



Università degli studi di Bari «Aldo Moro»
Orientamento consapevole

**Finanza, mercati e
internazionalizzazione nei processi di
crescita delle imprese**

Prof. Emanuel Bagna

Bari, 26 febbraio 2016

Agenda

1. Il ruolo del *Financial Manager* e la Creazione di Valore
2. Crescita e Internazionalizzazione
3. Sostenibilità e Creazione di Valore

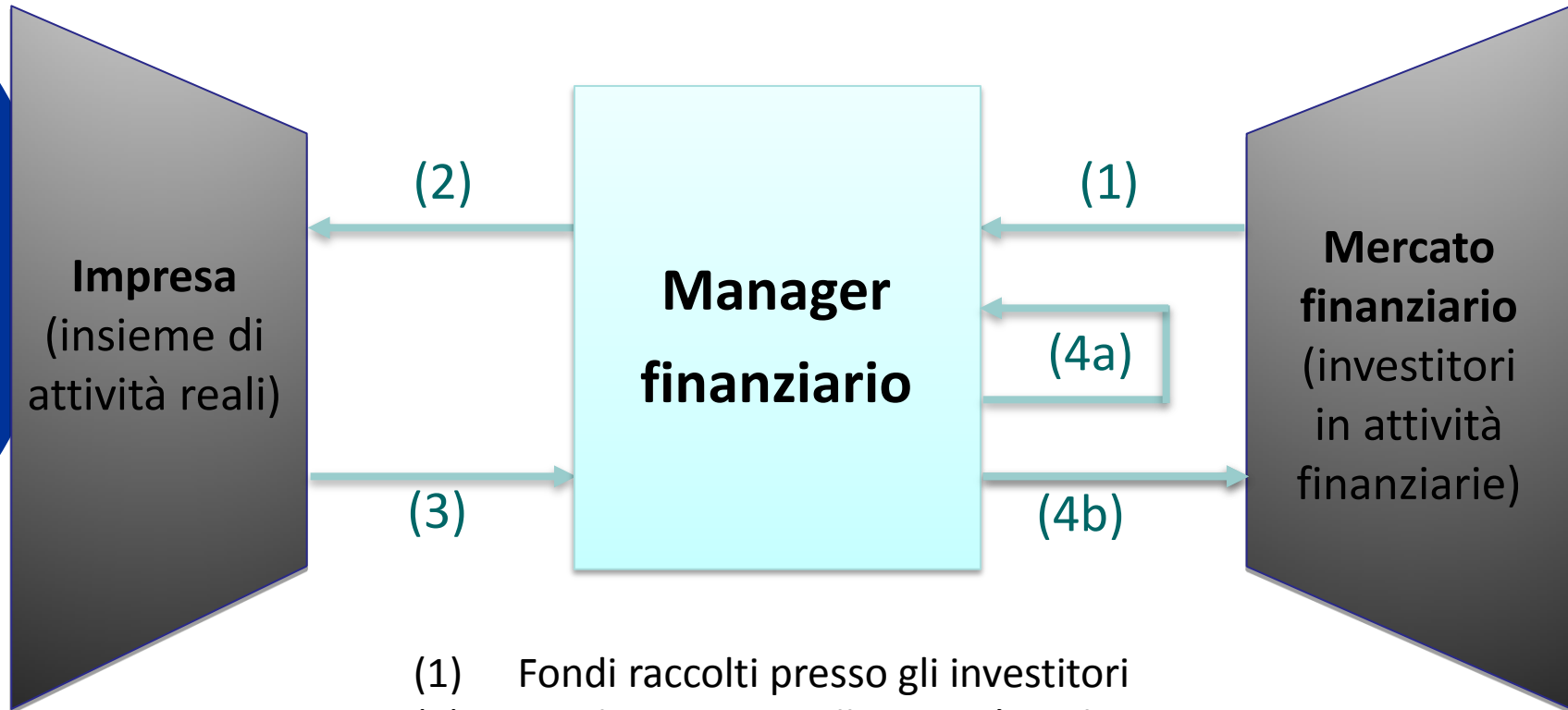
Agenda

1. Il ruolo del *Financial Manager* e la Creazione di Valore

2. Crescita e Internazionalizzazione

3. Sostenibilità e Creazione di Valore

Il ruolo del *Financial Manager*



- (1) Fondi raccolti presso gli investitori
- (2) Fondi investiti nelle attività reali
- (3) Fondi generati dalla gestione
- (4a) Fondi reinvestiti
- (4b) Fondi restituiti agli investitori

Come il Mercato Finanziario giudica il *Financial Manager* – il caso Luxottica

Industria. La società: no comment, a breve confronto finale con Del Vecchio sulle strategie - Verso il cda entro metà settembre

Luxottica giù in Borsa con Guerra in uscita

Titoli in calo del 3,6%, la Consob chiede chiarimenti ufficiali - Il vertice alla ricerca del successore

Stefano Filippucci

Il divorzio più clamoroso dell'estate a Piazza Affari, quello in Luxottica tra Leonardo Del Vecchio e Andrea Guerra, arriva con uno striminzito comunicato. Alla marea di indiscrezioni debordate sui giornali, ieri il numero uno al mondo negli occhiali si è limitato a non commentare le voci, e a parlare di un «confronto, da tempo, tra il presidente e sulle migliori strategie future del gruppo». Una dichiarazione molto generica, a tratti flosca, che non ha accontentato la Consob (che infatti ieri sera ha inviato ad Agordo una richiesta di chiarimenti). Ma che soprattutto è suonata come una conferma del ru-

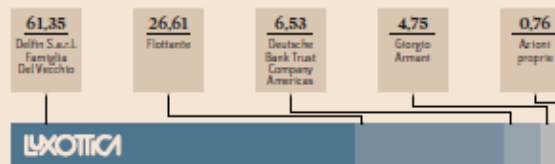
miliardi di euro martedì, il mercato ha dunque preso l'addio di Guerra circa mezzo miliardo. Il manager non ha alcuna intenzione di dimettersi ma, siccome la frattura è insanabile, è anche ovvio che si tratta per trovare una soluzione nell'interesse di tutti. Poiché però non è Guerra che ha aperto la frattura, il manager per ora gioca di rimessa. In ogni caso un cda chiarificatore dovrebbe tenersi nelle prime due settimane di settembre.

