coerenti con il modello teorico del Residual Earnings. Vedremo come l'incoerenza dei risultati non sarà sinonimo di fallimento del modello stesso bensì capiremo che cambi repentini nel management e eventi imprevisti possono modificare le previsioni sia in positivo che in negativo.

CAPITOLO 1. IL MODELLO DEL RESIDUAL EARNINGS

1. Introduzione: i modelli di valutazione

La stima del valore delle aziende e quindi delle azioni è un processo particolarmente complesso. I modelli utilizzati sono molteplici e nel presente elaborato ne prenderemo in considerazione tre: il *Dividend Discount Model (DDM)*; il *Discounted Cash Flow Model (DCF)*; il *Residual Earnings Model (RE)* che da qui in seguito indicheremo con i rispettivi acronimi per velocizzare e semplificare il discorso.

Secondo il metodo del **Dividend Discount Model¹** il valore delle azioni corrisponde al valore attuale dei dividendi attesi. Il valore attuale viene espresso in termini di dividendi futuri distribuiti agli investitori, determinati assumendo un tasso di crescita costante.

$$P_0 = \frac{Div_1}{r_E - g}$$

L'orizzonte temporale può essere breve o più esteso, in entrambi i casi ci sono pro e contro. Nel breve termine, nonostante si traggano conclusioni partendo da informazioni sicure, il flusso di cassa relativo è poco significativo in quanto non legato al valore effettivo dell'azienda e spesso simile a zero. D'altronde, nonostante una valutazione nel lungo termine sia più significativa e quindi consigliata, in quel caso il livello di incertezza e quindi di rischio sarà nettamente più elevato. Il motivo del rischio deriva non solo dalla stima dei dividendi in un orizzonte temporale lungo ma definito, bensì dalla stima del prezzo di finale di liquidazione, meglio detto terminal value (Penman, 2015). Possiamo fare affidamento a un payout costante, possiamo anche calcolare il terminal value incorporando la crescita costante, ma la verità è che prevedere i dividendi in un orizzonte temporale infinito non dà un risultato significativo nella valutazione di un potenziale investimento. Vedremo meglio questo aspetto nel confronto con il terzo metodo, quello del Residual Earnings.

Il **Discounted Cash Flow²**, a differenza del DDM, calcola il valore dell'impresa come il costo di acquisto del capitale proprio dell'azienda, con l'intera liquidità e dopo il rimborso dei debiti,

¹ Pag. 291 – 303, Berk, J.B., DeMarzo, P.M., Venanzi, D. and Morresi, O., 2015. *Finanza aziendale 1*. Pearson Paravia Bruno Mondadori

² Pag. 305 – 308, Berk, J.B., DeMarzo, P.M., Venanzi, D. and Morresi, O., 2015. *Finanza aziendale 1*. Pearson Paravia Bruno Mondadori

ovvero il valore unlevered del business. Il cash flow totale di un'azienda può essere infatti considerato come l'insieme dei singoli cash flow determinati dai diversi progetti, operativi e di investimento. La logica alla base di questo modello corrisponde al fatto che ogni progetto richiede un investimento iniziale e produce auspicabilmente dei ricavi. Per questo motivo il valore finale del flusso di cassa è chiamato free cash flow ed è dato dalla differenza tra le operazioni e gli investimenti. Secondo questo modello quindi, il valore delle azioni corrisponde al valore del free cash flow atteso, scontato del costo del capitale per l'azienda.

$$V_0^F = \frac{C_1 - I_2}{\rho_F}$$

L'orizzonte temporale in cui vengono fatte le previsioni è infinito, la valutazione risulterebbe a questo punto impossibile. Sarà quindi necessario semplificarla, calcolando il cash flow in un arco di tempo T definito ed aggiungerci il continuing value, ovvero il valore del free cash flow dopo l'orizzonte T, che può essere considerato costante nel tempo o crescente a un tasso costante.

Il risultato sarà nel primo caso

$$CV_T = \frac{C_{T+1} - I_{T+1}}{\rho_F - 1}$$

E nel secondo

$$CV_T = \frac{C_{T+1} - I_{T+1}}{\rho_F - g}$$

Sintetizzando quindi gli step per calcolare il DCF sono:

1. Calcolare il free cash flow e scontarlo al valore attuale;
2. Calcolare il valore continuo del free cash flow ad un tasso di crescita stimato;
3. Scontare il valore continuo calcolato;
4. Sottrarre il debito netto alla somma del free cash flow e del valore continuo.

Il modello del **Residual Earnings** infine, si basa su un principio cardine ovvero: "If one forecast that an asset will earn a return on its book value equal to its required return, it must be worth its

book value”³. Ciò significa che un investimento crea valore quando il suo valore contabile incrementa più del costo del capitale, ovvero di quanto richiesto dal mercato. Gli investimenti generano valore per l’azienda e per l’investitore solamente guadagnando più del costo del capitale e del costo opportunità in cui si è incorsi. Il rapporto tra prezzo delle azioni e valore contabile aumenta solo con l’aumento dei ricavi previsti degli investimenti, in quanto direttamente correlati con il prezzo di mercato dell’azione stessa.

Le formule seguenti evidenziano dette relazioni:

$$\text{Value} = \text{Book Value} + \text{Present value of expected residual earnings}$$

$$\text{Residual Earnings} = \text{Earnings} - (\text{Required Return} * \text{Investment})$$

Per questo principio quindi la crescita nell’utile non incrementa il valore dell’azienda e quindi delle azioni se necessaria per soddisfare gli interessi, ovvero se equivalente al costo del capitale ed allo stesso modo non c’è valore aggiunto se la crescita dipende da guadagni attesi su investimenti passati.

Il driver principale del Residual Earnings è il ROCE, Rate of return on common equity.

$$ROCE_1 = \frac{\text{Comprehensive earnings to common}_1}{\text{Book value}_0}$$

Conoscere le fonti degli incrementi di valore delle aziende, ovvero gli elementi che aumentano il ROCE stesso, permette di effettuare un’analisi strategica che ha come principale strumento il modello del Residual Earnings. Infatti, aumentando i ricavi o gli investimenti che valorizzano il Return on common equity è possibile incrementare il prezzo delle azioni.

Residual earnings

$$= (\text{ROCE} - \text{Required return on equity}) \times \text{Book value of common equity}$$

Nel caso in cui il ROCE sia equivalente al required return on equity, il Residual Earnings sarà zero. Se sarà uguale al costo del capitale, allora equivarrà al valore contabile iniziale. Se sarà

³ Pag. 145; Penman, S.H. and Penman, S.H., 2015. Financial statement analysis and security valuation. New York, NY: McGraw-Hill/Irwin

maggiore al costo del capitale allora le azioni acquisiranno valore aggiunto, e lo perderanno nel caso contrario.

2. Step da affrontare per una valutazione tramite il Residual Earnings Model:⁴

1. *Identificare il valore contabile dell'azienda nel bilancio più recente;*
2. *Prevedere utili e dividendi entro un orizzonte temporale definito;*
3. *Prevedere il valore contabile futuro dell'azienda = beginning book value + earnings – dividends;*
4. *Calcolare i future Residual Earnings = utile – (costo del capitale x valore contabile iniziale);*
5. *Scontare i Residual Earnings futuri al valore attuale;*
6. *Calcolare un valore continuo all'orizzonte temporale definito;*
7. *Scontare il valore continuo al valore attuale;*
8. *Sommare i Residual Earnings (5), il valore contabile più recente dell'azienda (1), il valore continuo attuale (7).*

L'obiettivo di questo metodo è stimare gli utili futuri generati dall'azienda in cui sia è deciso di investire, in modo che vadano a compensare i costi relativi al rischio dell'investimento stesso, e quindi definire un valore delle azioni e dell'azienda più preciso e allettante. Questo è l'obiettivo di ogni azienda che ricerca capitale esterno, e per perseguire i suoi interessi nel cercare di raggiungerlo sfrutterà l'asimmetria informativa, modificando i numeri a suo piacimento, utilizzando il metodo di valutazione che più gli converrà ovvero che meglio valuterà la sua attività. Talvolta però le asimmetrie informative derivano da dati extra contabili, in quanto gli investitori non avranno mai tante informazioni quanto i manager. Ovviamente in tal caso, a prescindere dal metodo di valutazione, non si potrà individuare la falla, a meno che questa non sia evidente in valori del bilancio sproporzionati, inattesi o fuori dalla norma, sia in senso positivo che negativo. Ecco che qui, tramite l'analisi dei valori extra contabili si potrà capire il trend futuro e quindi come agire.

Vediamo ora quali sono i vantaggi e gli svantaggi derivanti dall'applicazione di questo metodo di valutazione.

⁴ Pag.152; Penman, S.H. and Penman, S.H., 2015. Financial statement analysis and security valuation. New York, NY: McGraw-Hill/Irwin

3. Svantaggi

Il modello del Residual Earnings è complesso e richiede consapevolezza relativamente ai meccanismi della *contabilizzazione per competenza economica*, che riguarda sia i ricavi sia i costi. In tal caso l'incasso relativo ai ricavi non è certo, si corre quindi il rischio di contabilizzare un valore maggiore rispetto a quello reale.

Allo stesso tempo si può scegliere di imputare ricavi minori al periodo corrente, spostandoli tra i diversi periodi. È importante salvaguardarsi da questa tipologia di operazioni, in quanto guadagni creati da scelte contabili non creano valore.

D'altro canto, non sempre l'aumento dei ricavi equivale a un aumento del valore aziendale, come nel caso delle *acquisizioni*. Nella maggioranza dei casi, con queste operazioni l'azienda si dimostra essere in crescita, oltre che incrementare il suo fatturato complessivo. Per questo motivo il mercato vi attribuisce un P/E molto elevato. È però necessario ricordare che se l'operazione di acquisizione viene fatta a fair value non vi sarà alcun valore aggiunto da imputare all'azienda stessa e, allo stesso modo, se il prezzo pagato è superiore al valore contabile dell'azienda acquisita, il valore consolidato dell'azienda si ridurrà progressivamente.⁵ In caso di acquisizione, quindi, si ottiene un valore aggiunto rispetto alla situazione precedente all'operazione, se si acquista la nuova attività a un prezzo inferiore rispetto a quello di mercato.

Il prezzo di mercato delle azioni è differente dal loro fair value quando il mercato è inefficiente o se il management ha più informazioni a proposito dell'effettivo valore dell'azienda rispetto agli investitori. Il modello del Residual Earnings misura il valore assoluto dei guadagni, non percentuale o proporzionale rispetto all'investimento. In questo modo incoraggia una *visione miope del futuro dell'azienda* e rende inoltre difficile confrontare performance di divisioni aziendali separate e diverse. Proprio come il ROI tende a *incoraggiare una strategia di breve termine*, allo stesso modo un manager valutato sulla base del Residual Income può manipolare i ricavi e gli investimenti che valorizzano il ROCE per incrementare il suo guadagno personale.

Il problema quindi non viene risolto spostandosi su queste misurazioni.

⁵ Cap. 3.6; Penman, S.H. and Penman, S.H., 2015. Financial statement analysis and security valuation. New York, NY: McGraw-Hill/Irwin

4. Vantaggi

Il metodo del RE ci permette di *evitare di pagare più del necessario per la crescita*.⁶ Solamente se un'azione è previsto che guadagnerà più del costo dell'investimento varrà la pena pagare un prezzo premium rispetto al valore contabile, in caso contrario l'investitore incorrerà in una perdita. Si focalizza sui fattori chiave che influenzano il valore (*ROCE*), ovvero sul profitto degli investimenti e sulla crescita delle risorse. Incorpora il valore già calcolato nello stato patrimoniale, prevedendo il conto economico futuro, che meglio misura il *valore aggiunto rispetto al flusso di cassa*.

Un vantaggio significativo di questo modello è *l'indipendenza dal pagamento dei dividendi*, dal momento che non ne influenzano il valore. Questa ipotesi è coerente col principio della conservazione del valore di Modigliani Miller (1961), ovvero che in un contesto di mercati dei capitali perfetti, le transazioni finanziarie non aggiungono o distruggono valore, ma riallocano invece il rischio (e quindi il rendimento). I dividendi attesi non influenzano il valore delle azioni proprio perché influenzano allo stesso modo il valore contabile e i guadagni, non avendo quindi alcun peso nei Residual Earnings.

$$\text{Residual earnings}(t) = \text{Earnings}(t) - (\rho-1) \times \text{book value}(t-1)$$

Seguendo la formula, un dividendo pagato a t-1 riduce il valore contabile ma al contempo i guadagni. Questo perché non appena gli assets sono rimossi dall'azienda ecco che i guadagni calano immediatamente. Vediamo con un esempio la dimostrazione di questa teoria.

$$\text{Earnings}(t) = 12$$

$$\text{Interest} = 10\%$$

$$\text{Assets} = 100$$

$$\text{RE} = 12 - (0.10 \times 100) = 2$$

Nel caso in cui un dividendo di 20 venga pagato $\text{RE} = 10 - (0.10 \times 80) = 2$, esattamente uguale al RE precedentemente.

⁶ Pag. 155; Penman, S.H. and Penman, S.H., 2015. Financial statement analysis and security valuation. New York, NY: McGraw-Hill/Irwin

Infatti, se un asset di 20 è stato pagato e quindi rimosso dal valore dell'azienda i guadagni crollano di

$$2 = 0.10 \times 20.$$

Ciò non significa una completa indipendenza dai dividendi perché il ROCE ne è influenzato, ma essendo quest'ultimo solamente un mezzo per calcolare i Residual Earnings, che determinano la valutazione, non è rilevante. Poiché i drivers variano proporzionalmente con i dividendi per poi compensarsi e di conseguenza non sono influenzati.

$$RE(t) = (ROCE(t) - r) \times \text{book value}(t-1).$$

5. Confronto col Dividend Discount Model

Una volta compreso come funziona il metodo del Residual Earnings è necessario capire in quale modo sia uno strumento utile per fare valutazioni veritiere a proposito di un'azienda. Faremo ciò confrontandolo con il suo principale rivale, il *Dividend Discount Model*, e la comprensione sarà più immediata.

Quando l'investitore compra un'azione si aspetta due tipi di flussi di cassa, i dividendi, nel periodo in cui possiede l'azione, e il ritorno dalla vendita dell'azione stessa.⁷ Da questo principio ne consegue quindi che il prezzo di un'azione cresce sia con l'aumento dei dividendi sia con l'aumento del tasso di crescita.

$$P_0 = \frac{Div_1}{r_E - g}$$

Per incrementare il tasso di crescita è necessario investire, ma ciò significa trattenere più utili e diminuire la quota di dividendi distribuiti. A seconda della redditività degli investimenti dell'impresa sarà più o meno conveniente decidere di investire di più o di distribuire più utili (Berk, J.B., DeMarzo, P.M., Venanzi, D. and Morresi, O., 2015). Questo trade-off viene risolto dal modello del Residual Earnings, dal momento che, si focalizza proprio sugli investimenti e sul loro grado di redditività per determinare il valore aggiunto e quindi il prezzo delle azioni dell'azienda, senza dipendere da alcun trade-off. Secondo il metodo del Residual Earnings infatti, il valore attuale di un'azione è dato dal valore contabile attuale più il fair value dei guadagni futuri, come evidenziato dalla formula seguente.

$$V_0 = BV_0 + \left\{ \frac{RI_1}{(1+r)^1} + \frac{RI_2}{(1+r)^2} + \dots \right\}$$

Lo stesso valore che otterremmo stimando i dividendi, che vanno ad influenzare il prezzo dell'azione, in un orizzonte temporale infinito tramite il DDM (Penman, 1992), viene restituito dal RE che però si basa sulla stima dell'utile e del valore contabile dell'azienda su cui si sta valutando se investire o meno, con la differenza che questi valori possono essere stimati in un orizzonte temporale più corto rispetto a quello infinito dei dividendi. Come già detto nelle pagine precedenti (pag. 8) le previsioni sui dividendi aziendali futuri hanno un elevato grado di incertezza, poiché è sia difficile conoscere quale sia la stima più ragionevole del tasso di crescita

⁷ Miller & Modigliani, 1961

dei dividendi, i quali dipendono da utili, tasso di distribuzione e azioni futuri. Le decisioni di indebitamento e riscatto delle azioni da cui provengono questi valori sono decisioni che spettano al management e di conseguenza difficili da stimare e da prevedere. Dal canto suo il metodo del RE guarda solamente ai valori contabili e ai prezzi di mercato, che, per quanto siano suscettibili anch'essi a manipolazioni, sono più facilmente comprensibili ed utilizzabili.

Un ulteriore punto a favore del Residual Earnings è che utilizzando il metodo del Dividend Discount Model i dividendi vengono considerati mezzi di distribuzione piuttosto che creazione di valore, ma come ha osservato Penman (1992, p. 467) il prezzo si basa sui dividendi futuri e la valutazione della distribuzione attuale dei dividendi non ha alcun valore ai fini della comprensione delle azioni. Invece il RE valuta l'azienda dal punto di vista dell'investitore, andando a calcolare il valore aggiunto creato dall'azienda, come abbiamo precedentemente osservato, dal momento che sappiamo che gli investitori sono disposti a pagare più del valore contabile dell'azione se c'è la possibilità di guadagnare più del costo del capitale ovvero più del tasso di rischio che essi stessi sostengono investendo nell'azienda.

6. Confronto col Discounted Cash Flow Model

Rispetto al DDM il DCF sostituisce al costo del capitale il costo dell'equity, combinando il punto di vista del venditore e dell'investitore.

L'investimento infatti è visto come un costo piuttosto che una risorsa, come accade invece nel metodo del Residual Earnings. Per questo motivo in un periodo di crescita dell'azienda, in cui vengono fatti investimenti sostanziosi, difficilmente si otterrà un free cash flow positivo. Infatti, questo indice non misura il valore aggiunto dell'investimento, bensì semplicemente il flusso di cassa derivante delle operazioni relative all'investimento stesso.

L'unico modo per riconoscere il valore aggiunto dell'investimento sarebbe fare previsioni a lunghissimo termine, violando però, secondo il regolamento del GAAP, il matching principle per cui ogni costo deve essere associato al ricavo corrispondente.

La letteratura ha sempre sostenuto la validità del Discounted Cash Flow Model dal momento che non risulta influenzato dalla scelta di metodi diversi di contabilizzazione⁸. Allo stesso tempo però Ohlson (1995) ha dimostrato come il metodo del Residual Earnings sia anch'esso insensibile alla scelta di strategie di contabilizzazione differenti se però nei financial statement previsionali viene applicato il Clean Surplus Accounting. Questo significa che tutte le spese e i ricavi vengono contabilizzati, ovvero gli unici elementi che andranno ad influenzare il patrimonio dell'investitore saranno contribuzioni di capitale, dividendi e utile, riconosciuti a bilancio. Da questa constatazione è possibile assumere l'equivalenza dei due modelli in quanto a risultati ottenuti e di conseguenza andarne a valutare i pro e i contro e quindi decidere quale dei due sia più utile e comodo nell'utilizzo.

Olsson (1998) ha sottolineato come spesso nella reale applicazione dei modelli di valutazione vengano fatte delle assunzioni semplificative, come il calcolo del terminal value nel caso in cui non si raggiunga valore uguale e costante nel lungo termine, come abbiamo visto precedentemente nell'analisi del Residual Earnings. In queste circostanze il metodo da noi supportato si è rivelato più significativo che non il Discounted Cash Flow⁹. L'incertezza dei dati, dovuta sia a semplificazione che ad altro, è un fattore costantemente presente e l'obiettivo dell'analista sarà solamente cercare di ridurla il più possibile. Le semplificazioni introdotte hanno un forte impatto sulla definizione del valore aziendale, ma dal momento che vi sono

⁸ Copeland, Koller & Murrin, 1990

⁹ Levin e Olsson (2000)

molte incertezze nell'intero ecosistema aziendale, semplificare è accettabile, è una soluzione. Il presupposto consiste nel fatto che le previsioni dei futuri guadagni si basano sui ratei e, dal momento che il controllo del budget dipende dai valori contabili piuttosto che dal flusso di cassa, sembra logico utilizzare un metodo di valutazione che abbia questi due concetti come cardini, ovvero il metodo del Residual Earnings. Tutti e tre i metodi di valutazione vengono corrotti dalle ipotesi semplificative e quindi la coerenza tra i tre metodi viene alterata, sarà comunque preferibile il metodo del Residual Earnings al Dividend Discount Model o al Discounted Cash Flow Model¹⁰.

Un modello di valutazione affinché sia attrattivo è necessario anche che sia di facile comprensione per l'investitore che deve applicarlo (Penman & Sougiannis, 1998). Infatti, metodi di valutazione che si basano sulla misurazione della creazione del valore piuttosto che sulla sua distribuzione sono più facili da capire, da interpretare e quindi analiticamente attraenti. Le argomentazioni a supporto del RE piuttosto che del DCF sono numerose e riguardano principalmente l'utilizzo dell'utile come punto di partenza piuttosto che del flusso di cassa.

Shroff (1998) sostiene che gli utili hanno minore variabilità e maggiore correlazione con i ricavi, anche per quanto riguarda il livello di prevedibilità futura. Dechow, Kothari e Watts (1998) hanno rilevato che gli utili prevedono meglio il flusso di cassa futuro che non il flusso di cassa attuale stesso. Infatti l'utile, inteso come driver della valutazione del valore aziendale, è consigliato sia per la previsione di valori contabili che per la previsione del flusso di cassa.¹¹ Bernard (1989) sostiene infatti che il problema principale del cash flow è che, che sia positivo o negativo, non è sempre sinonimo di buono o cattivo andamento dell'azienda e quindi risulta poco significativo ai fini valutativi.

Concludiamo questo confronto sottolineando che i metodi di valutazione sono tutti molto incerti, Residual Earnings compreso. Però l'indicazione significativa che ci dà è se un'azione viene sopra o sottovalutata, informazione fondamentale per il raggiungimento del nostro obiettivo, ovvero comprendere se investire o meno in un'azienda. Investire è un gioco contro gli altri investitori ecco perché è poco utile capire il vero valore dell'azione ma è meglio capire le percezioni degli altri investitori incorporate nel prezzo di mercato. Il metodo del Residual

¹⁰ Pennmann & Sougiannis (1998)

¹¹ Copeland, Koller & Murrin, 1990

Earnings aiuta a comprendere sia questa informazione oltre che capire se pagando più del valore reale dell'azione sarà possibile ottenere un ricavo superiore al prezzo pagato più il tasso di rischio sostenuto per l'investimento stesso.

Procediamo quindi il nostro studio applicando e comprendendo meglio il Residual Earnings Method.

7. Reverse engineering

Dai bilanci delle aziende possiamo trovare molti dei dati necessari per calcolare il valore reale di queste. Il principale e l'unico problema rilevante inerente al metodo del Residual Earnings è l'incertezza del lungo termine e della valutazione dei tassi relativi al costo del capitale e alla crescita.

Tramite il *reverse engineering* della formula del Residual Earnings è possibile stimare il valore della crescita implicita nel prezzo di mercato. Si ottengono i valori che più si adattano all'andamento del mercato, del costo del capitale richiesto, che ora sarà considerato come atteso, e del tasso di crescita dei Residual Earnings. Analizzando gli esiti coerentemente all'ecosistema in cui l'azienda esiste si può comprendere se il risultato sia più o meno coerente ed evitare quindi il rischio di pagare eccessivamente per delle azioni effettivamente sopravvalutate.¹²

$$P = BPS + \frac{(ROCE - r) \times BPS}{(1 + r) - g}$$

Un problema permane però, per ottenere il tasso di crescita atteso è necessario definire un costo del capitale e viceversa. Ma la cosa più importante è rimanere legati a ciò che sappiamo per certo scovando il tasso di crescita implicito in quel determinato prezzo. Il metodo per eliminare anche quest'ultimo potenziale svantaggio sta nel fare valutazioni partendo da semplici previsioni, che si basano su informazioni presenti all'interno dello stato patrimoniale stesso dell'azienda e, tramite la sensitivity analysis, comprendere quanto la valutazione di un'azienda varia con la variazione degli input. Attenzione che talune informazioni al di fuori del bilancio possono però essere molto utili per ottenere dei risultati più rilevanti.

Detto ciò concludiamo dicendo che il modello del Residual Earnings è sostenibile e sempre più utilizzato, grazie anche al fatto che può essere implementato facilmente anche da investitori principianti. Quando utilizzato con gli altri metodi di valutazione standard, il metodo del Residual Earnings può stimare il valore reale che un'azienda ha.

¹² Pag.215; Penman, S.H. and Penman, S.H., 2015. Financial statement analysis and security valuation. New York, NY: McGraw-Hill/Irwin

CAPITOLO 2. ANALISI DEL SETTORE DEL'INDICE FTSE ITALIA MODA PRODOTTI PER LA CASA E PER LA PERSONA

Prima di analizzare specificatamente una o alcune determinate aziende è necessario valutare attentamente su quale settore focalizzarsi. Numerosi sono settori individuati dalla borsa italiana e nella tabella seguente (Tab. 1) li elencheremo e vedremo quali sono stati i loro tassi di crescita negli ultimi due anni. Questi dati sono stati successivamente riassunti in un grafico a colonne (Grafico 1) in cui risultano più evidenti i settori con crescita maggiore. ¹³

SUPER SECTOR	% 2 ANNI	% 1 ANNO
FTSE Italia Tecnologia	170%	17,72%
FTSE Italia Automobili e Componentistica	168%	62,51%
FTSE Italia Petrolio e Gas Naturale	59%	38,90%
FTSE Italia Viaggi e Tempo Libero	58%	16,25%
FTSE Italia Salute	47%	5,36%
FTSE Italia Alimentari	39%	14,79%
FTSE Italia Servizi Finanziari	38%	14,22%
FTSE Italia Commercio	38%	44,46%
FTSE Italia Prodotti e Servizi Industriali	34%	4,82%
FTSE Italia Materie Prime	33%	-8,75%
FTSE Italia Moda Prodotti per la Casa e per la Persona	30%	9,37%
FTSE Italia Assicurazioni	24%	11,00%
FTSE Italia Banche	20%	19,23%
FTSE Italia Servizi Pubblici	19%	11,48%
FTSE Italia Chimica	17%	-1,88%
FTSE Italia Beni Immobili	12%	15,99%
FTSE Italia Telecomunicazioni	6%	11,74%
FTSE Italia Edilizia e Materiali	5%	-18,53%
FTSE Italia Media	5%	-10,19%

Tab. 1 – Analisi della crescita dei supersector nella Borsa Italiana

¹³ <http://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/indici-settoriali.html>

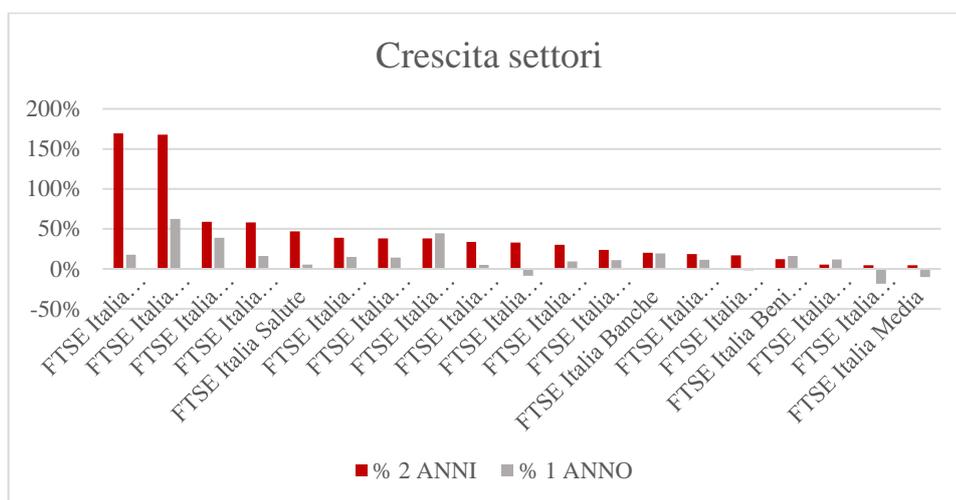


Grafico 1 – Analisi della crescita dei supersector nella Borsa Italiana

Considerando i loro tassi di crescita nel Grafico 1 vediamo primi i settori di Tecnologia, Automobili, Petrolio e Viaggi.

Nonostante ciò non saranno questi interessati nell’analisi in quanto si focalizzerà su eventi storici e quindi altri settori saranno più interessanti da esaminare prendendo in considerazione il loro andamento di circa 3/5 anni fa.

Secondo un articolo del Sole24Ore, intitolato “Il lusso «vede» il rilancio nel 2017”¹⁴ un mercato molto interessante a livello globale è il **settore della moda**, per la sua reazione dalla crisi del 2008 fino ad ora. È sufficiente guardare ai dati del 2016 e degli anni precedenti: prendendo in esame un lungo periodo, dal 2008 a oggi, e confrontando l'indice EY luxury and cosmetics (che include un panel di 30 società di cui 23 focalizzate nel settore dei beni di lusso e 7 nel settore della cosmetica), con gli indici S&P 500, Stoxx Europe 600 e Ftse Mib, continua a emergere una sovra-performance dell'indice EY di settore rispetto a quelli di mercato. Il rendimento medio annuo è stato dell'8%, contro il 4,5% dello S&P 500, la lieve decrescita (-0,7%) dello Stoxx 600 e la forte decrescita (-8,6%) del FTSE Mib.

Il settore è stato migliore rispetto ai restanti ma, fatte alcune eccezioni, i titoli hanno sofferto su tutte le piazze, da Milano a Hong Kong, passando per Londra e New York. Si è salvata Parigi,

¹⁴ Crivelli G., 2017. Il lusso «vede» il rilancio nel 2017, Italia: Il Sole 24 Ore. Disponibile su <
<http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-01-04/il-lusso-vede-rilancio-2017-063647.shtml?uuiid=ADLwusPC>>

anche grazie alle performance dei due più importanti gruppi del lusso al mondo, Lvmh e Kering. Gli andamenti in Borsa rispecchiano in quasi tutti i casi i dati di fatturato e redditività: nel 2016 la maggior parte dei marchi ha dovuto fare i conti con crescite dei consumi di beni di lusso inferiori al passato, soprattutto a causa del rallentamento della Cina e dell'Asia in generale, della persistente crisi della Russia, della ripresa inferiore alle attese del mercato americano, degli attacchi terroristici in Francia e del voto anglosassone pro-Brexit.

Nonostante la **forte decrescita** è importante ricordare come negli ultimi anni Milano (FTSE Ita) è diventata un punto di riferimento per le IPO del lusso, anche grazie al successo di Brunello Cucinelli e Moncler, come ha ricordato di recente Raffaele Jerusalmi, amministratore delegato di Borsa Italiana. «Nel solo comparto Fashion & Design sono 25 le quotate con una capitalizzazione aggregata di oltre 51 miliardi di euro e dal 2011 le IPO del settore hanno raccolto sui mercati di Borsa 1,8 miliardi, con richieste che hanno superato i 25 miliardi. Poi c'è Elite, il programma di Borsa Italiana pensato per l'avvicinamento graduale al mercato dei capitali: moda e design sono rappresentati da 27 società italiane»¹⁵ È proprio questo ottimismo che va monitorato. Potrebbe infatti causare crescite sproporzionate, proponendo prezzi esagerati e bolle speculative che farebbero solo perdere guadagni agli investitori.

Come fatto precedentemente, è importante osservare l'andamento di ciascun paese per comprendere il mercato, dal momento che il settore della moda è sempre più internazionale. L'America continua a calare nelle performance e non possono essere fatte chiare previsioni, date le politiche incerte e i department store, core del retailing in US in forte crisi. La Cina si sta rialzando, soprattutto nel commercio interno, trainando con sé tutto il resto dell'Asia, eccetto la Korea del Sud, influenzata dalle tensioni politiche. Il Medio Oriente cresce a un ritmo piatto, ma rimane un mercato sicuro per i prodotti di lusso, attraendo così consumatori stranieri, principalmente i Cinesi. Rispetto a tutti questi mercati l'Europa sta superando la crisi divenendo sempre più attraente per turisti da tutto il mondo. La Spagna e l'Italia sono percepite come porti sicuri e i suoi abitanti stanno riprendendo la fiducia persa verso i propri Paesi (Fig. 1 - 2)

¹⁵ Crivelli G., 2017. Il lusso «vede» il rilancio nel 2017, Italia: Il Sole 24 Ore. Disponibile su <
<http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-01-04/il-lusso-vede-rilancio-2017-063647.shtml?uuid=ADLwusPC>>



Fig. 1 - D'Arpizio C., maggio 2017, *Atagamma 2017 Worldwide Markets Monitor*, Milano: *Atagamma*.

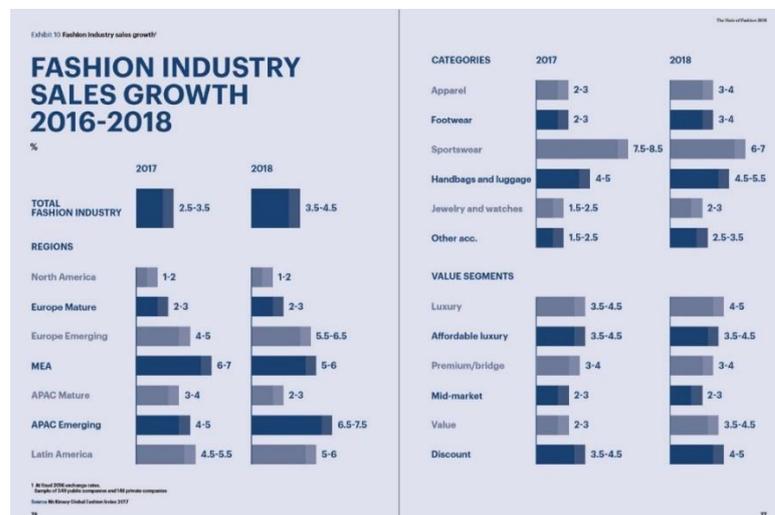


Fig. 2 - Imran A., Achim B., Kappelmark S., Hedrich S., Andersson J., Drageset M., 2018. *The State of Fashion 2018*. McKinsey&Company in collaborazione con Business of Fashion

Al termine del 2016 i consumatori Cinesi hanno però ricominciato a farsi sentire, a casa e all'estero, grazie alle vacanze autunnali e natalizie. Per il 2017 c'era ottimismo, che persiste tutt'oggi, da parte degli analisti i quali sperano in un atteggiamento più razionale dei mercati finanziari: le perdite subite dai titoli nello scorso anno non sono giustificate dai fondamentali, che restano migliori di quelli di molti altri settori.