In Veneto la notizia ha destato clamore. Marco Melchiori, il numero uno di Confindustria Belluno-Dolomiti, ha parlato di «un fatto molto significativo», aggiungendo anche che Luxottica «è una multinazionale che mantiene sul territorio un capitale importante». Come dire: non ci saranno contraccolpi. Allineati, una volta tanto, anche i sindacati: per la Cisl non ci saranno «ripercussioni» dall'addio di Guerra. Dove non c'è allineamento, invece, sono i motivi dell'allontanamento di un manager che ha portato Luxottica da big internazionale a multinazionale globale, triplicando il valore delle azioni, da 13,40 euro raddoppiando il fatturato da 3,27 miliardi. C'è chi ieri, a bocca ferma, fa notare che il divorzio avrebbe radici più profonde. Le prime frizioni risalirebbero addirittura a due anni fa.

Nel settembre del 2013, l'azionista di controllo di Luxottica annunciò la vendita di un pacchetto del 7%. Del Vecchio scendeva per aumentare il flottante perché il mercato premeva. Ma fu un successo parziale: si collocò solo la metà (3,6%). L'azienda allora minimizzò, ma Del Vecchio, che aveva ceduto alle avances del mercato solo dopo molte insistenze, pare non l'avesse presa bene. A questo poi si aggiungerebbe anche un certo risentimento del patron per le troppo generose stock option dell'amministratore delegato (40 milioni di euro quest'anno e 35 nel 2009). Ma forse più delle partite umide,

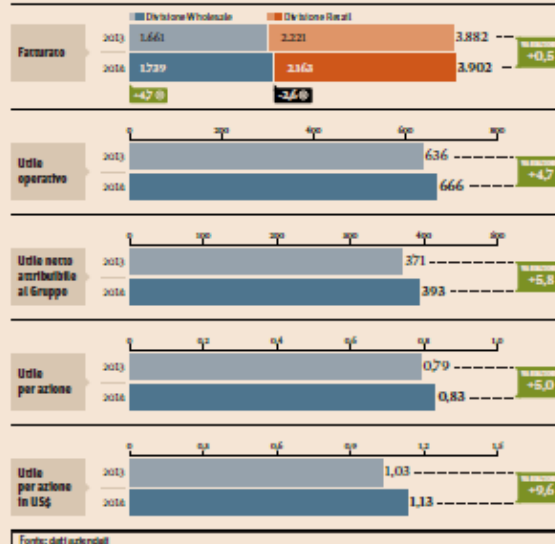
La fotografia sul gruppo

LA STRUTTURA
Dati in %



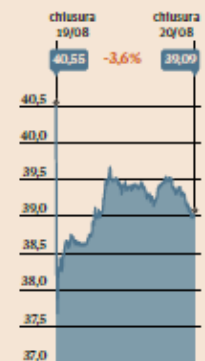
IL SEMESTRE DI LUXOTTICA

Dati in milioni di euro e variazione %



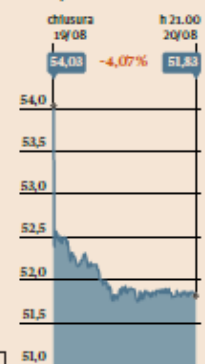
LUXOTTICA

Intraday Ieri a Milano



LUXOTTICA

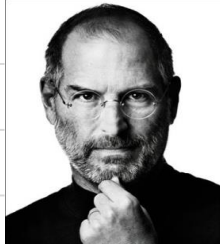
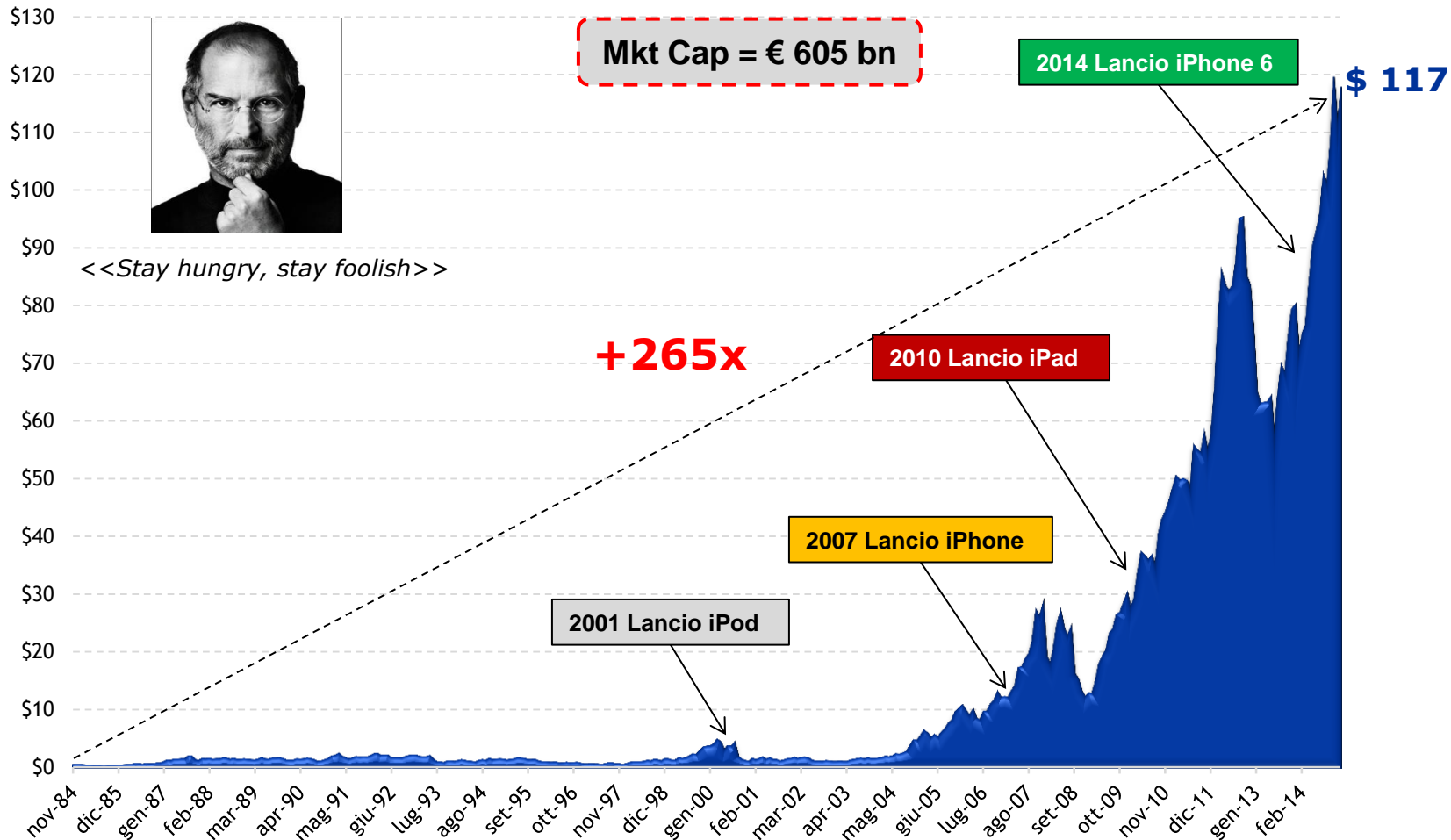
Intraday Ieri a New York