Dopo il calo del 2016, nel 2017 si è tornati alla nuova normalità, clienti più giovani e numerosi, una **crescita positiva ma al contempo ponderata**, infatti il profitto economico ed operativo,

proprio in seguito alla ripresa del settore, sono in crescita e si stanno riprendendo dalla crisi appena superata.

Ci si aspetta però un **tasso di crescita** di solamente **0.5 punti percentuali**, come si può notare dal grafico. Forse, come ha sottolineato Claudia D'Arpizio di Bain&Co¹⁶, autrice dell'Altagama Worldwide Luxury Monitor, dobbiamo tutti capire di essere entrati in una fase di crescita «low single digit», che rappresentano la «nuova normalità», ben diversa dagli aumenti a due cifre di fatturati e utili ai quali il lusso aveva abituato aziende e investitori. Tanto, appunto, da arrivare a considerare il «double digit» un fatto normale.

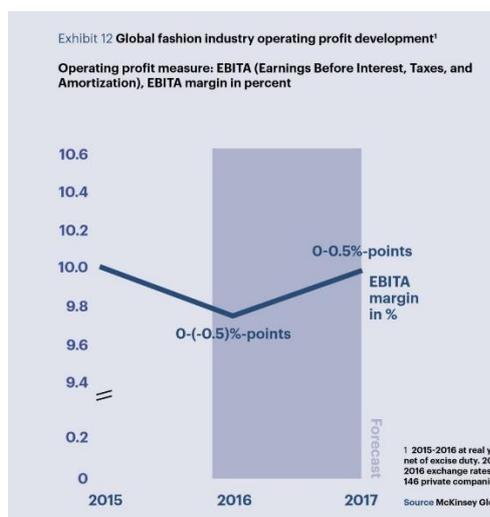


Fig. 3 - Imran A., Achim B., Kappelmark S., Hedrich S., Andersson J., Drageset M., 2018. The State of Fashion 2018. McKinsey&Company in collaborazione con Business of Fashion

Dal canto suo in occasione della presentazione a Londra e poi a Milano, all'inizio dello scorso dicembre, del report The State of Fashion 2017, realizzato da McKinsey in collaborazione con The Business of Fashion, Antonio Achille, senior partner di McKinsey, ha ipotizzato che nel 2017 l'industria della moda **crecerà in media del 2,5-3,5%** e che il trend riguarderà tutti i segmenti, a esclusione del discount. Analisi perfettamente in linea con l'andamento attuale dell'indice che con piccole crescite è tornato, anzi ha superato il livello precedente al crollo

¹⁶ D'Arpizio C., maggio 2017, Altagama 2017 Worldwide Markets Monitor, Milano: Altagama. Disponibile su <<https://www.economist.com/news/special-report/21635761-modern-luxury-industry-rests-paradox-but-thriving-nonetheless-says-brooke>>

(Fig. 4), a differenza degli anni precedenti al 2016 in cui la crescita prevista era sproporzionata rispetto a quelle che sono stati poi i risultati concreti e che andremo ad analizzare.

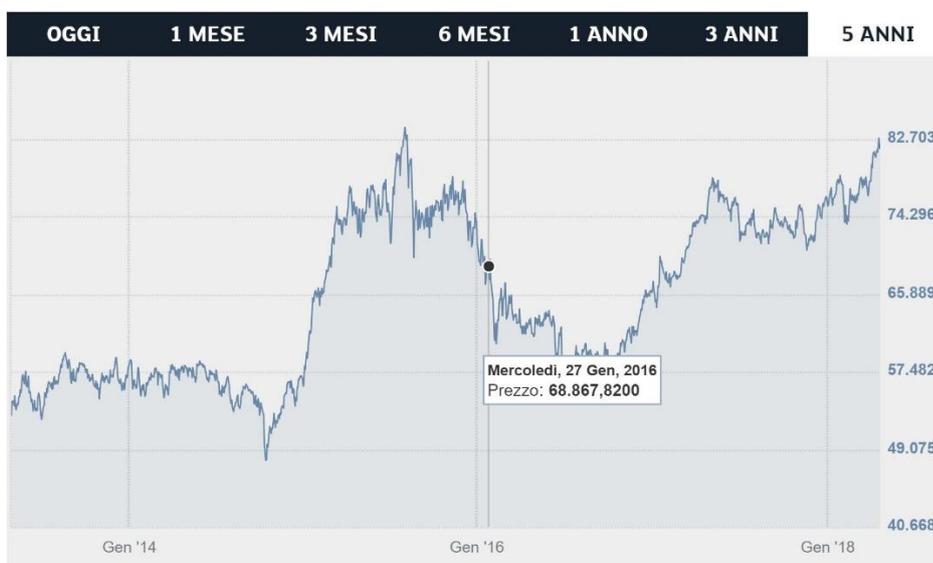


Fig. 4 - www.borsaitaliana.it

Grazie alle operazioni di innovazione, ristrutturazione e dismissione dei brand non performanti, a breve molte aziende della moda sono pronte a raccoglierne i frutti ed anche la redditività dovrebbe migliorare.

I consumatori sono cambiati rispetto al passato, sono molto più esigenti, sensibili agli sprechi e informati e ricercano l'esperienza. Hanno bisogno di sentirsi parte di un gruppo per i valori condivisi, ma allo stesso tempo di esprimere ed emergere attraverso la loro personalità. Non si può più inserire gli individui nei segmenti tradizionali, ma ora i brand devono interpretare i bisogni del consumatore e soddisfarli rimanendo però sempre coerenti con il loro core value.

Il lusso sta adeguando le sue vesti in questa nuova epoca. Fare vivere un'esperienza emozionante, mettendo al centro il consumatore e le sue esigenze è il cardine di qualsiasi strategia di successo. Prodotti ideati e creati per determinate località possono essere commercializzati anche universalmente perché i consumatori sono sempre più globali e viaggiano molto di più. Strategie rese più efficaci dai canali digitali (+24%), sempre più veloci, sicuri ed immediati, che integrano perfettamente l'acquisto in store, internazionalizzando le varie imprese. Trasmettere contenuti e creare engagement attraverso innumerevoli punti di contatto è la chiave per vincere, trasmettendo l'identità stessa del brand, per aumentare il grado

di affiliation con il cliente. Proprio questa trasformazione andrà a generare maggior valore, rispetto al forte calo del 2016. Sarà necessario analizzarne la sua solidità.



Fig. 5 - D'Arpizio C., maggio 2017, Altagamma 2017 Worldwide Markets Monitor, Milano: Altagamma.

Facendo quindi un'attenta analisi del settore FSTE Moda Beni per la casa e per la persona, è evidente che i numeri parlano da soli: a Piazza Affari sono andati bene Brunello Cucinelli e Moncler (+24,14% e +27,17%), ma hanno sofferto Luxottica, Safilo, Damiani, Tod's e Geox.

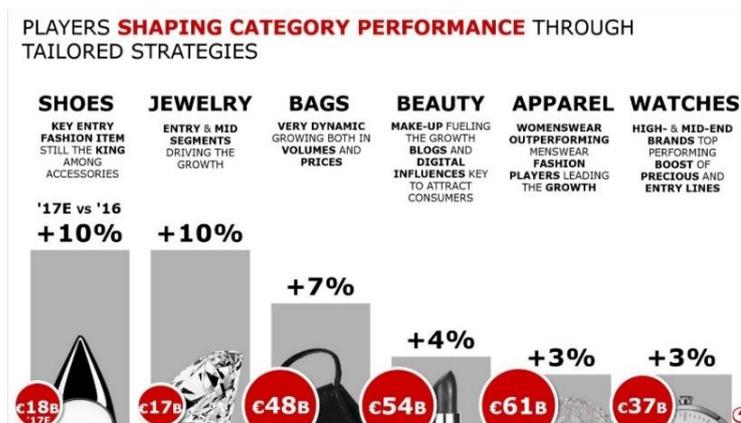


Fig. 6 - D'Arpizio C., maggio 2017, Altagamma 2017 Worldwide Markets Monitor, Milano: Altagamma.

Queste saranno quindi le prime aziende che andremo ad esaminare, ricordandoci cosa ci dicono i trend del mercato. Nella Fig. 6 risulta evidente come gli accessori e i gioielli sono ancora molto in voga, i prodotti per la cura personale stanno ampliando le vendite, nell'abbigliamento

prevalgono i giganti e collassano i piccoli retailer ed infine le vendite degli orologi sono in forte calo. Tutto ciò è importante da ricordare perché quando i numeri non sono coerenti o non sono significativi contestualizzare nel mercato di riferimento aiuta a capire il trend dell'azienda. Proprio quando l'andamento finanziario è slegato dal mercato economico allora si verificano speculazioni e bolle finanziarie, molto interessanti da analizzare con il modello del Residual Earnings.

CAPITOLO 3. IL RESIDUAL EARNINGS CALCOLATO PER TUTTE LE AZIENDE DEL SETTORE

Dopo aver compreso in che modo il modello del Residual Earnings sia teoricamente il metodo più significativo per un'attenta analisi degli scenari futuri dell'andamento dei titoli quotati, lo applicheremo ed analizzeremo i risultati ottenuti.

1. Metodo

Per procedere con l'analisi è necessario decidere l'arco di tempo che si vuole studiare. Secondo Jonathan Berk Peter in << Finanza Aziendale 1 >>¹⁷ cinque / tre anni è un arco di tempo significativo, motivo per cui abbiamo scelto di considerare i rendimenti a partire dal 2014, sino al 2017, anni di passaggio per la crisi e di conseguenza interessanti anche per quanto riguarda il periodo storico e non solamente la vicinanza temporale ad oggi. I bilanci analizzati corrispondono esattamente ai Financial Statements¹⁸ emessi ogni anno dalle aziende e quindi tra tutti i dati i più ufficiali ed affidabili.

Dati fondamentali che ritroviamo al loro interno per calcolare il Residual Earnings e quindi la percentuale speculativa implicita nel prezzo di mercato, sono:

- Prezzo, che abbiamo ricavato dalla Borsa d'Italia;
- BOOK VALUE, che a bilancio corrisponde al Patrimonio netto;
- P/B, ovvero Prezzo/Book value;
- EARNINGS, che a bilancio corrispondono all' Utile;
- P/E, ovvero Prezzo/Earnings;
- DIVIDENDS, che a bilancio corrispondono ai Dividendi;
- # Shares Out, che a bilancio corrispondono al N. azioni;
- R, ovvero il WACC, tasso di sconto¹⁹

¹⁷ Berk, J.B., DeMarzo, P.M., Venanzi, D. and Morresi, O., 2015. Finanza aziendale 1. Pearson Paravia Bruno Mondadori

¹⁸ Appendice pag. 56

¹⁹ Il WACC è il costo medio ponderato del capitale che l'impresa paga a tutti i suoi investitori, azionisti e creditori. Quando l'impresa non è indebitata corrisponde al costo del capitale proprio aziendale r_E . Può essere interpretato come il rischio medio di tutti gli investimenti dell'impresa. (Berk, J.B., DeMarzo, P.M., Venanzi, D. and Morresi, O., 2015)

I diversi RE sono calcolati così come segue:

	Actual	Punctual Forecasts		Long-Term Projections
	0	1	2	3
EPS	Earnings/N. azioni	Earnings/N. azioni	Earnings/N. azioni	Earnings/N. azioni
DPS	Dividendi/N.azioni	Dividendi/N.azioni	Dividendi/N.azioni	Dividendi/N.azioni
BPS	Patrimonio Netto/N.azioni	Patrimonio Netto/N.azioni	Patrimonio Netto/N.azioni	Patrimonio Netto/N.azioni
ROCE		EPS1/BPS0	EPS2/BPS1	EPS3/BPS2
RE (per share)		(ROCE1 - r)*BPS0	(ROCE2 - r)*BPS1	(ROCE3 - r)*BPS2
RE growth			(RE2/RE1)-1	(RE3/RE2)-1
discount factor		(1+r)^1	(1+r)^2	(1+r)^3
RE @ Present Time		RE/Discount factor	RE/Discount factor	RE/Discount factor
RE Total	Somma RE			

*Tab. 2 - A. Pugliese, Ex9_Penman_RE exercises_v0 lock, Advanced Financial Accounting
Mod.A, master's Degree in business & Administration*

Una volta ottenuto il Residual Earning complessivo calcoliamo dapprima il valore residuo dell'azione ovvero:

$$\text{Valore residuo} = \text{Prezzo}_{t_0} - \left(\text{RE} + \frac{\text{Patrimonio netto}_{t_0}}{\text{n. azioni}_{t_0}} \right)$$

Successivamente possiamo calcolare la percentuale di prezzo che risulta speculativa e quindi che è indice del rischio che comporta investire su una determinata azienda, seguendo il seguente procedimento.

$$P \text{ Speculativo} = \text{Prezzo} - (\text{BPS} + \text{RE})$$

$$\% \text{ di rischiosità} = P \text{ Speculativo} / P$$

2. Analisi e simulazione

Dopo aver fatto un'analisi dettagliata azienda per azienda tra quelle presenti nell'indice FTSE Italia Moda Prodotti per la Casa e per la Persona i risultati sono stati i seguenti:

AZIENDA	R	G	RE
STEFANEL	9%	126%	-0,20
BRUNELLO CUCCINELLI	8%	81%	0,93
FERRAGAMO	7%	80%	1,90
MONCLER	15%	75%	1,09
TOD'S	9%	63%	0,37
B&C SPEAKERS	7%	54%	1,07
DE LONGHI	7%	53%	1,75
LUXOTTICA	8%	37%	10,66
SAFILO	6%	35%	-8,54
ELICA	2%	-9%	-0,05
EMAK	9%	-13%	-0,01
CSP INTERNATIONAL	7%	-35%	-0,26
TECHNOGYM	0%	-48%	0,52
AEFFE	0%	-136%	0,15

Tab. 3 – Analisi prezzi azioni

Come possiamo vedere nella Tab.3, le aziende sono state riordinate in ordine decrescente rispetto alla percentuale di prezzo non giustificata né dal Residual Earnings né dal book value bensì speculativa (G). Questa percentuale è indice della rischiosità del prezzo di ciascuna azienda con cui è direttamente proporzionale.

Abbiamo quindi considerato significative le percentuali maggiori del 75% e minori del -45%. In nero troviamo quindi quelle quote che all'anno finale, 2017, dovrebbero subire una perdita, in grigio le quote che non hanno un tasso di crescita che impone andamenti particolarmente rilevanti ed in rosso quelle quote da cui ci aspettiamo un notevole rendimento e su cui nel 2014 avremmo investito.

È stata fatta quindi una simulazione di portafoglio per evidenziare questo trend, prendendo in considerazione un investimento di 1000€ al primo anno, 2014, e un disinvestimento sia nel 2016 che nel 2017, attualizzando il valore al discount rate all'anno 0. Il motivo per cui abbiamo deciso di analizzare due scenari deriva dal rilancio che era previsto per il lusso nell'anno 2017 e di cui ne abbiamo verificato l'attualizzazione.

Abbiamo raggruppato le aziende a seconda della percentuale di rischio inserito nel prezzo ed abbiamo fatto inizialmente un confronto tra la metà con la percentuale maggiore e la metà con la percentuale minore, simulando un investimento di 1000€ per gruppo.

In linea con le aspettative precedenti i risultati sono stati i seguenti:

Prima nel 2016

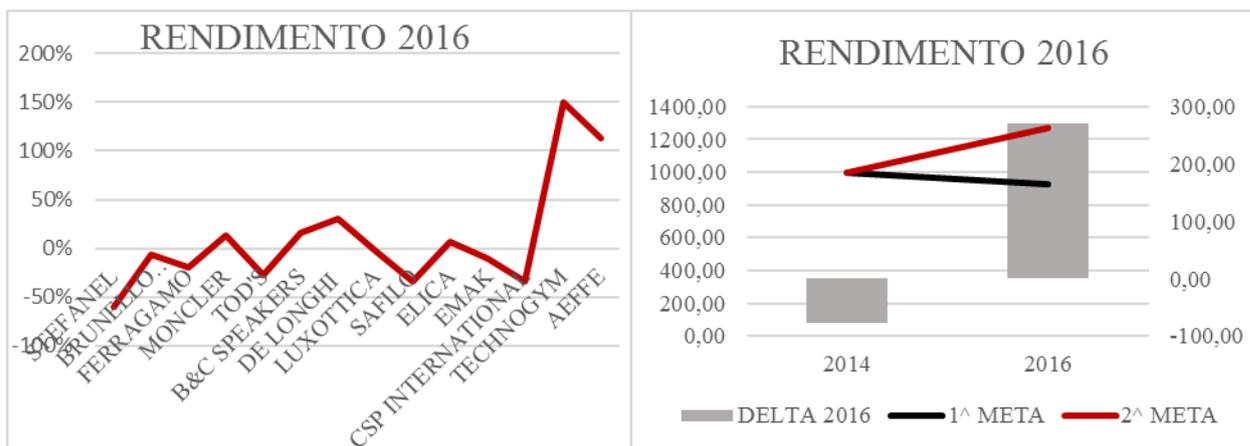


Grafico 2 – Rendimento 2016

Poi nel 2017

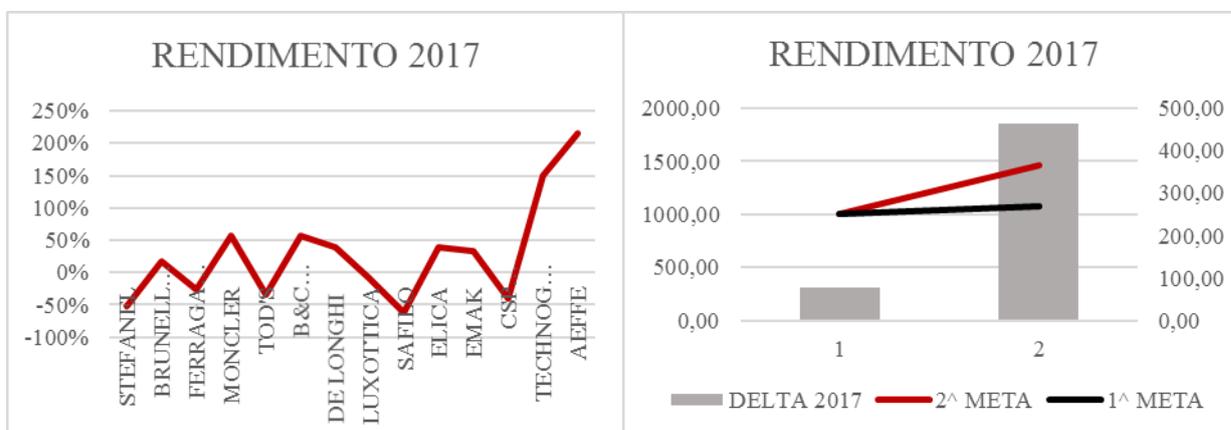


Grafico 3 – Rendimento 2017

È evidente come, sia nel 2016 che nel 2017 (Grafico 2 – 3), la prima metà, che corrisponde agli investimenti più rischiosi, abbia avuto un rendimento nettamente inferiore rispetto alla seconda metà, più sicura e stabile.

Per enfatizzare questa differenza abbiamo deciso di spingerci oltre ed investire solamente sul primo e sull'ultimo quartile, con 500€ per ognuno. Qui di seguito i risultati (Grafico 4):

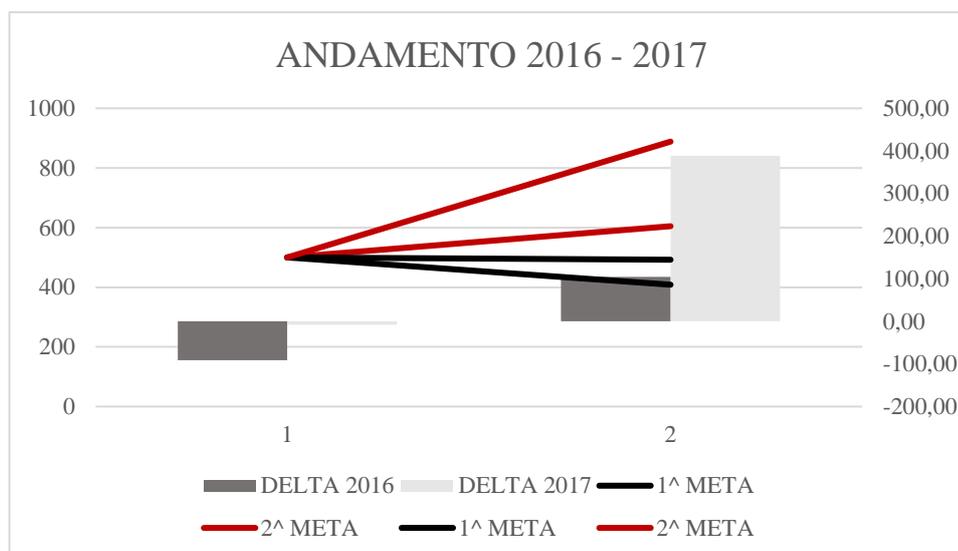


Grafico 4 – Andamento 2016-2017

Coerenti con le aspettative sono Stefanel, Ferragamo, Tod's, Technogym e Aeffe. Infatti, nella Tab. 4 vediamo che acquistando 1000€ di azioni nel 2014 i risultati sarebbero i seguenti rispettivamente nel 2016 e nel 2017:

AZIENDA	G	2016	2017
STEFANEL	126%	-60%	-53%
FERRAGAMO	80%	-20%	-26%
TOD'S	63%	-27%	-34%
TECHNOGYM	-48%	36%	149%
AEFFE	-176%	114%	215%

Tab 4 – Rendimento coerente con la crescita

In seguito ai risultati ottenuti siamo andati ad osservare l'andamento della gestione dell'ultimo anno e ad analizzare le principali strategie e i principali eventi delle singole aziende per comprendere le motivazioni principali del loro andamento, in particolar modo se questo non ha rispettato le aspettative derivanti dall'analisi del Residual Earnings.

3. Analisi aziendali

Quali saranno gli step da affrontare quindi per comprendere le ragioni di un determinato andamento di ciascuna azienda?

Dopo avere compreso la correlazione tra grado di rischio, tasso di sconto e rendimento andremo a contestualizzare l'azienda nell'ecosistema in cui opera, che in gran parte abbiamo già analizzato precedentemente.

Guarderemo alla sua condizione economica, prestando particolare attenzione all'individuazione degli elementi di spesa più significativi per comprendere sia l'andamento anno dopo anno, sia il focus principale della strategia dell'azienda stessa.

Analizzeremo poi secondo dei KPI prestabiliti, stabiliti dopo l'analisi precedente, quali

- attenzione al cliente;
- efficienza nella produzione e nella distribuzione,
- chiara definizione degli obiettivi,
- elevata consapevolezza del mercato
- attenta identificazione e gestione del rischio economico e finanziario.

Abbiamo deciso di iniziare l'analisi con la migliore performance del mercato per crearci un benchmark e capire sin d'ora i KPI del successo sia dal punto di vista economico che gestionale. Capendo quali sono possiamo di conseguenza comprendere il fallimento delle prossime aziende che andremo ad analizzare.

1. Individuazione dei KPI dell'azienda vincente

1. Aeffe

Il Gruppo Aeffe opera a livello internazionale nel settore della moda e del lusso ed è attivo nella creazione, nella produzione e nella distribuzione di un'ampia gamma di prodotti che comprende prêt-à-porter, calzature e pelletteria. Il Gruppo sviluppa, produce e distribuisce, in un'ottica di **costante attenzione all'unicità ed esclusività**, le proprie collezioni sia con marchi di proprietà, tra i quali "Alberta Ferretti", "Philosophy", "Moschino" e "Pollini", sia con marchi di cui è licenziataria, tra i quali "Blugirl Folies", "Cedric Charlier" e "Jeremy Scott".

La crescita della Capogruppo quale realtà industriale e creativa è contraddistinta, sin dall'inizio, da una vocazione **multibrand**, che porta Aeffe a realizzare e distribuire le collezioni di prêt-à-porter di importanti maison anche grazie al know how acquisito nella realizzazione di linee di prêt-à-porter di lusso.

L'azienda si inserisce in uno **scenario macroeconomico** di solida crescita nelle principali economie avanzate ed emergenti; non si accompagna tuttavia a una ripresa dell'inflazione, che rimane debole. Nel breve termine le prospettive rimangono favorevoli; permangono rischi che una correzione al ribasso dei prezzi delle attività finanziarie possa rallentare l'attività economica.

Secondo lo studio annuale realizzato da Bain and Company in collaborazione con Fondazione Altgamma²⁰, inoltre, il mercato mondiale dei beni di lusso supera un 2016 di assestamento dovuto a incertezze congiunturali e crisi geopolitiche e si attesta quest'anno su un valore di mercato totale intorno ai 1.160 miliardi di Euro, con una crescita del 5% a cambi costanti.

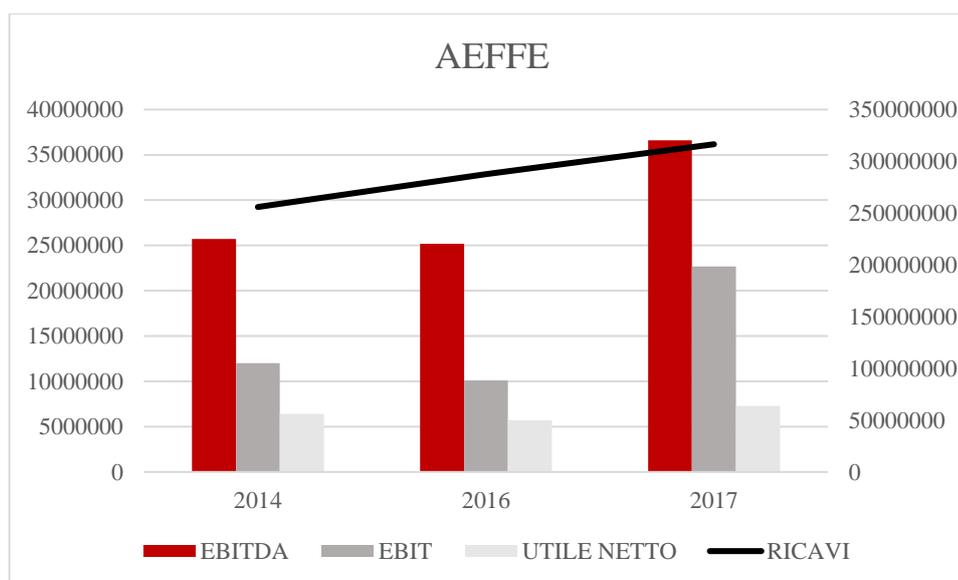


Grafico 5 - Aeffe

Nel Grafico 5 vediamo che il fatturato raggiunto nell'esercizio 2107 corrisponde a 312.605 €, incrementando dell'11,4% rispetto ai 280.691 € dell'anno precedente.

²⁰ D'Arpizio C., maggio 2017, Altgamma 2017 Worldwide Markets Monitor, Milano: Altgamma

Le principali fonti dei ricavi dell'esercizio 2017 sono:

- per il 70,1%, le vendite realizzate attraverso i diversi punti vendita esterni al gruppo, come gli agenti, gli importatori e i franchising.
- per il 26,7%, le vendite realizzate attraverso il canale retail, punti vendita sotto la diretta gestione del Gruppo;
- per il 3,2%, le royalties che provengono dalle licenze concesse a società esterne per la distribuzione e la produzione di linee marchiate con brand appartenenti al Gruppo.

Come si può vedere nel grafico 5, dopo un leggero calo tra il 2014 e il 2016, nel 2017 l'EBITDA ha avuto un incremento del 45,2% rispetto all'anno precedente, passando a 36.572.000 €, con un'incidenza del 9% sul fatturato consolidato. L'origine del miglioramento è stata dovuta sia dall'incremento dei ricavi sia dalla minore incidenza dei costi operativi, grazie allo sfruttamento efficiente delle economie di scala, su cui si focalizza una delle principali strategie del Gruppo.

Leggendo il financial statement del gruppo risulta anche molto evidente quanto siano rilevanti il rispetto dell'ambiente e **l'attenzione alle proprie risorse umane**, i cui i costi rimangono una voce importante nel bilancio dell'azienda. Un buon marketing interno è fondamentale perché il cliente percepisca di conseguenza una buona atmosfera all'interno dei negozi e dei canali diversi di vendita.²¹ Un'atmosfera ospitale, ma al contempo preparata e professionale, aumenterà infatti la probabilità che il consumatore sia coinvolto nell'acquisto e termini la sua shopping experience con più soddisfazione.

2. Technogym

Azienda che lavora nel business di attrezzatura e macchinari fitness si è quotata in borsa solo nel 2016 e come nuova entrata ha scelto prudenzialmente di utilizzare un tasso di crescita pari a zero. La percentuale speculativa implicita nel prezzo è pari al -48%, e vediamo come i suoi risultati sono stati coerenti quindi con le aspettative iniziali. Il prezzo era infatti molto in linea col valore reale dell'azienda e i risultati si sono rivelati più che positivi, fino ad ottenere un rendimento del 149% nel 2017, avendo investito nel 2015 con l'IPO.

²¹ Pag. 591-602; Kotler, P., Armstrong, G., Ancarani, F.G. and Costabile, M., 2015. *Principi di marketing*. Pearson Italia.

Nerio Alessandri nella Lettera agli Azionisti (2017) sostiene che “Technogym infatti anche nel 2017 conferma la propria leadership sull’innovazione digitale; la piattaforma Mywellness, basata su cloud e tecnologie IoT, lanciata nel 2012 rappresenta oggi il punto di riferimento nel settore del “Connected Wellness” ed oggi vede circa 15.000 centri fitness e wellness connessi e oltre 10 milioni di utenti che utilizzano le nostre soluzioni digitali su un totale di 40 milioni di persone che si allenano con Technogym nel mondo, ogni giorno. A conferma di tale leadership, nel 2017 Technogym è stato il primo player di settore ad **implementare la connettività** fra i propri prodotti e Apple Watch e ad oggi la funzionalità è già attiva su circa 5.000 prodotti Technogym nel mondo.”

L’innovazione rimane il tema centrale della loro strategia, dove il digitale rappresenta una componente fondamentale delle attività. Anche sul fronte equipment e continua il loro impegno in termini di **responsabilità sociale** di impresa nella diffusione del wellness, non solo come opportunità economica, ma anche come opportunità sociale per tutti gli stakeholders: per i Governi che possono ridurre i costi della salute pubblica attivando politiche per la prevenzione, per le Imprese che grazie a programmi wellness possono contare in collaboratori più motivati e creativi e per i cittadini che possono migliorare il proprio stile di vita quotidiano.

Qui di seguito alcuni dati significativi relativamente all’andamento economico dell’azienda in questi ultimi tre anni.

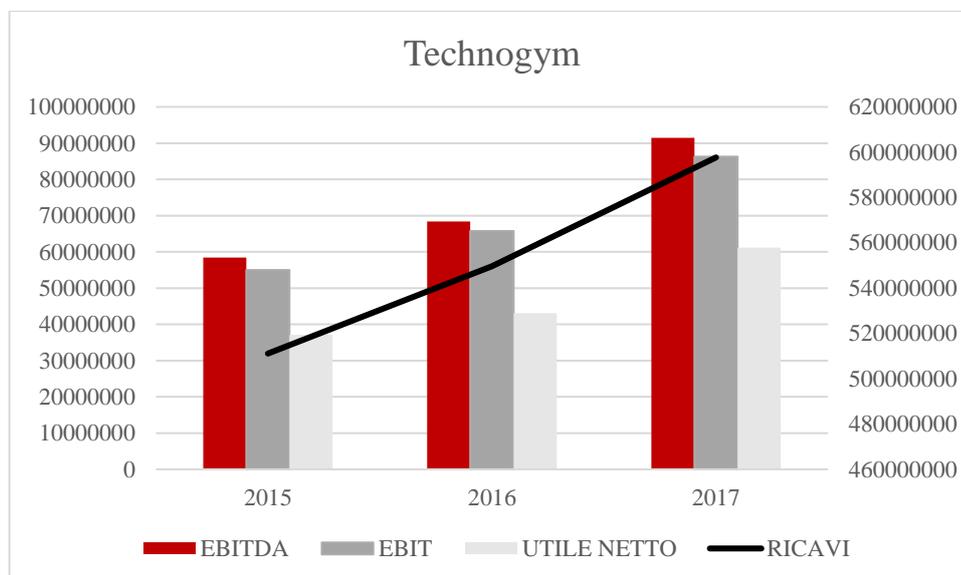


Grafico 6 - Technogym

Nel Grafico 6 vediamo che nel 2017 i ricavi sono aumentati del 7,7% rispetto all'esercizio precedente 2016, passando da 42.908.000 € a 598.249.000 €. La motivazione principale dell'incremento è stata un aumento notevole delle vendite, dovute al nuovo mix prodotti del 2017, che implementa meglio l'utilizzo delle nuove tecnologie e maggiormente apprezzato dai consumatori.

L'EBITDA ha visto un aumento del 20,3%, passando a 120.203.000 € da 99.933.000 € dell'esercizio precedente. Allo stesso modo della crescita del fatturato la causa dell'aumento della marginalità risiede sia nell'aumento dei volumi di crescita sia nella razionalizzazione delle attività industriali che è andata a ridurre i costi operativi.

Sulla scia dell'EBITDA anche il Risultato Operativo è migliorato, passando da 68.401.000 € a 91.433.000 €, con un incremento del 33,7%. Così anche l'Utile, che ha raggiunto i 61.199.000€, con un incremento del 42% rispetto all'esercizio precedente.

La performance **economico-finanziaria** coerente con le aspettative degli analisti e degli investitori e aiutata anche da un contesto macroeconomico positivo, ha favorito una delle migliori performance, incrementando il suo valore del 149% dal 2014 e dell'82% dall'esercizio precedente.