Come opera il *Financial Manager*



Un esempio di creazione di valore: il caso Apple



<<Stay hungry, stay foolish>>

Mkt Cap = € 605 bn

2014 Lancio iPhone 6

\$ 117

+265x

2010 Lancio iPad

2007 Lancio iPhone

2001 Lancio iPod

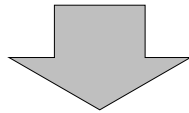
\$ 0,44

Concetto di Creazione di Valore

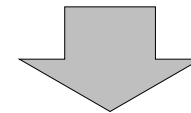
Profitto Contabile

\neq

Profitto Economico

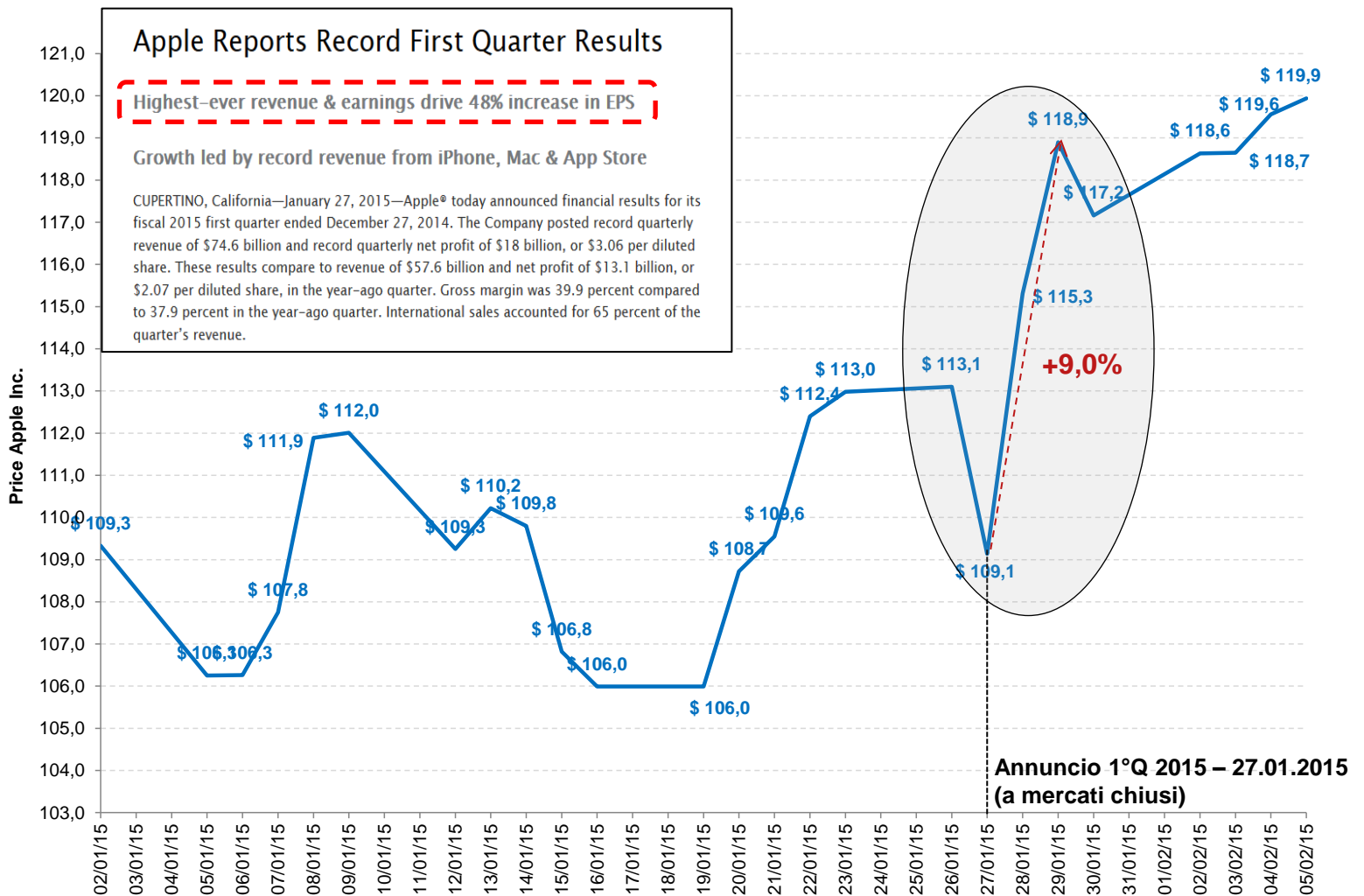


Misura di sintesi
della gestione
aziendale



Misura di
creazione di
valore

Cosa sconta il Mercato Finanziario nei Prezzi di Borsa ?