Attenzione al cliente e efficienza nella produzione sono gli obiettivi che devono essere ricercati nel delineamento delle strategie aziendali. Di conseguenza diminuire il costo del venduto ed aumentare le vendite sono gli indicatori economici più significativi, ma anche una **corretta gestione dei costi** commerciali e della tassazione sono fondamentali per sostenere la crescita.

2. Evidenza della teoria del rischio di Penman

3. Stefanel

Dopo due esempi più che positivi passiamo a Stefanel, brand storico della moda italiana, che opera sin dal 1982. L'Azienda si è sviluppata in due unità, Stefanel e Interfashion, ed è oggi presente nel settore dell'abbigliamento a livello nazionale e internazionale.

Il 126% del prezzo risultava speculativo nel 2014 e il rendimento nel 2016 e nel 2017 si è rivelato coerente con la teoria di Penman, ovvero in drastico calo equivalente a -60% e -53% rispettivamente.

Andiamo ad analizzare la strategia e l'andamento economico per capire l'origine di questa speculazione.

La business unit Stefanel disegna, cura la produzione e la distribuzione internazionale di collezioni di abbigliamento donna/uomo e accessori a marchio Stefanel. Da alcuni anni è stata attivata una strategia di riposizionamento col fine di riposizionare il marchio Stefanel in una fascia più elevata del mercato, recuperando e rivisitando e recuperando i principi che lo hanno sempre contraddistinto, come il Made in Italy e l'artigianalità del prodotto. In questo modo Stefanel vuole essere riconosciuta come una "boutique" capace di dare un prodotto di design, contemporaneo e dinamico, supportato da una forte esperienza nella maglieria. I punti vendita monomarca caratterizzano la strategia di vendita della azienda, per distribuire i prodotti in maniera capillare ed al contempo comunicare e supportare il valore del marchio al consumatore finale.

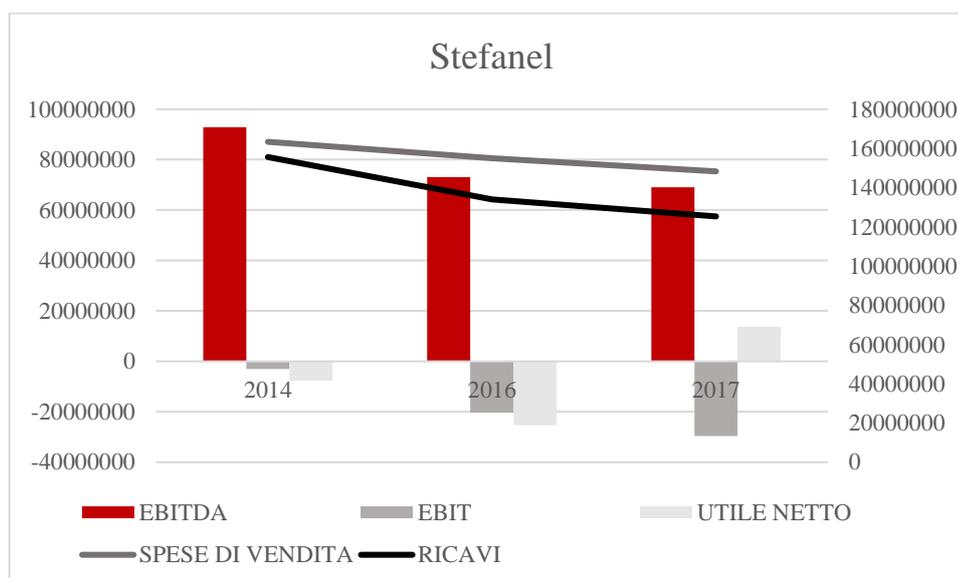


Grafico 7 - Stefanel

È evidente nel Grafico 7 come nel 2017 ci sia stato un decremento nei ricavi, esattamente pari al 6,5%, parallelamente alla diminuzione delle spese di vendita, sempre nello stesso grafico, che sono state causate diminuzione netta di circa 70 punti vendita a gestione sia diretta che indiretta. La diminuzione di questi costi non è stata sufficiente per arginare il calo drastico da EBITDA a EBIT. La causa principale secondo la stessa azienda risiede nel processo di riposizionamento in corso in questi anni, che probabilmente deve ancora trovare la sua stabilità.

Già nel 2014 notiamo degli elevatissimi costi commerciali, a cui però non seguono ricavi di vendita sufficientemente elevati da sostenerli e a cui consegue un EBIT e quindi un utile netto negativi. L'andamento degli anni futuri era prevedibile ed è stato coerente sin dall'inizio.

Eppure, la **strategia di riposizionamento del marchio** ha portato ad un **apprezzamento delle azioni**, senza fare fede a stime quantitative, ma semplicemente basandosi su valutazioni strategiche.²²

Nel 2017 per lo meno, nonostante i risultati negativi della gestione, l'Utile netto d'esercizio 2017 è positivo ed equivalente a 13.715.000 €, grazie alla registrazione di proventi finanziari netti non ricorrenti per 52.714 migliaia €, che si possono ricondurre all'Accordo di Ristrutturazione.

L'andamento negativo viene ricondotto dall'azienda stessa nella sua analisi finanziaria²³ al contesto macroeconomico, che abbiamo visto venire usato spesso come capro espiatorio per effetti negativi e come punto di partenza in caso di andamenti positivi, nonostante per le aziende analizzate in questa prova finale l'ecosistema sia lo stesso, come Technogym per esempio. Si parla di una stagnazione economica che, nel settore fashion, ha continuato a rivelare, in particolare per la stagione Autunno-Inverno 2016, una sensibile riduzione dei consumi. Sotto il profilo dimensionale il mercato dell'abbigliamento è previsto stabile nel 2018, tuttavia il segmento denominato bridge è previsto in crescita del 6%.

Previsione che ritroviamo coerente con le analisi fatte per comprendere il contesto delle aziende parte dell'indice FTSE che abbiamo scelto, infatti col 2017 si prevede una rinascita graduale delle aziende del settore, senza eccessivi sbalzi ma con una crescita costante e positiva.

4. Brunello Cucinelli

“Brunello Cucinelli è riconosciuto a livello internazionale come uno dei principali esempi di lusso “absolute” in cui il **Made in Italy è coniugato con la capacità di innovare e percepire le nuove tendenze.**

²² Pag. 35; Analisi Finanziaria Stefanel 2017

²³ Analisi Finanziaria Stefanel 2017

Qualità, artigianalità, creatività, esclusività e cultura del bello sono gli elementi distintivi del brand, uniti ad un grande **desiderio di “ascolto” del mercato e delle nuove tendenze** che consente di realizzare una linea di prêt-à porter casual chic capace di abbracciare i gusti di una clientela molto ampia giovane e meno giovane e in grado di mantenere valore nel tempo. **Coniugare antico e moderno, obiettivi aziendali e necessità “umane”** sono il segreto di un’impresa che per la sua portata innovativa viene guardata con interesse da più parti, oltre ad essere un caso di moderna economia oggetto di studio di prestigiose Università.

In costante **equilibrio tra tradizione e innovazione**, i principi cardine della vita e della comunicazione dell’azienda sono volti a proteggere l’identità, la filosofia e l’allure di **lussuosa semplicità e lifestyle italiano** che il brand ha progressivamente conquistato nel segmento più alto del mercato del lusso.”²⁴

Così è come si definisce l’azienda nel proprio financial statement e molte sono state le controprove nel corso del 2017 della fedeltà a questi ideali.

All’inizio di questa analisi abbiamo sottolineato come una chiara definizione degli obiettivi sia uno dei principali KPI di un’azienda forte ed in crescita. Eppure, nonostante le aspettative fossero elevate, con un rischio dell’81% sul prezzo, il rendimento dal 2014 al 2017 è stato un misero 17%. Proviamo a capire perché l’azienda non sia riuscita ad ottenere la crescita ed i risultati sperati.

Attenzione al cliente, sguardo critico e innovativo verso il mercato, storico e imponente know how sono elementi cardine della strategia dell’azienda.

Guardiamo agli investimenti fatti nel corso del 2017. Il filo rosso che ha trainato molte scelte è stata la protezione del brand, salvaguardare l’esclusività e la prestigiosità del marchio. Ecco perché l’azienda si è focalizzata sui negozi e sul sito online, che danno la possibilità di comunicare la filosofia, la storia e i valori.

Allo stesso modo di AEFEE mantiene attenzione ai propri lavoratori, conferendogli equilibrio tra vita lavorativa e vita privata, crescita sostenibile, utilizzo “normale” delle tecnologie. Ma anche nei confronti di tutti quei laboratori artigianali altamente specializzati che realizzano i

²⁴ Pag. 16-17, Analisi Finanziari Brunello Cuccinelli 2017

manufatti, prestando grandissima attenzione che rispettino la dignità morale dei propri dipendenti, in ambienti di lavoro sani e confortevoli. Guardiamo a qualche dato economico per capire come questa strategia ha effettivamente influenzato l'andamento.

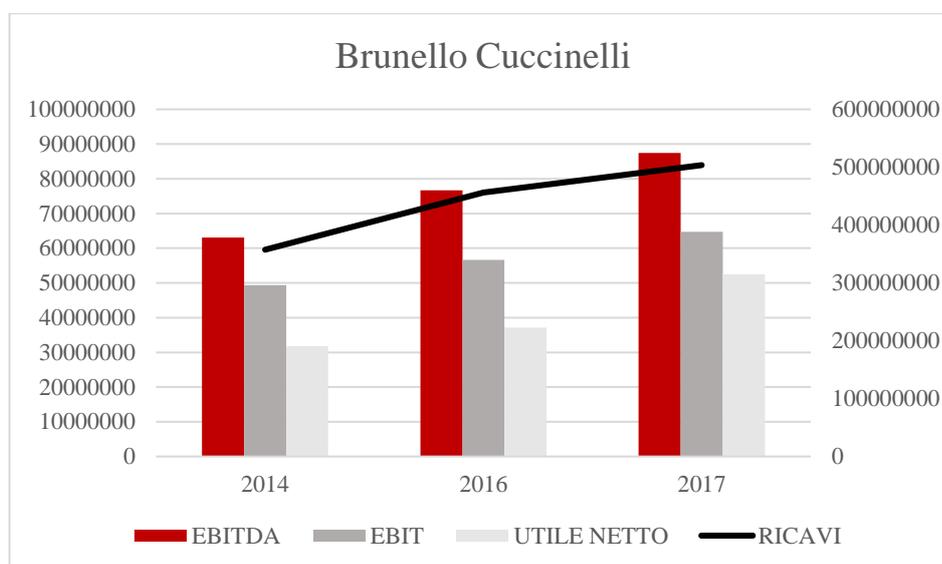


Grafico 8 – Brunello Cuccinelli

Nel 2017, come possiamo vedere nel Grafico 8, la percentuale di incremento dei ricavi rispetto all'esercizio 2016 è stata del 10,6%, per un totale di 505.684.000 €. L'EBITDA è incrementato del 17,3%, attestandosi 87.476.000 €, grazie a un decremento percentuale dei costi diretti di produzione, in particolare dei costi per le materie prime e per le lavorazioni esterne. I ricavi sono stati realizzati principalmente dal canale di vendita Retail, che però ha portato con sé maggiori costi operativi e quindi una maggiore riduzione percentuale dell'EBIT. L'Utile del 2017 è riconducibile all'effetto del beneficio derivante dal. "Patent Box"²⁵, con un decremento cumulato delle imposte dirette per 10.400.000 €.

L'andamento dell'azienda è stato molto positivo nell'ultimo periodo, gli investimenti hanno generato ricavi e valore atteso, coerentemente con i propri valori e la propria strategia. Purtroppo, però un prezzo così elevato ha fatto in modo che il rendimento finale non potesse essere sufficientemente elevato da garantire una rendita più che positiva finale.

5. Salvatore Ferragamo

²⁵ (Art. 1 L. 23.12.2014 nr. 190-Legge di stabilità 2015 e Decreto del Ministro dello Sviluppo Economico 30 luglio 2015)

“Il Gruppo è attivo nella creazione, **produzione e vendita di beni di lusso**, per uomo e donna, quali: calzature, pelletteria, abbigliamento, prodotti in seta, gioielli, altri accessori e profumi. L’offerta si contraddistingue per la sua esclusività ottenuta coniugando uno stile creativo e innovativo con la qualità e l’artigianalità tipiche del Made in Italy.

I principali fattori chiave di successo che hanno consentito lo sviluppo e il consolidarsi del proprio posizionamento competitivo possono essere così sintetizzati: storicità del marchio sinonimo di glamour ed **eleganza, qualità artigianale, creatività ed innovazione**; oltre 80 anni di storia associati a prodotti classic luxury di qualità superiore, da sempre **Made in Italy**; continua **innovazione del prodotto** con un elevato livello di **personalizzazione** e utilizzo di materiali rari e di pregio nonché di dettagli spesso particolari ed insoliti; utilizzo dei prodotti Ferragamo da parte di **esponenti di spicco del mondo del cinema**, del teatro e dello spettacolo.”²⁶

Queste sono le caratteristiche principali del gruppo che lo hanno reso vincente negli anni. Purtroppo, però il rendimento azionario dell’azienda ha visto un calo di circa il 23% negli ultimi anni, conseguenti ad un prezzo il cui rischio era dell’80%.

La strategia del Gruppo ha come obiettivo il rafforzamento della propria posizione competitiva tra i leader nel mercato mondiale del lusso, facendo leva sulla propria creatività, glamour, eccellenza artigianale italiana, heritage nel settore calzature e accessori, al fine di creare valore per gli azionisti attraverso una crescita sostenibile e profittevole.

Anche per Ferragamo la vendita e i canali sono uno degli elementi più impattanti nei costi e nella gestione, e dovrebbero generare maggior valore per l’azienda e conseguentemente maggiori ricavi. Riconosce però il periodo di innovazione e di sviluppo che il settore sta affrontando ed ha in previsione di rafforzare la propria infrastruttura IT e logistica.

Il modello organizzativo adottato dal Gruppo affida il processo produttivo interamente a manodopera specializzata presso laboratori esterni, pur mantenendo al proprio interno la gestione e l’organizzazione delle fasi di maggior rilievo della catena del valore. Il Gruppo si avvale di un modello operativo in grado di assicurare flessibilità ed efficienza al ciclo produttivo

²⁶ Analisi Finanziaria Salvatore Ferragamo 2017

e logistico, mediante l'utilizzo di un'ampia rete di produttori italiani selezionati, qualificati e fidelizzati da anni di collaborazione continuativa.

Queste le caratteristiche della gestione, guardiamo ora l'andamento economico e le sue performance negli ultimi due anni.

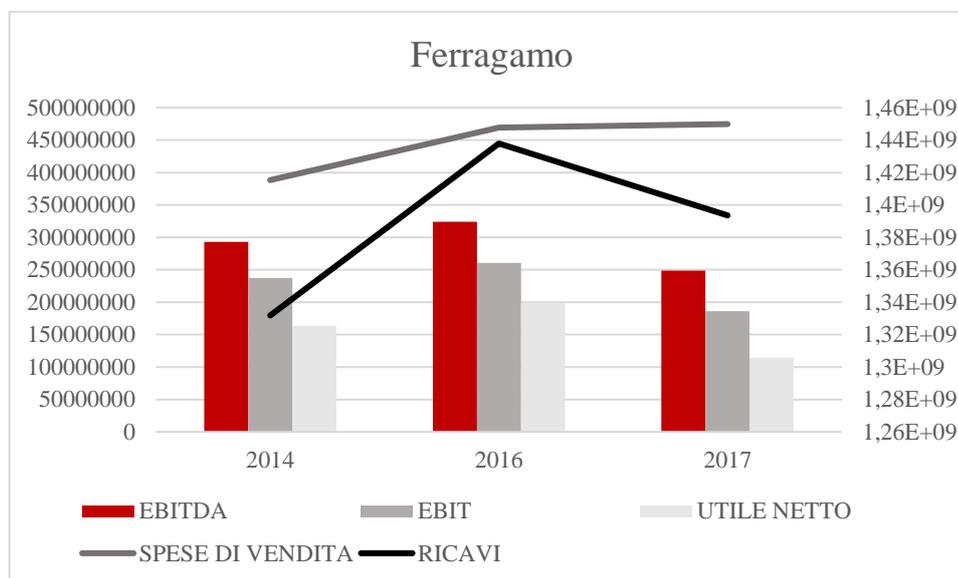


Grafico 9 - Ferragamo

Nel Grafico 9 vediamo che il fatturato dell'esercizio 2017, è diminuito del 3,1% del rispetto al 2016. Il decremento dei ricavi secondo l'azienda²⁷ è riconducibile in particolare al canale wholesale, all'effetto negativo delle forti tensioni in Corea del Sud, allo sfavorevole andamento dei cambi e alla razionalizzazione strategica distributiva in Giappone, che unitamente al piano di vendita di prodotti di precedenti collezioni tramite i punti vendita outlet del Gruppo ed altre iniziative specifiche tutte volte alla riduzione dello stock in eccesso, già iniziate nel corso del primo semestre 2017, hanno determinato una riduzione del 6,9% margine lordo di vendita; tutto questo insieme all'aumento del 1,2% costi operativi hanno ottenuto un peggioramento dell'andamento economico del Gruppo. L'EBITDA vede un decremento 23,3%, mentre l'EBIT cala del 28,6%. L'utile netto nel 2017 ha corrisposto a 114 300 000 €, diminuendo del 42,4% rispetto all'anno 2016.

²⁷ Analisi Finanziaria Salvatore Ferragamo 2017

Come Brunello Cuccinelli ha beneficiato del beneficio fiscale denominato “Patent Box”²⁸, che è andato a compensare l’incremento percentuale ante imposte che è arrivato ad essere 34,1% dal 19,3% dell’anno precedente. Il decremento dei ricavi ha influenzato negativamente l’andamento del prezzo delle azioni che già nel 2016 era in decrescita nonostante la buona gestione. Sia con Ferragamo che con Brunello Cuccinelli vediamo quanto le aspettative degli investitori possano essere la principale causa del crollo delle azioni di aziende il cui andamento gestionale sarebbe sufficientemente positivo da garantire un buon ritorno economico.

6. Tods

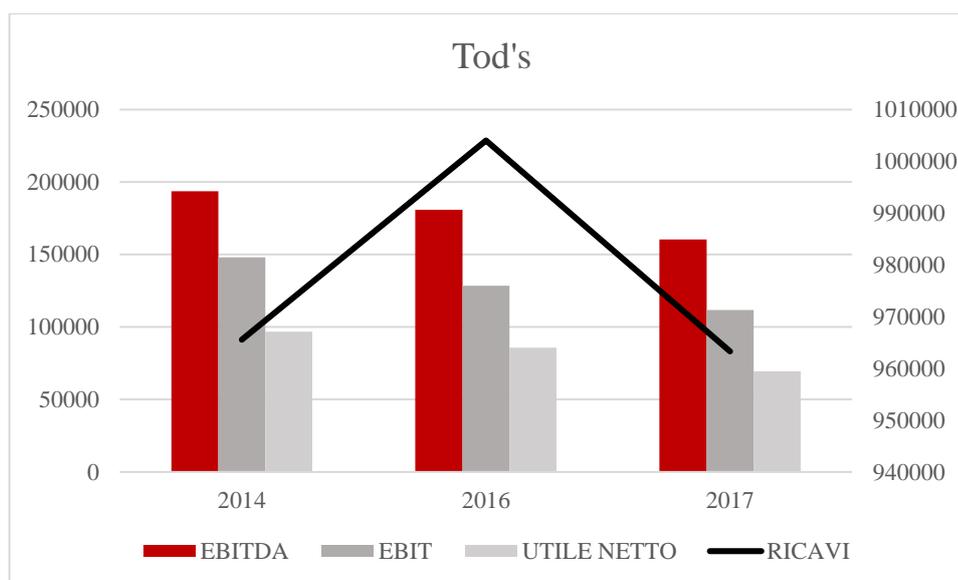


Grafico 10 – Tod's

È evidente nel Grafico 10 come Tod's abbia avuto un picco improvviso di ricavi nel 2016 e un calo drastico del 4,1% l'anno successivo. L'aumento dei ricavi è stato però seguito da un aumento dei costi più che proporzionali, raggiungendo un EBITDA ogni anno più basso e di conseguenza anche tutti gli altri indici.

Lo **scenario macroeconomico** nel quale il Gruppo opera continua ad essere caratterizzato dalle situazioni di incertezza che da tempo influenzano i mercati internazionali, rendendoli instabili e volatili. Il Gruppo ha risentito di questo contesto volatile nell'esercizio 2017, seguendo un

²⁸ (Art. 1 L. 23.12.2014 nr. 190-Legge di stabilità 2015 e Decreto del Ministro dello Sviluppo Economico 30 luglio 2015)

trend allineato ai mercati internazionali, vedendo un calo complessivo del 4,1%, evidente sia per quanto riguarda i ricavi sia per quanto riguarda i margini.

In particolare, il calo nei ricavi è dovuto principalmente a clienti terzi per un 8,4%, rispetto all'esercizio 2016, dovuto alla debolezza di questo canale in alcuni mercati importanti, quali Italia e USA.

Allo stesso modo, come naturale conseguenza dell'espansione del network dei punti vendita a gestione diretta, le spese commerciali ed in particolar modo la spesa per godimento beni di terzi (affitti delle locations e royalties passive) si attesta a 118,2 milioni di euro, in lieve aumento rispetto al dato del 2016 (in cui era pari a 117,4 milioni di euro). L'incidenza sui ricavi è passata quindi dall'11,7% del 016, al 12,3% del corrente esercizio. Diminuzione dei ricavi e aumento dei costi ha fatto scendere la sua quotazione di mercato, e se avessimo investito in questa azienda, la cui quota speculativa nel prezzo corrispondeva al 63% avremmo avuto una perdita nel 2016 e nel 2017 rispettivamente di -27% e -34%.

Anche in questo caso l'utilizzo del metodo del RE ci avrebbe salvaguardato nell'investire troppo per un'azienda che ci avrebbe fatto perdere.

3. Tasso di crescita moderato e perdite elevate

Analizziamo ora quelle aziende che avevano una quota speculativa implicita nel prezzo poco significativa ma che hanno avuto un rendimento particolarmente negativo (Tab. 5).

AZIENDA	G	RENDIMENTO	RENDIMENTO
		2016	2017
SAFILO	35%	-34%	-63%
CSP			
INTERNATIONAL	-35%	-34%	-39%

Tab 5 – Rendimento negativo

7. Safilo

In Safilo invece il prezzo è stato settato oltre le reali possibilità di crescita dell'azienda ed ha portato ad una grave perdita agli shareholders dell'azienda.

Il Gruppo doveva il proprio successo ad alcuni punti di forza che, nel loro insieme, lo distinguevano nel panorama del settore dell'occhialeria mondiale quali eccellenza nel design, nell'innovazione e nella qualità del prodotto; portafoglio marchi di prestigio, con una presenza di primo piano in diversi segmenti; flessibilità nella produzione; piattaforma distributiva su scala mondiale e presidio del territorio ed eccellenza nel servizio alla clientela.²⁹

I punti forza non sono stati mantenuti nel 2017, anno in cui la licenza di Gucci si è trasformata in un contratto di fornitura, anticipandola di due anni, dal Dicembre 2018 al Dicembre 2016, a cui è seguita un'indennità pari a 90 Milioni di Euro. A questa trasformazione è conseguita un calo netto delle vendite pari a 155 Milioni di Euro, ovvero un 12% rispetto all'anno precedente.

La conseguenza per i risultati del Gruppo è stata evidente, ed a questo evento si è aggiunta una difficile implementazione del nuovo sistema informativo per la gestione del centro distributivo di Padova, che ha avuto forti ricadute sulla qualità del servizio e sulla capacità di raccolta degli ordini nei mercati europei principali. Nella pubblicazione dei risultati dell'anno 2016³⁰ a marzo, Safilo ha informato il mercato che "le vendite e gli utili del primo trimestre 2017 erano stati impattati dai problemi del centro distributivo e che un completo recupero delle consegne e della normale operatività era prevista entro il secondo trimestre dell'anno." Operativamente parlando il recupero si è ottenuto a metà anno, ma la raccolta degli ordini ha continuato a sentirne le conseguenze, impattando negativamente principalmente sulle vendite e gli utili di tutto il 2017.

Guardiamo ora alcuni dati significativi del bilancio di Safilo per gli anni 2014, 2016, 2017.

²⁹ Analisi Finanziaria Safilo 2017

³⁰ Pag. 75, Analisi Finanziaria Safilo 2017

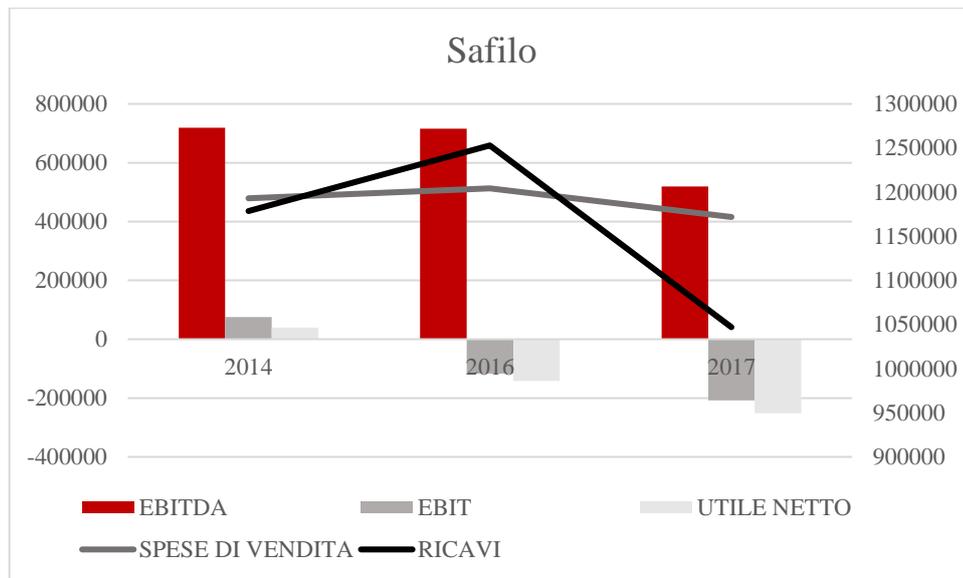


Grafico 11- Safilo

Ciò che salta immediatamente all'occhio nel Grafico 11 è un crollo dei ricavi, ovvero delle vendite, nel 2017, mentre fino al 2016 si era visto un aumento e di conseguenza le prospettive e le previsioni erano rosee per l'azienda. Nonostante il drastico crollo i costi relativi alle spese di vendita, che qui come in Luxottica dovrebbero essere focalizzate alla creazione del vantaggio competitivo, siano rimasti pressoché costanti. Bisogna pensare che per un'azienda non è automatico tagliare costi laddove non si guardava al risparmio e si puntava tutto. Il costo del venduto poi è passato da un 39% dei ricavi al primo anno a un 50% nel 2017, ovviamente conseguenza della cattiva implementazione del nuovo sistema logistico e produttivo. A questi due elementi segue un crollo degli utili già nel 2016 ma ancora più evidente nel 2017, che ha fatto crollare il valore dell'azienda in borsa e ha portato delle perdite ai suoi investitori.

Il titolo Safilo ha infatti perso il 40% nel 2017, principalmente a causa dello sviluppo negativo del business e di notizie settoriali che hanno sottointeso un intensificarsi di un contesto competitivo sfidante.

Il motivo per cui nel 2014 il prezzo era così sopraelevato lo andiamo a ricercare nell'analisi finanziaria di quello stesso anno. Nel 2014 si intravedeva un grande potenziale di sviluppo nel medio e lungo termine nelle categorie vista e sole, sono stati avviati cambiamenti significativi all'interno della leadership aziendale e delle strategie operative, ponendo le basi per una fase ulteriore dello sviluppo del Gruppo. È stato così possibile garantire volumi di produzione di

rilievo che unitamente al pagamento dell'indennità hanno compensato l'impatto economico derivante dalla conclusione anticipata della licenza, diluendone l'impatto industriale nell'arco di diversi anni.

La diluizione dell'impatto non ha però funzionato e si è riversata completamente nell'anno del 2017 abbattendo drasticamente le vendite e di conseguenza il prezzo delle azioni. Se a questa cattiva previsione ci aggiungiamo poi la cattiva gestione dell'implementazione della catena produttiva e logistica otteniamo quindi la motivazione del nostro risultato, che sarebbe stato difficilmente prevedibile, vista la straordinarietà degli eventi causa.

8. Csp International

Csp è diversa da Safilo, diversa perché nonostante avesse un prezzo inferiore al valore reale più il Residual Earnings, ha avuto comunque un andamento negativo del prezzo stesso.

Protagonista nella distribuzione a livello internazionale, CSP opera attraverso capillari reti di vendita in Italia e in Francia e attraverso distributori specializzati in oltre 40 paesi al mondo ed i suoi prodotti sono presenti nei principali Department Stores internazionali.

A differenza di tutte le altre aziende del settore non ha ancora una politica retail e di distribuzione solida ed in crescita. Infatti, i prossimi passi prevedono l'apertura di flagshipstore Oroblù sia in Italia che all'estero e l'affiancamento ai negozi multi brand con innovative soluzioni espositive e corner shop-in-shop dedicati ai prodotti Oroblù. Ciò vuol dire che non si sono ancora mossi oltre che non sono ancora solidamente presenti nel mercato.

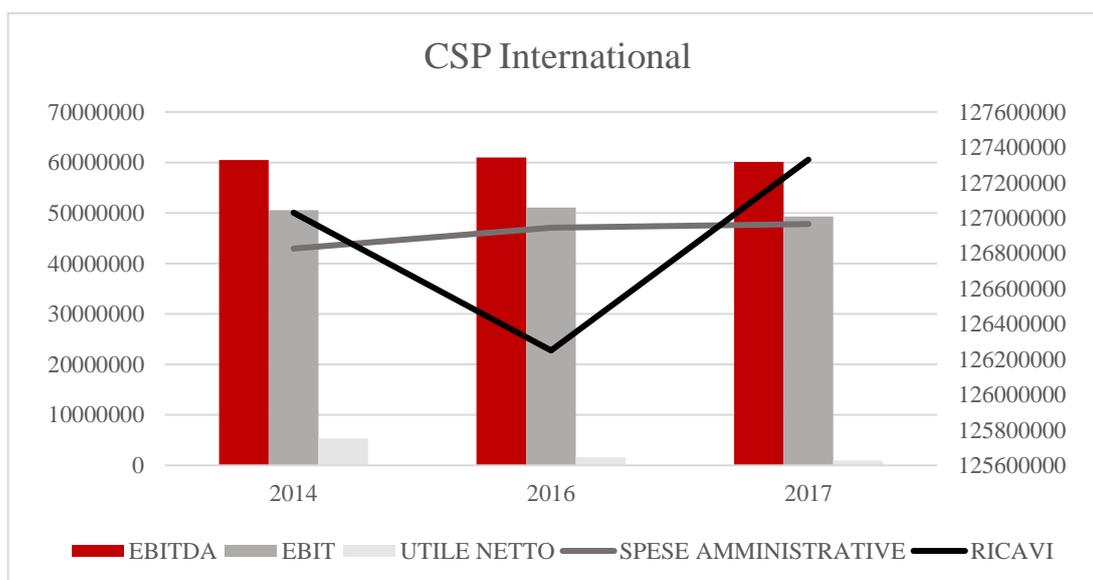


Grafico 12 – Csp International

Come Tods anche CSP ha risentito di un ambiente macroeconomico volatile ed incerto. In questo contesto, e nell'andamento sfavorevole in particolar modo del mercato francese, dove i consumi sono diminuiti dell'11,6%, il fatturato consolidato si è contratto, come possiamo vedere nel Grafico 12.

È evidente come le spese che più incidono siano le spese amministrative e non quelle di vendita. Le spese amministrative sono necessarie ma non portano valore ovvero ricavi all'azienda. Il prezzo del 2014 era quindi coerente con l'andamento negativo dell'azienda, che è poi continuato negli anni successivi sino ad oggi.

Csp è un ottimo esempio per ricordarsi di non fermarsi solamente ai numeri, perché è fondamentale comprendere un'azienda prima di investire su di essa, nonostante Penman consigli correttamente la maggior parte delle volte.

4. Un caso a parte

Unica nel suo genere Moncler che, nonostante ben il 75% del prezzo fosse speculativo nel 2014, contro qualsiasi previsione ha ottenuto un rendimento del 56% nel 2017, che non possiamo considerare irrilevante (Tab. 6).

AZIENDA	G	RENDIMENTO 2016	RENDIMENTO 2017
MONCLER	75%	13%	56%

Tab 6 - Moncler

9. Moncler

I risultati per l'anno 2017 sono stati superiori alle aspettative della comunità finanziaria, confermando l'affidabilità del Gruppo e la **validità della nuova strategia**.

Remo Ruffinini, Presidente ed Amministratore Delegato di Moncler, nella Lettera agli Azionisti (2017) riporta “È stato fatto un importante lavoro sul **concept degli store**, inaugurando

importanti flagship store come quelli di Milano Montenapoleone e Hong Kong Canton Road, ma anche sulla multicanalità della distribuzione. Non perdendo mai di vista i cambiamenti della realtà contemporanea e quindi le esigenze dei suoi clienti. Da questa analisi è nato un nuovo progetto non solo creativo, ma anche comunicativo ed organizzativo: **Moncler Genius**, di cui sentiremo molto parlare nei prossimi mesi.”