Le performance annunciate battono le attese

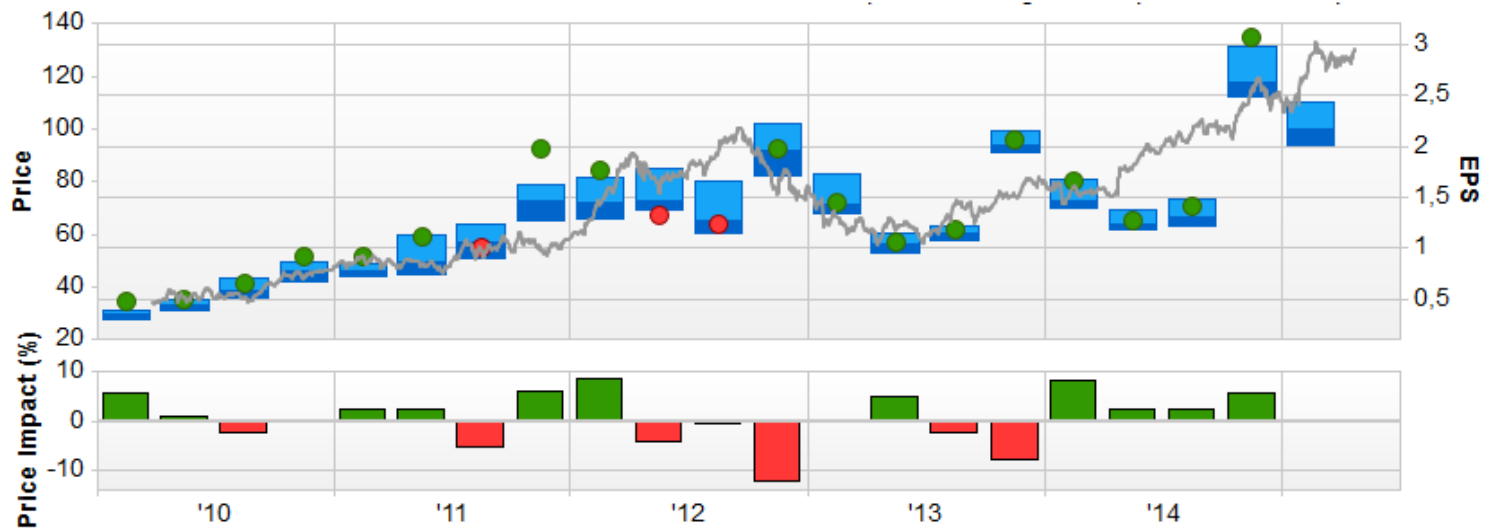
Apple Inc. (AAPL)

\$130.28

Next Rpt Date: ⚠ 27 Apr '15

Key Statistics

FactSet Estimates



The EPS majority basis is EPS - GAAP | U.S. Dollar

Period	Event Date	After Event	Median	Surp (%)	Num of Est	Low	High	Price Imp (%)
Q2 '15 E			2.16		29	2.00	2.43	
Q1 '15	28 Jan '15	3.06	2.61	17.2	27	2.48	2.97	5.7
Q4 '14	21 Oct '14	1.42	1.30	9.2	39	1.21	1.47	2.7
Q3 '14	23 Jul '14	1.28	1.22	4.9	38	1.17	1.37	2.6
Q2 '14	24 Apr '14	1.66	1.46	13.7	33	1.38	1.66	8.2
Q1 '14	28 Jan '14	2.07	2.01	3.2	33	1.93	2.14	-8.0

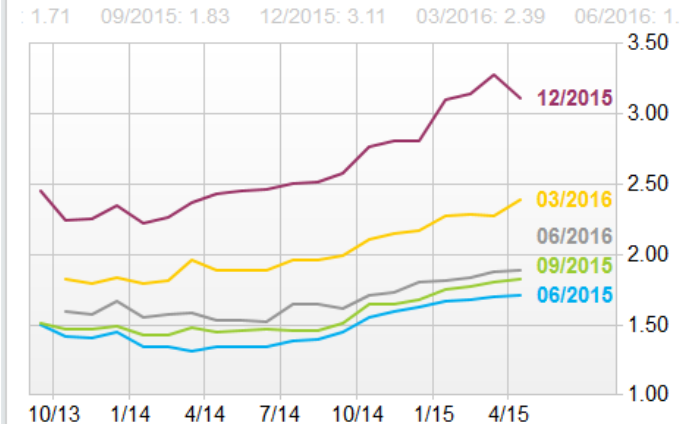
Il Mercato giudica l'operato del management e rivede le aspettative

Consensus Estimates a 45gg al 27.04.2015 (Fonte Factset)

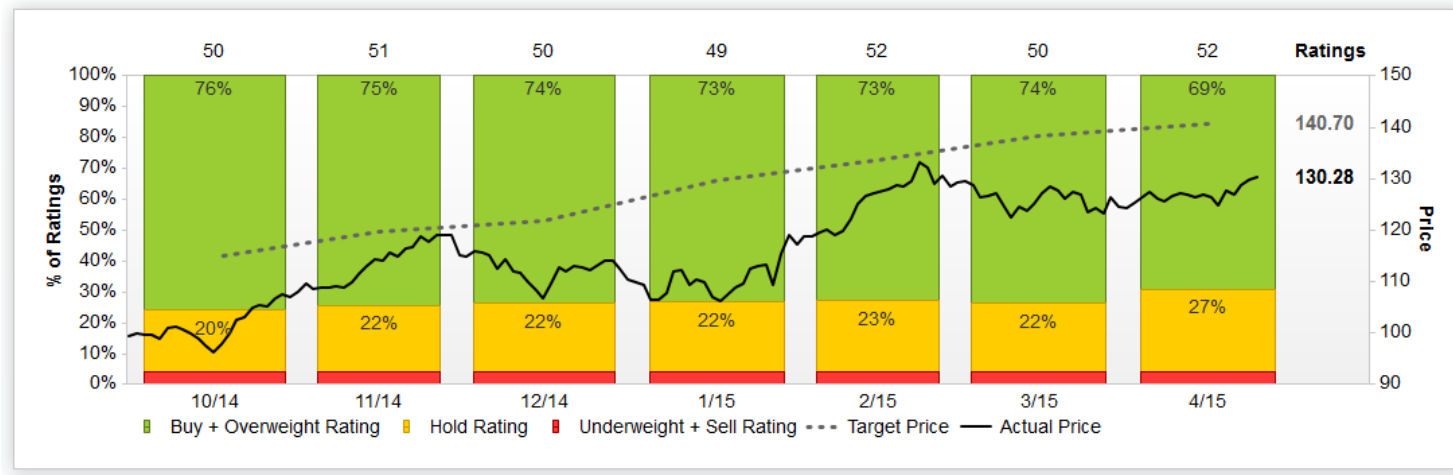
Product Segments (M)

	FY '10	FY '11	FY '12	FY '13	FY '14	FY '15E	FY '16E	FY '17E
	SEP '10	SEP '11	SEP '12	SEP '13	SEP '14	SEP '15	SEP '16	SEP '17
Sales	65,225	108,249	156,508	170,910	182,795	230,328	241,436	256,581
iPhone	25,179	47,057	80,477	91,279	101,991	149,619	149,090	156,613
iPad	4,958	20,358	32,424	31,980	30,283	23,934	23,806	22,724
Mac	-	-	-	21,483	24,079	25,068	25,846	26,048
iTunes, Software & Services	-	-	-	16,051	18,063	19,894	21,975	25,225
Accessories	-	-	-	5,706	6,093	7,605	8,351	12,843
iPod	8,274	7,453	5,615	4,411	2,286	1,271	813	722
iWatch	-	-	-	-	0	4,680	13,838	16,592

EPS Consensus Trend



Apple Inc. (AAPL) \$130.28 Next Rpt Date: 27 Apr '15 Key Statistics FactSet Estimates



Il Valore di Mercato differisce dal Valore Contabile: il caso Apple

SP a Valori Contabili 2014 - Apple

Attivo Contabile € 105,2 bn	Debito Finanziario Netto € 3,3 bn
	PN Contabile € 101,9 bn

SP a Valori di Mercato 2014 - Apple

Valore creato + Valore opportunità di crescita € 503,1 bn	Debito Finanziario Netto € 3,3 bn
	Mkt Cap. € 605,0 bn
Attivo Contabile € 105,2 bn	

$$P/BV = 5,94x$$

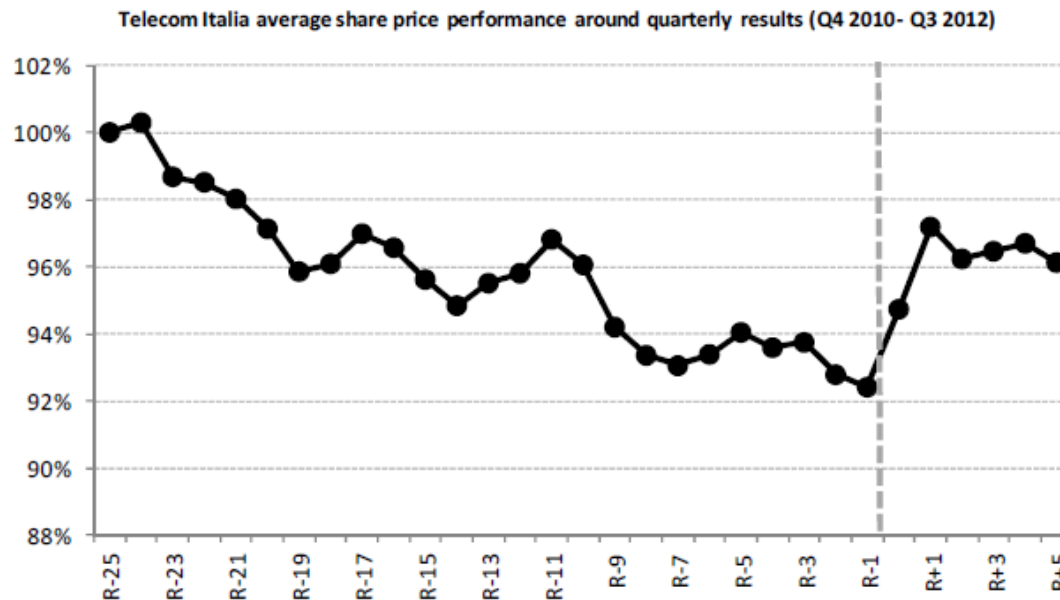
La creazione di valore non può prescindere dall'analisi fondamentale

“Fonte: Bernstein Research, “Telecom Italia: Why Bother With Fundamental Analysis When You Could Have Made Money Doing This?”, 09 November 2012

Adopting a trading strategy of shorting the stock 25 days prior to results, and then buying the day before results and holding for three days, would have yielded a compound return of 119% over the past two years, and a positive return in seven of the eight quarterly reporting periods.