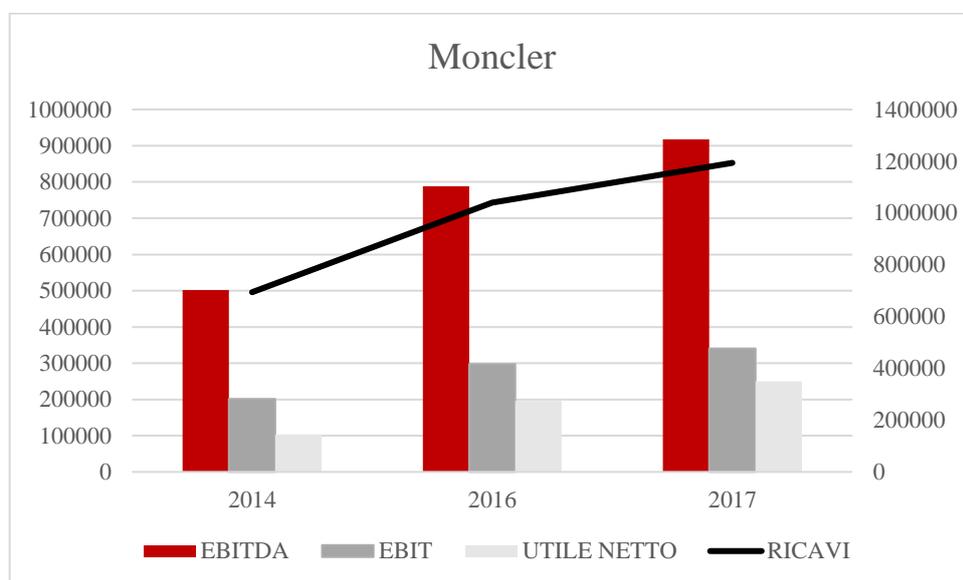


Grafico 13 - Moncler

Il fatturato, vediamo nel Grafico 13, ha sfiorato un miliardo e duecento milioni di euro (+17%) I costi del prodotto sono diminuiti e l'EBITDA è stato pari al 34,5% del fatturato, mentre l'utile netto è cresciuto del 27%.

Attenzione al cliente e ai cambiamenti macro e microeconomici, innovazione e comprensione profonda degli obiettivi sono stati gli elementi che hanno fatto e che faranno vincere Moncler nel mercato mondiale.

Le previsioni nel 2014 per Moncler non erano delle migliori, il prezzo era speculativo al 75%. Eppure, il brand ha deciso di cambiare rotta, stravolgendo la sua immagine e migliorandola. Non potevamo saperlo a priori. Come detto prima, guardare alla strategia dell'azienda è fondamentale per non incappare in errori, aiutando i numeri a diventare valori più realistici.

Sarebbe curioso capire se investire ora nell'azienda sia più o meno indicato. Il prezzo potrebbe aver subito una crescita speculativa dato il cambio di rotta e il nuovo progetto che partirà a breve. Sarà un successo o un fallimento?

5. Aziende non significative

Ci sono infine aziende (Tab. 7) nel cui prezzo risiedeva un basso rischio e che hanno avuto un rendimento moderato e non rilevante, anche rispettivamente alla previsione iniziale, e che per questo motivo **non andremo ad analizzare**.

AZIENDA	G	RENDIMENTO	RENDIMENTO
		2016	2017
B&C SPEAKERS	54%	16%	56%
DE LONGHI	53%	31%	39%
LUXOTTICA	37%	-2%	-9%
ELICA	-9%	7%	38%
EMAK	-13%	-10%	34%

Tab 7 – Rendimento aziende non significative

CONCLUSIONE

Per concludere questa prova finale sintetizzeremo i **risultati** ottenuti dall'analisi delle singole aziende, effettuata col fine di raggiungere l'obiettivo che ci eravamo prefissati all'inizio dell'elaborato: valutare le aziende del settore FTSE Italia Moda Prodotti per la Casa e per la Persona, utilizzando il metodo del Residual Earnings e quindi capire tramite l'analisi empirica in che modo ci abbia aiutato nella comprensione del valore reale dell'investimento nelle aziende selezionate.

Dopo avere analizzato la correlazione tra grado di rischio, tasso di sconto e rendimento abbiamo contestualizzato l'azienda nell'ecosistema in cui opera. È evidente come l'andamento negativo viene spesso ricondotto dall'azienda stessa nella sua analisi finanziaria al contesto macroeconomico, che abbiamo visto venire usato spesso come capro espiatorio per effetti negativi e come punto di partenza in caso di andamenti positivi, nonostante per le aziende analizzate in questa prova finale l'ecosistema sia lo stesso.

Abbiamo quindi osservato la condizione economica delle singole aziende, prestando particolare attenzione all'individuazione degli elementi di spesa più significativi per comprendere sia l'andamento anno dopo anno, sia il focus principale della strategia dell'azienda stessa. Abbiamo deciso di iniziare l'analisi con la migliore performance del mercato per crearci un benchmark e capire i **KPI** del successo sia dal punto di vista economico che gestionale.

I risultati ottenuti ci hanno permesso di dividere le aziende tra quelle che hanno dato evidenza della **teoria del rischio di Penman**, quelle con tasso di crescita moderato e perdite elevate, Moncler, che abbiamo visto rappresenta un caso a sé, e quelle coerenti con i risultati e non significative, che di conseguenza non analizzeremo nello specifico. L'obiettivo dell'analisi successiva alla valutazione empirica è stato comprendere le motivazioni delle casistiche in cui i risultati non sono stati con il modello teorico del Residual Earnings.

Le aziende i cui risultati hanno dato evidenza negativa della correttezza del modello del RE, quali Brunello Cuccinelli, Ferragamo, Stefanel e Tod's, nonostante abbiano avuto un andamento generalmente positivo nell'ultimo periodo, hanno risentito della speculazione precedentemente avvenuta sul prezzo delle loro azioni e di conseguenza il rendimento finale non è stato sufficientemente elevato da garantire una più che positiva. È così evidente che la speculazione è tra le principali cause del crollo delle azioni di aziende il cui andamento

gestionale sarebbe sufficientemente positivo da garantire un buon ritorno economico. Penman aveva ragione e ci avrebbe salvaguardato nell'investire troppo per un'azienda che ci avrebbe fatto perdere.

Tra le aziende con tasso di crescita moderato e perdite elevate troviamo Safilo e Csp. Questo risultato è stato dovuto a dilazioni dei ricavi e a fallimenti gestionali e manageriali che hanno allo stesso tempo aumentato i costi e diminuito le vendite e quindi il fatturato. È fondamentale fare attenzione alla manipolazione del bilancio da parte dell'azienda, soprattutto in quanto ad allocazione dei ricavi presenti nel tempo, come accaduto con Safilo, dal momento che è uno dei pochi fattori che il modello del RE non riesce a cogliere nella valutazione dell'azione e quindi della solidità dell'azienda.

Moncler invece ha rappresentato un caso specifico, poiché nonostante ben il 75% del prezzo fosse speculativo nel 2014, contro qualsiasi previsione ha ottenuto un rendimento del 56% nel 2017 grazie a un cambio di rotta drastico in quanto a strategie di vendita inerente al rinnovamento degli store, che ha portato il brand a riacquisire valore sul mercato e ad aumentare le vendite in modo più che proporzionale rispetto ai costi di gestione. Ovviamente avvenimento imprevedibile guardando solamente ai numeri di bilancio e al valore nel mercato azionario.

Ci sono infine aziende nel cui prezzo risiedeva un basso rischio e che hanno avuto un rendimento moderato e non rilevante, anche rispettivamente alla previsione iniziale, e che per questo motivo non abbiamo analizzato.

L'incoerenza dei risultati non è sinonima di fallimento del modello stesso bensì abbiamo capito che cambi repentini nel management e accadimenti di eventi imprevisi possono modificare le previsioni sia in positivo che in negativo. Complessivamente, come abbiamo visto con la simulazione di portafoglio, i nostri investimenti sarebbero stati profittevoli. Ovviamente non differenziare ed investire in una sola azienda aumenta notevolmente il rischio per l'investitore e talvolta, nonostante la correttezza del modello del RE, si può incorrere in investimenti sbagliati. È stato infatti evidente come, sia nel 2016 che nel 2017, gli investimenti più rischiosi abbiano avuto un rendimento nettamente inferiore rispetto a quelli più sicuri e stabili, esattamente come previsto dal modello di Penman utilizzato, il Residual Earnings.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Balachandran, S. and Mohanram, P., 2012. Using residual income to refine the relationship between earnings growth and stock returns. *Review of Accounting Studies*, 17(1), pp.134-165.

Bernard, V.L. and Stober, T.L., 1989. The nature and amount of information in cash flows and accruals. *Accounting review*, pp.624-652

Berk, J.B., DeMarzo, P.M., Venanzi, D. and Morresi, O., 2015. *Finanza aziendale 1*. Pearson Paravia Bruno Mondadori

Cappellari, R., 2016. *Marketing della moda e dei prodotti lifestyle*. Carocci.

Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., 1990. *Valuation: measuring and managing the value of companies*; John Wiley and sons.

Crivelli G., 2017. Il lusso «vede» il rilancio nel 2017, Italia: Il Sole 24 Ore. Disponibile su <<http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-01-04/il-lusso-vede-rilancio-2017-063647.shtml?uuid=ADLwusPC>> [Data di accesso: 08/05/2018]

D'Arpizio C., maggio 2017, Altagamma 2017 Worldwide Markets Monitor, Milano: Altagamma. Disponibile su <<https://www.economist.com/news/special-report/21635761-modern-luxury-industry-rests-paradox-but-thriving-nonetheless-says-brooke>> [Data di accesso: 05/05/2018]

Dechow, P.M., Kothari, S.P. and Watts, R.L., 1998. The relation between earnings and cash flows. *Journal of accounting and Economics*, 25(2), pp.133-168.

Imran A., Achim B., Kappelmark S., Hedrich S., Andersson J., Drageset M., 2018. *The State of Fashion 2018*. McKinsey&Company in collaborazione con Business of Fashion

Kotler, P., Armstrong, G., Ancarani, F.G. and Costabile, M., 2015. *Principi di marketing*. Pearson Italia.

Levin, J. and Olsson, P., 2000. Terminal value techniques in equity valuation: implications of the steady state assumption. *SSE/EFI Working Paper Series in Business Administration*, 7.

Miller, M.H. and Modigliani, F., 1961. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *the Journal of Business*, 34(4), pp.411-433.

- Nissim, D. and Penman, S.H., 1999. Ratio analysis and equity valuation: From research to practice. Working Paper of Columbia University
- Ohlson, J.A., 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary accounting research*, 11(2), pp.661-687.
- Olsson, P., 1998. Studies in company valuation. Economic Research Institute, Stockholm School of Economics [Ekonomiska forskningsinstitutet vid Handelshögsk.](EFI),.
- Penman, S.H., 1992. Return to fundamentals. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 7(4), pp.465-483.
- Penman, S.H. and Sougiannis, T., 1998. A comparison of dividend, cash flow, and earnings approaches to equity valuation. *Contemporary accounting research*, 15(3), pp.343-383.
- Penman, S., 2011. *Accounting for value*. Columbia University Press.
- Penman, S., 2015. *Financial statement analysis and security valuation*. New York, NY: McGraw-Hill/Irwin
- Plenborg, T., 2002. Firm valuation: comparing the residual income and discounted cash flow approaches. *Scandinavian Journal of Management*, 18(3), pp.303-318
- Pugliese, Ex9_Penman_RE exercises_v0 lock, Advanced Financial Accounting Mod.A, Master's Degree in business & Administration
- Ohlson, J.A. and Juettner-Nauroth, B.E., 2005. Expected EPS and EPS growth as determinants of value. *Review of accounting studies*, 10(2-3), pp.349-365.
- Skogsvik, K. and Juettner-Nauroth, B.E., 2013. A note on accounting conservatism in residual income and abnormal earnings growth equity valuation. *The British Accounting Review*, 45(1), pp.70-80.

SITOGRAFIA

- www.borsaitaliana.it
- <http://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/settori/lista.html?indexCode=IT3700&lang=it>
- www.finance.yahoo.com

APPENDICE

Aziende analizzate

1. AEF FE SPA

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2014

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2015

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2016

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017

	2014	2015	2016	2017
Data				
PRICE - anno iniziale	75.261.115,30	234.694.433,70	160.721.668,50	283.757.780,00
BOOK VALUE	191.698.000,00	186.082.000,00	176.508.000,00	168.783.000,00
P/B	0,39	1,26	0,91	1,68
EARNINGS	4.006.000,00	1.708.728,00	4.376.369,00	11.502.059,00
P/E	18,79	137,35	36,72	24,67
DIVIDENDS	-	-	-	-
# Shares Out	107.362.504,00	107.362.504,00	107.362.504,00	128.630.000,00
r	6%			

	Actual	Point Forecasts		Long-Term Projections
RE method				
	-	1,00	2,00	3,00
EPS	0,04	0,02	0,04	0,09
DPS	-	-	-	-
BPS	1,79	1,73	1,64	1,31
ROCE		0,01	0,02	0,05
RE (per share)	-	0,09	0,06	0,00
RE growth		-	0,33	0,94
discount factor		1,06	1,12	1,18
RE @ Present Time	-	0,08	0,05	-
RE Total	- 0,13			

	2014	2015	2016	2017
Speculation, value				
Price (per Share)	0,70	2,19	1,50	2,21
BPS	1,79	1,73	1,64	1,31
RE	- 0,13			
Differential (Speculative)	- 0,95	-136%		
expected g if P=15	105%			
Continuing RE (no growth)				

2. B&C Speakers

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2014

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2015

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2016

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017

	2014	2015	2016	2017
Data				
PRICE - anno iniziale	62.793.500,00	80.793.900,00	83.463.600,00	120.560.000,00
BOOK VALUE	17.315.321,00	18.099.139,00	21.863.930,00	17.814.000,00
P/B	3,63	4,46	3,82	6,77
EARNINGS	4.452.084,00	5.184.189,00	6.307.000,00	6.107.000,00
P/E	14,10	15,58	13,23	19,74
DIVIDENDS	-	3.465.000,00	3.755.000,00	10.900.000,00
# Shares Out	11.000.000,00	11.000.000,00	11.000.000,00	11.000.000,00
r	7%			

	Actual	Point Forecasts		Long-Term Projections
RE method				
	-	1,00	2,00	3,00
EPS	0,40	0,47	0,57	0,56
DPS	-	0,32	0,34	0,99
BPS	1,57	1,65	1,99	1,62
ROCE		0,30	0,35	0,28
RE (per share)		0,36	0,46	0,41
RE growth			0,27	-
discount factor		1,07	1,15	1,23
RE @ Present Time		0,34	0,40	0,34
RE Total	1,07			

	2014	2015	2016	2017
Speculation value				
Price (per Share)	5,71	7,34	7,59	10,96
BPS	1,57	1,65	1,99	1,62
RE	1,07			
Differential (Speculative)	3,07	54%		
expected g if P=15	99%			
Continuing RE (no growth)	4,72			

3. Brunello Cuccinelli

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2014

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2015

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2016

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017

	2014	2015	2016	2017
Data				
PRICE - anno iniziale	1.260.040.000,00	1.109.760.000,00	1.383.120.000,00	1.849.600.000,00
BOOK VALUE	170.325.000,00	196.778.000,00	225.882.000,00	263.191.000,00
P/B	7,40	5,64	6,12	7,03
EARNINGS	31.787.000,00	32.949.000,00	37.119.000,00	52.485.000,00
P/E	39,64	33,68	37,26	35,24
DIVIDENDS		8.435.000,00	8.889.000,00	11.048.000,00
# Shares Out	68.000.000,00	68.000.000,00	68.000.000,00	68.000.000,00
r	8%			

	Actual	Point Forecasts		Long-Term Projections
Re method				
	-	1,00	2,00	3,00
EPS	0,47	0,48	0,55	0,77
DPS	-	0,12	0,13	0,16
BPS	2,50	2,89	3,32	3,87
ROCE		0,19	0,19	0,23
RE (per share)		0,28	0,31	0,51
RE growth			0,11	0,61
discount factor		1,08	1,17	1,26
RE @ Present Time		0,26	0,27	0,40
RE Total	0,93			

	2014	2015	2016	2017
Speculation value				
Price (per Share)	18,53	16,32	20,34	27,20
BPS	2,50	2,89	3,32	3,87
RE	0,93			
Differential (Speculative)	15,09	81%		
expected g if P=15	106%			
Continuing RE (no growth)	5,02			

4. Csp International

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2014

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2015

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2016

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017

	2014	2015	2016	2017
Data				
PRICE - anno iniziale	46.463.281,22	36.019.852,22	34.922.294,40	34.223.848,51
BOOK VALUE	71.420.000,00	71.809.000,00	71.511.000,00	71.176.000,00
P/B	0,65	0,50	0,49	0,48
EARNINGS	5.350.000,00	1.880.000,00	1.610.000,00	1.000.000,00
P/E	8,68	19,16	21,69	34,22
DIVIDENDS		1.662.966,40	1.330.373,12	1.330.373,12
# Shares Out	33.259.328,00	33.259.328,00	33.259.328,00	33.259.328,00
r	7%			

	Actual	Point forecast		Long-Term Projections
RE Method				
	-	1,00	2,00	3,00
EPS	0,16	0,06	0,05	0,03
DPS	-	0,05	0,04	0,04
BPS	2,15	2,16	2,15	2,14
ROCE		0,03	0,02	0,01
RE (per share)		- 0,09	- 0,10	- 0,11
RE growth			0,10	0,19
discount factor		1,07	1,14	1,21
RE @ Present Time		- 0,08	- 0,08	- 0,09
RE Total	- 0,26			

	2014	2015	2016	2017
Speculation value				
Price (per Share)	1,40	1,08	1,05	1,03
BPS	2,15	2,16	2,15	2,14
RE	- 0,26			
Differential (Speculative)	- 0,49	-35%		
expected g if P=15	92%			
Continuing RE (no growth)	- 1,40			

5. De Longhi

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2014

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2015

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2016

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017

	2014	2015	2016	2017
Data				
PRICE - anno iniziale	2.238.015.000,00	4.126.200.000,00	3.347.305.000,00	3.807.765.000,00
BOOK VALUE	786.100.000,00	905.856.000,00	1.014.000.000,00	1.021.729.000,00
P/B	2,85	4,56	3,30	3,73
EARNINGS	176.261.000,00	181.215.000,00	173.898.000,00	128.803.000,00
P/E	12,70	22,77	19,25	29,56
DIVIDENDS		61.295.000,00	65.800.000,00	119.600.000,00
# Shares Out	149.500.000,00	149.500.000,00	149.500.000,00	149.500.000,00
r	7%			

	Actual	Point Forecasts		Long-Term Projections
RE method				
	-	1,00	2,00	3,00
EPS	1,18	1,21	1,16	0,86
DPS	-	0,41	0,44	0,80
BPS	5,26	6,06	6,78	6,83
ROCE		0,23	0,19	0,13
RE (per share)		0,84	0,74	0,39
RE growth			- 0,12	- 0,48
discount factor		1,07	1,14	1,23
RE @ Present Time		0,79	0,65	0,32
RE Total	1,75			

	2014	2015	2016	2017
Speculation value				
Price (per Share)	14,97	27,60	22,39	25,47
BPS	5,26	6,06	6,78	6,83
RE	1,75			
Differential (Speculative)	7,96	53%		
expected g if P=15	104%			
Continuing RE (no growth)	4,51			

6. Elica

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2014

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2015

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2016

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017

	2014	2015	2016	2017
Data				
PRICE - anno iniziale	103.370.805,10	123.163.894,50	115.097.745,20	151.891.795,30
BOOK VALUE	115.610.000,00	119.208.000,00	109.258.000,00	104.494.000,00
P/B	0,89	1,03	1,05	1,45
EARNINGS	3.486.000,00	7.445.000,00	- 5.500.000,00	1.392.000,00
P/E	29,65	16,54	- 20,93	109,12
DIVIDENDS		2.551.000,00	1.831.000,00	1.261.000,00
# Shares Out	62.047.302,00	62.047.302,00	62.047.302,00	62.047.302,00
r	2%			

	Actual	Point Forecasts		Long-Term Projections
RE method				
	-	1,00	2,00	3,00
EPS	0,06	0,12	- 0,09	0,02
DPS	-	0,04	0,03	0,02
BPS	1,86	1,92	1,76	1,68
ROCE		0,06	- 0,05	0,01
RE (per share)		0,08	- 0,13	- 0,01
RE growth			- 2,54	- 0,90
discount factor		1,02	1,04	1,06
RE @ Present Time		0,08	- 0,12	- 0,01
RE Total	- 0,05			

	2014	2015	2016	2017
Speculation value				
Price (per Share)	1,67	1,99	1,86	2,45
BPS	1,86	1,92	1,76	1,68
RE	- 0,05			
Differential (Speculative)	- 0,14	-9%		
expected g if P=15	95%			
Continuing RE (no growth)	- 0,60			

7. Emak

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2014

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2015

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2016

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017

	2014	2015	2016	2017
Data				
PRICE - anno iniziale	140.560.568,90	125.923.953,50	148.819.217,80	240.400.274,90
BOOK VALUE	160.099.000,00	168.488.000,00	181.668.000,00	187.505.000,00
P/B	0,88	0,75	0,82	1,28
EARNINGS	10.185.000,00	8.992.000,00	17.683.000,00	16.435.000,00
P/E	13,80	14,00	8,42	14,63
DIVIDENDS		4.105.000,00	4.177.000,00	5.815.000,00
# Shares Out	163.537.602,00	163.537.602,00	163.537.602,00	163.537.602,00
r	9%			

	Actual	Point Forecasts		Long-Term Projections
RE method				
	-	1,00	2,00	3,00
EPS	0,06	0,06	0,11	0,10
DPS	-	0,03	0,03	0,04
BPS	0,98	1,03	1,11	1,15
ROCE		0,06	0,11	0,09
RE (per share)	-	0,03	0,02	0,01
RE growth			- 1,69	- 0,73
discount factor		1,09	1,18	1,28
RE @ Present Time	-	0,03	0,02	-
RE Total	- 0,01			

	2014	2015	2016	2017
Speculation value				
Price (per Share)	0,86	0,77	0,91	1,47
BPS	0,98	1,03	1,11	1,15
RE	- 0,01			
Differential (Speculative)	- 0,11	-13%		
Continuing RE (no growth)	0,05			

8. Ferragamo

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2014

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2015

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2016

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017

	2014	2015	2016	2017	
Data	PRICE - anno iniziale	4.110.888.100,00	3.698.283.600,00	3.777.436.300,00	3.713.440.500,00
	BOOK VALUE	508.200.000,00	608.741.000,00	722.614.000,00	748.431.000,00
	P/B	8,09	6,08	5,23	4,96
	EARNINGS	156.600.000,00	172.700.000,00	202.000.000,00	118.600.000,00
	P/E	26,25	21,41	18,70	31,31
	DIVIDENDS		71.399.000,00	78.889.000,00	77.643.000,00
	# Shares Out	168.410.000,00	168.410.000,00	168.410.000,00	168.410.000,00
	r	7%			

	Actual	Point Forecasts		Long-Term Projections		
RE model		-	1,00	2,00	3,00	
	EPS	0,93	1,03	1,20	0,70	
	DPS	-	0,42	0,47	0,46	
	BPS	3,02	3,61	4,29	4,44	
	ROCE		0,34	0,33	0,16	
	RE (per share)		0,81	0,94	0,40	
	RE growth			0,16	-	0,58
	discount factor		1,07	1,15	1,23	
	RE @ Present Time		0,76	0,82	0,33	
	RE Total	1,90				

	2014	2015	2016	2017	
Speculation value	Price (per Share)	24,41	21,96	22,43	22,05
	BPS	3,02	3,61	4,29	4,44
	RE	1,90			
	Differential (Speculative)	19,49	80%		
	expected g if P=15	106%			
	Continuing RE (no growth)	4,58			

9. Luxottica

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2014

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2015

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2016

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017

	2014	2015	2016	2017	
Data	PRICE - anno iniziale	7.349.036.405,00	10.016.678.123,00	8.356.771.462,00	8.414.009.623,00
	BOOK VALUE	2.876.188.966,00	2.826.031.285,00	2.652.272.088,00	2.862.473.956,00
	P/B	2,56	3,54	3,15	2,94
	EARNINGS	646.014.000,00	806.873.000,00	848.000.000,00	1.038.000.000,00
	P/E	11,38	12,41	9,85	8,11
	DIVIDENDS		91.654.708,00	86.020.681,00	83.123.947,00
	# Shares Out	163.537.602,00	163.537.602,00	163.537.602,00	163.537.602,00
	r	8%			

	Actual	Point Forecasts		Long-Term Projections	
RE model		-	1,00	2,00	3,00
	EPS	3,95	4,93	5,19	6,35
	DPS	-	0,56	0,53	0,51
	BPS	17,59	17,28	16,22	17,50
	ROCE		0,28	0,30	0,39
	RE (per share)		3,56	3,84	5,08
	RE growth			0,08	0,32
	discount factor		1,08	1,16	1,25
	RE @ Present Time		3,30	3,30	4,06
	RE Total	10,66			

	2014	2015	2016	2017	
Speculation value	Price (per Share)	44,94	61,25	51,10	51,45
	BPS	17,59	17,28	16,22	17,50
	RE	10,66			
	Differential (Speculative)	16,69	37%		
	expected g if P=15	88%			
	Continuing RE (no growth)	52,01			

10. Moncler

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2014

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2015

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2016

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017

	2014	2015	2016	2017	
Data	PRICE - anno iniziale	2.777.500.000,00	3.283.630.874,00	4.127.878.560,00	6.654.386.482,00
	BOOK VALUE	420.600.000,00	546.807.000,00	703.571.000,00	923.531.000,00
	P/B	6,60	6,01	5,87	7,21
	EARNINGS	103.300.000,00	167.900.000,00	196.000.000,00	249.700.000,00
	P/E	26,89	19,56	21,06	26,65
	DIVIDENDS		30.484.000,00	35.404.000,00	45.582.000,00
	# Shares Out	250.000.000,00	250.086.129,00	249.268.029,00	252.060.094,00
	r	15%			

	Actual	Point Forecasts		Long-Term Projections	
RE model		-	1,00	2,00	3,00
	EPS	0,41	0,67	0,79	0,99
	DPS	-	0,12	0,14	0,18
	BPS	1,68	2,19	2,82	3,66
	ROCE		0,40	0,36	0,35
	RE (per share)		0,42	0,46	0,57
	RE growth			0,09	0,24
	discount factor		1,15	1,32	1,52
	RE @ Present Time		0,37	0,35	0,37
	RE Total	1,09			

	2014	2015	2016	2017	
Speculation value	Price (per Share)	11,11	13,13	16,56	26,40
	BPS	1,68	2,19	2,82	3,66
	RE	1,09			
	Differential (Speculative)	8,34	75%		
	expected g if P=15	111%			
	Continuing RE (no growth)	2,50			

11. Safilo

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2014

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2015

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2016

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017

Data		2014	2015	2016	2017
	PRICE - anno iniziale	674.126.922,70	682.666.618,50	498.773.321,40	296.381.634,50
	BOOK VALUE	971.500.000,00	997.500.000,00	872.800.000,00	533.200.000,00
	P/B	0,69	0,68	0,57	0,56
	EARNINGS	39.100.000,00	- 52.700.000,00	- 142.100.000,00	- 251.600.000,00
	P/E	17,24	- 12,95	- 3,51	- 1,18
	DIVIDENDS		30.484.000,00	35.404.000,00	45.582.000,00
	# Shares Out	62.534.965,00	62.629.965,00	62.659.965,00	62.659.965,00
	r	6%			

RE model		Actual	Point Forecasts		Long-Term Projections
		-	1,00	2,00	3,00
	EPS	0,63	- 0,84	- 2,27	- 4,02
	DPS	-	0,49	0,57	0,73
	BPS	15,54	15,93	13,93	8,51
	ROCE		- 0,05	- 0,14	- 0,29
	RE (per share)		- 1,72	- 3,17	- 4,81
	RE growth			0,84	0,52
	discount factor		1,06	1,12	1,18
	RE @ Present Time		- 1,63	- 2,84	- 4,07
RE Total	- 8,54				

Speculation value		2014	2015	2016	2017
	Price (per Share)	10,78	10,90	7,96	4,73
	BPS	15,54	15,93	13,93	8,51
	RE	- 8,54			
	Differential (Speculative)	3,79	35%		
	expected g if P=15	-7%			
Continuing RE (no growth)	- 71,70				

12. Stefanel

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2014

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2015

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2016

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017

	2014	2015	2016	2017
Data				
PRICE - anno iniziale	24.732.470,29	20.100.415,02	11.580.138,17	14.961.200,41
BOOK VALUE	10.800.000,00	2.300.000,00	-23.962.000,00	13.200.000,00
P/B	2,29	8,74	- 0,48	1,13
EARNINGS	- 7.664.000,00	- 7.689.000,00	-25.320.000,00	13.715.000,00
P/E	- 3,23	- 2,61	- 0,46	1,09
DIVIDENDS		105.000,00	137.000,00	157.000,00
# Shares Out	84.526.556,00	84.526.556,00	84.526.556,00	84.526.556,00
r	9%			

	Actual	Point Forecasts		Long-Term Projections
RE model				
	-	1,00	2,00	3,00
EPS	- 0,09	- 0,09	- 0,30	0,16
DPS	-	0,00	0,00	0,00
BPS	0,13	0,03	- 0,28	0,16
ROCE		- 0,71	- 11,01	- 0,57
RE (per share)		- 0,10	- 0,30	0,19
RE growth			1,96	- 1,62
discount factor		1,09	1,18	1,28
RE @ Present Time		- 0,09	- 0,26	0,15
RE Total	- 0,20			

	2014	2015	2016	2017
Speculation value				
Price (per Share)	0,29	0,24	0,14	0,18
BPS	0,13	0,03	- 0,28	0,16
RE	- 0,20			
Differential (Speculative)	0,37	126%		
expected g if P=15				
Continuing RE (no growth)	1,71			

13. Technogym

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2015

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2016

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017

	2015	2016	2017	
Data	PRICE - anno iniziale	32.500.000,00	886.400.000,00	1.628.100.000,00
	BOOK VALUE	42.967.000,00	87.639.000,00	134.709.000,00
	P/B	0,76	10,11	12,09
	EARNINGS	37.100.000,00	43.100.000,00	61.200.000,00
	P/E	0,88	20,57	26,60
	DIVIDENDS		13.280.000,00	13.000.000,00
	# Shares Out	10.000.000,00	200.000.000,00	201.000.000,00
	r	-		

	Actual	Point Forecasts		
RE model		-	1,00	2,00
	EPS	3,71	0,22	0,30
	DPS	-	0,07	0,06
	BPS	4,30	0,44	0,67
	ROCE		0,05	0,69
	RE (per share)		0,22	0,30
	RE growth			0,41
	discount factor	1,00	1,00	1,00
	RE @ Present Time		0,22	0,30
	RE Total	0,52		

	2015	2016	2017	
Speculation value	Price (per Share)	3,25	4,43	8,10
	BPS	4,30	0,44	0,67
	RE	0,52		
	Differential (Speculative)	- 1,57	-48%	
	expected g if P=15			
	Continuing RE (no growth)			

14. Tod's

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2014

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2015

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2016

Bilancio consolidato e bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017

	2014	2015	2016	2017
Data				
PRICE - anno iniziale	2.203.876.872,00	2.274.278.494,00	2.045.180.710,00	1.854.929.701,00
BOOK VALUE	814.600.000,00	866.081.000,00	1.087.212.000,00	1.086.272,00
P/B	2,71	2,63	1,88	1.707,61
EARNINGS	96.800.000,00	92.100.000,00	85.800.000,00	69.400.000,00
P/E	22,77	24,69	23,84	26,73
DIVIDENDS		61.669.000,00	66.187.000,00	56.300.000,00
# Shares Out	30.609.401,00	30.609.401,00	33.093.539,00	30.609.401,00
r	9%			

	Actual	Point Forecasts		Long-Term Projections
RE model				
	-	1,00	2,00	3,00
EPS	3,16	3,01	2,59	2,27
DPS	-	2,01	2,00	1,84
BPS	26,61	28,29	32,85	0,04
ROCE		0,11	0,09	0,07
RE (per share)		0,72	0,16	0,56
RE growth		-	0,78	4,42
discount factor		1,09	1,18	1,28
RE @ Present Time		0,67	0,14	0,43
RE Total	0,37			

	2014	2015	2016	2017
Speculation value				
Price (per Share)	72,00	74,30	61,80	60,60
BPS	26,61	28,29	32,85	0,04
RE	0,37			
Differential (Speculative)	45,02	63%		
expected g if P=15				
Continuing RE (no growth)	5,04			

RINGRAZIAMENTI

Ringrazio il professor Antonio Parbonetti per avermi seguita nella stesura di questa prova finale, donandomi consigli preziosi.

Ringrazio la mia mamma, che nonostante le arrabbiature e i nervosismi continua a supportarmi sempre, ad essere sempre disponibile e a fare in modo che io possa vivere serena, godendomi ogni situazione (che a lei va bene).

Ringrazio il mio papà, che mi spinge a fare sempre di più, che non è mai contento nonostante sia super orgoglioso di me.

Ringrazio mio fratellino, la sua simpatia, il suo amore e la sua sensibilità, che senza dirmi nulla mi insegna sempre tante cose.

Ringrazio Giacomo, che mi fa pensare sempre in grande, perché sognare è bello e farlo in due è ancora meglio. Ogni giorno ci dà nuove possibilità per realizzarli, passo dopo passo, insieme.

Ringrazio i miei nonni, che mi donano un amore immenso, che sono orgogliosissimi di me e renderli tali mi dà una carica fortissima.

Ringrazio Mariachiarina perché siamo cresciute insieme, perché sapere che è fiera di come sono diventata mi rende felice, perché so che la sua amicizia ci sarà sempre.

Ringrazio Anna e la Martina per volermi bene, per le nostre serate gossip, per essermi amiche sempre.

Ringrazio Silvia e Angela, per aver reso più divertenti gli ultimi due anni di Università.

Ringrazio il mio Team, per avermi sostenuta quando non riuscivo a gestire tutto, per avermi ascoltata e seguita. Questi due anni insieme faranno sempre parte dei miei migliori ricordi universitari.

Ringrazio il professor Giovanni Meneghetti, per sostenere il Race UP Team, ogni studente dovrebbe provarlo, per mettere sul campo quello che studia nei libri, per crescere come universitario e come persona.

Ringrazio me stessa, per dare e volere sempre il massimo, per avere voglia di spaccare il mondo ogni giorno di più, per essere curiosa, per non accontentarmi mai. Mi ringrazio per essere

creciuta ogni anno di più, per essermi analizzata, per aver sperimentato e finalmente aver capito cosa voglio, sicuramente cambierò idea altre mille volte, ma certe cose rimarranno fisse nei miei pensieri, e darò tutta me stessa per realizzarle.