Exhibit 1

Telecom Italia performance is generally weak before quarterly results, followed by a bounce in the following days



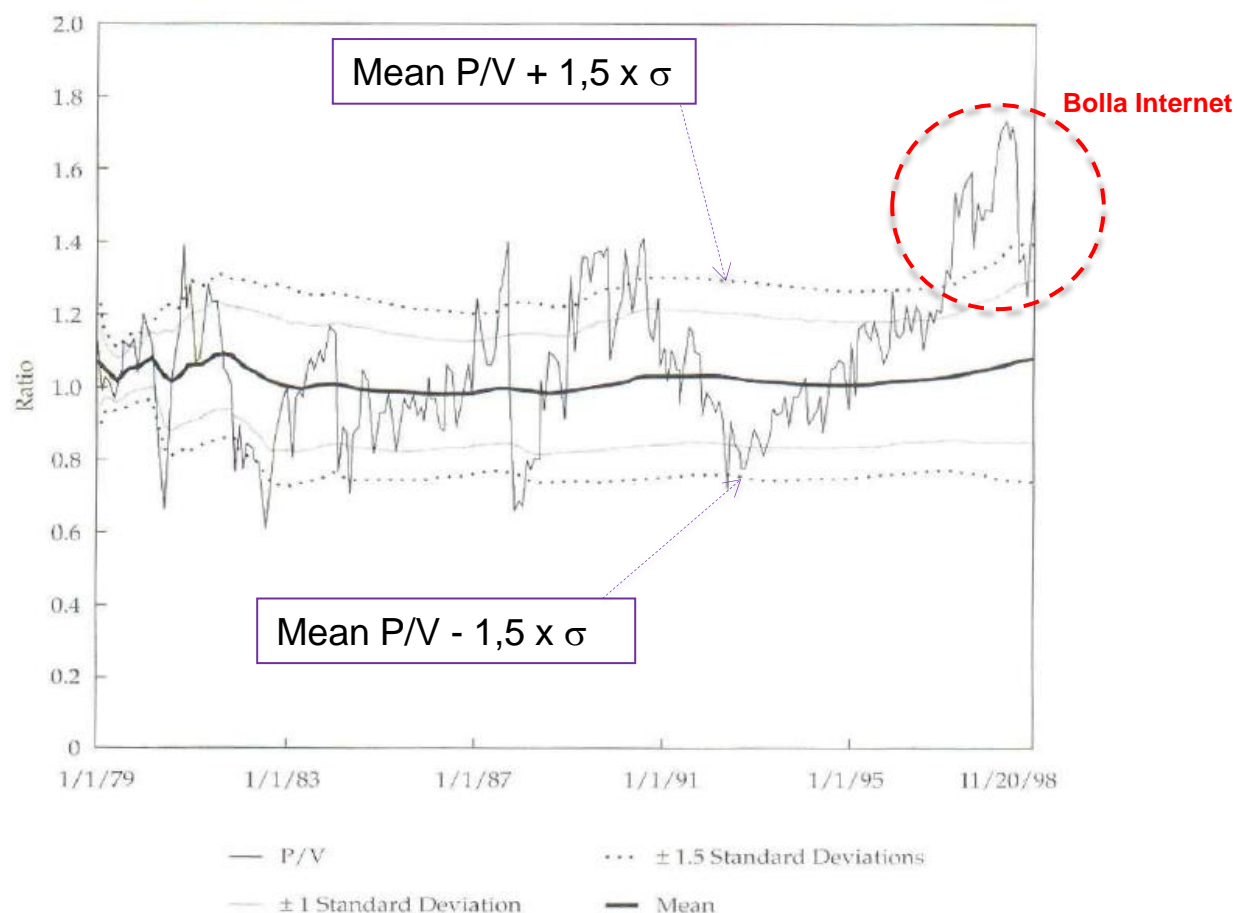
Prezzo 4°Q 2010 = € 0,97

Prezzo 3°Q 2012 = € 0,78

Return = -19,6%

I Prezzi di Borsa incorporano sempre il Valore Fondamentale?

Figure 6. Recent Dow P/V with Historical Mean and Standard Deviation, January 1, 1979, through November 20, 1998



Agenda

1. Il ruolo del *Financial Manager* e la Creazione di Valore

2. Crescita e Internazionalizzazione

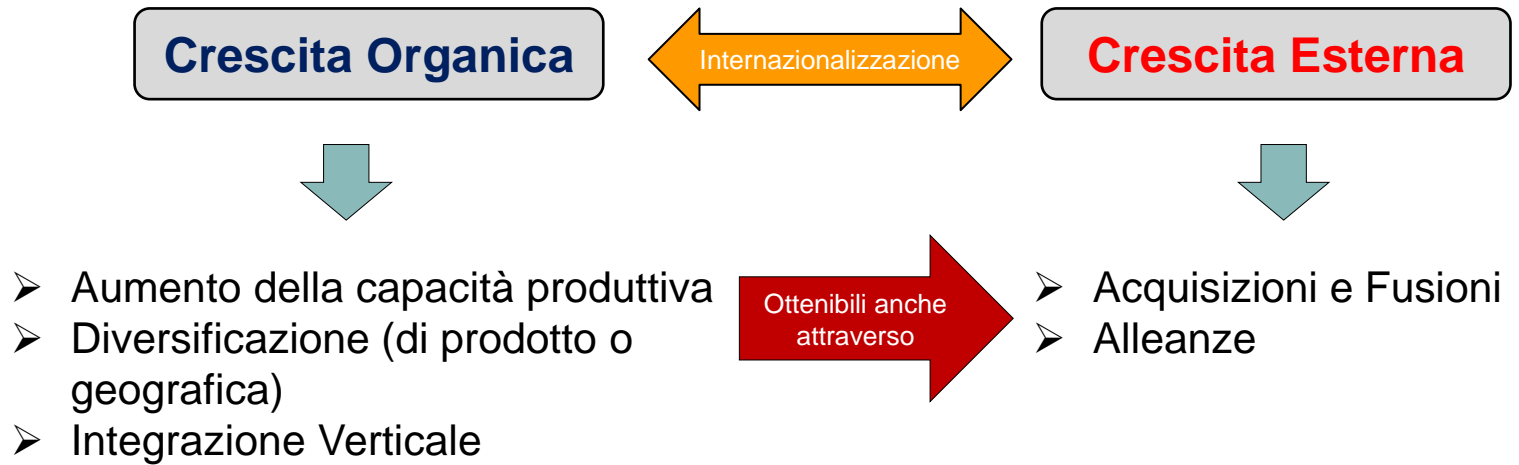
3. Sostenibilità e Creazione di Valore

La Crescita crea sempre valore ?

	Espansione	Sviluppo
A Ricavi Iniziali	1.600	1.600
B Capitale Investito Operativo Iniziale	1.200	800
$C = B / A$ Intensità di Capitale	75%	50%
D %Crescita Ricavi	15%	15%
$E = D \times A$ Ricavi Incrementali	240	240
$F = C \times E$ Δ Capitale Investito	180	120
$G = B + F$ Capitale Investito Operativo Finale	1.380	920
$H = A + E$ Ricavi Finali	1.840	1.840
I Marginalità Operativa (EBIT Margin) *	10%	10%
$L = I \times H$ EBIT (Reddito Operativo)	184	184
M Imposte @ 30%	-55	-55
$N = L - M$ Net Operating Profit After Taxes (NOPAT)	129	129
$O = N / G$ Redditività Operativa Netta (ROIC)	9,3%	14,0%
P Costo Opportunità del Capitale (Coc)	10,0%	10,0%
$Q = O - P$ ROIC Spread (= ROIC - Coc)	-0,7%	4,0%

** Ipotesi semplificatrice, in quanto a parità di vita utile degli impianti cambierebbe anche l'ammortamento e quindi, a parità di EBITDA, anche l'EBIT Margin.*

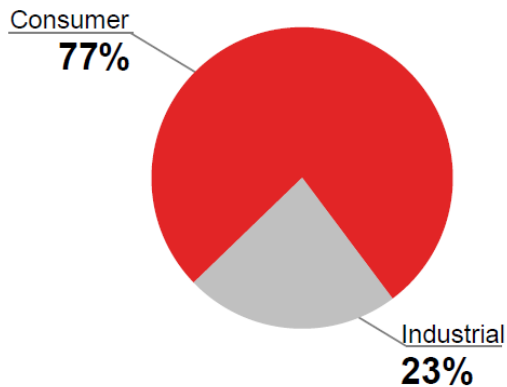
Quali «strade» per la crescita



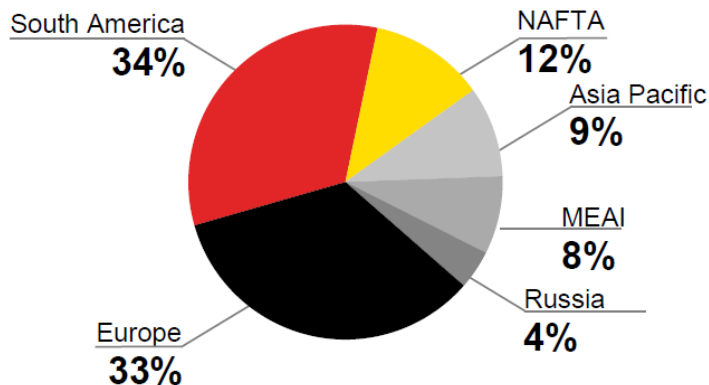
Crescita Organica e Internazionalizzazione per diversificazione geografica – il caso Pirelli & C.



Sales by Business



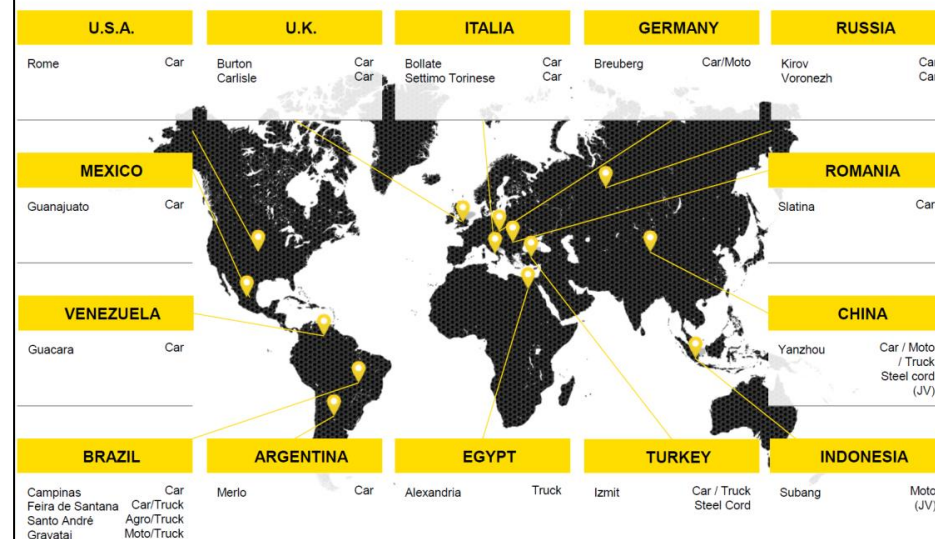
Sales by Region



Income Statement (M)

	FY '13	FY '14	FY '15E	FY '16E	FY '17E	FY '18E
	DEC '13	DEC '14	DEC '15	DEC '16	DEC '17	DEC '18
Sales	6,146	6,018	6,384	6,762	7,137	7,952
Guidance (Low)	6,200	6,100	-	-	-	-
Guidance (High)	6,200	6,200	-	-	-	-
Gross Income	3,716	3,700	4,042	4,454	4,870	5,860
EBITDA	1,080	1,139	1,248	1,351	1,443	1,513
EBIT	791	838	940	1,015	1,104	1,255
Guidance	790	850	-	-	-	-
Pretax Income	517	531	747	856	965	1,111
Tax Expense	210	189	264	307	340	394
Net Income	304	341	477	557	612	688

PIRELLI PLANTS IN THE WORLD



Crescita Organica e Internazionalizzazione per aumento capacità produttiva – il caso Brembo

Stezzano, 23 luglio 2014



BREMBO INVESTE 74 MILIONI DI EURO PER REALIZZARE UNA NUOVA FONDERIA NEGLI USA

Il Gruppo annuncia l'ampliamento della propria capacità industriale nel Michigan e l'integrazione verticale dei propri processi produttivi. Una volta che la costruzione sarà stata completata, il nuovo impianto coprirà una superficie di circa 30.000 metri quadrati, con una capacità fusoria annua fino a 80.000 tonnellate

Brembo annuncia l'avvio della costruzione di una fonderia di ghisa in Michigan, in un'area adiacente ai nuovi stabilimenti di Homer, dando inizio, anche negli Stati Uniti, al processo di integrazione verticale della propria capacità produttiva. **I lavori inizieranno nel 2015 e si concluderanno nel 2017**, consentendo di localizzare tutte le fasi di produzione in un unico sito e garantendo, così, una migliore efficienza del processo.

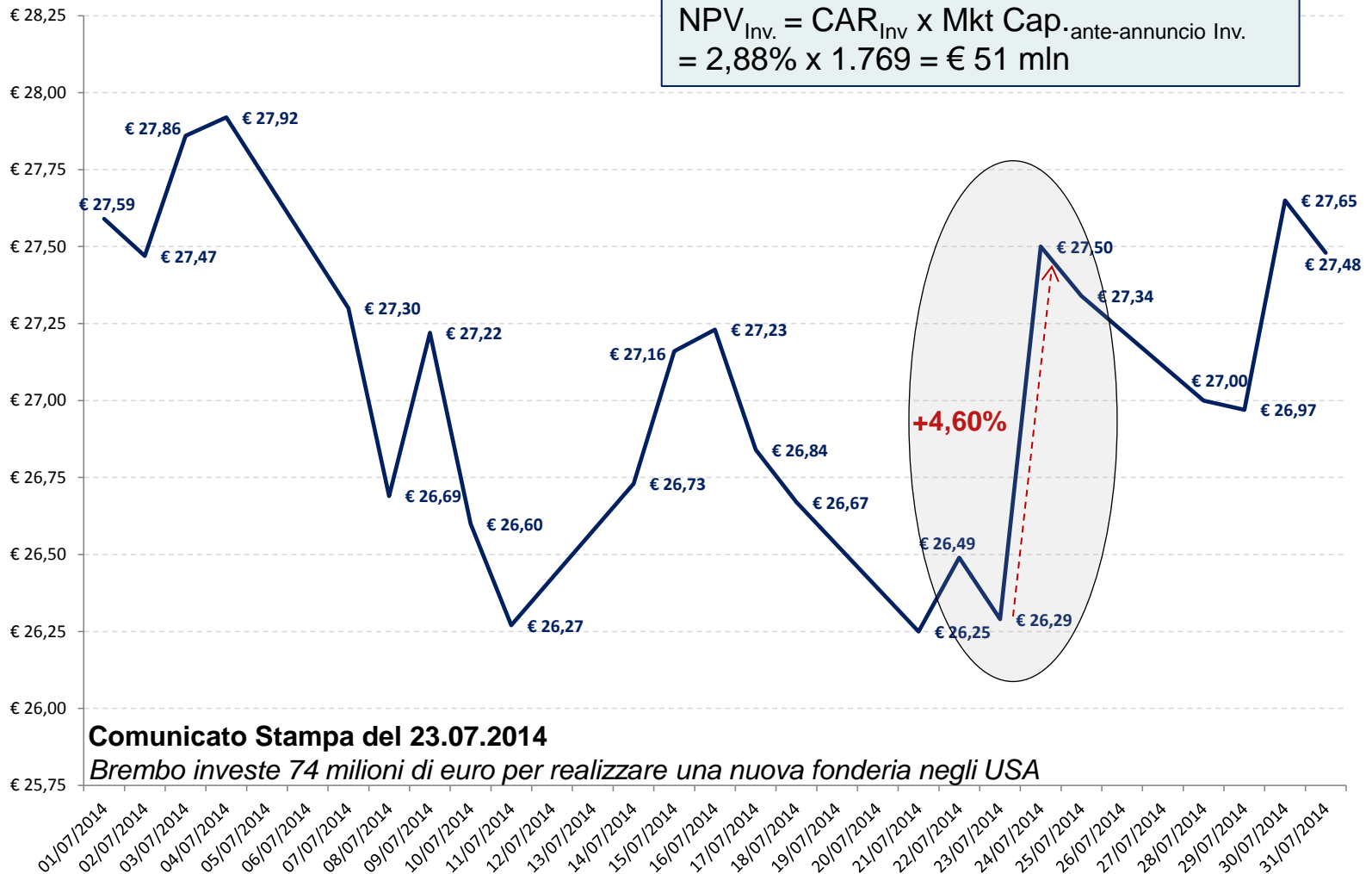
Grazie a un investimento di 74 milioni di euro (100 milioni di dollari), la nuova struttura, una volta a regime, avrà una capacità fusoria di circa 80.000 tonnellate annue. La fonderia, assieme agli uffici tecnici e al magazzino, si estenderà su una superficie di 30.000 mq e assicurerà 250 nuovi posti di lavoro fra le sedi di Homer e di Plymouth.

La realizzazione di un polo integrato in Michigan conferma e rafforza l'interesse dell'azienda per il mercato nord americano, che ha registrato un fortissimo incremento negli ultimi cinque anni e si appresta a diventare il primo mercato di riferimento per Brembo entro la fine del 2014.

«Dopo la realizzazione del quartier generale americano e del centro di ricerche a Plymouth nel 2010, e a due mesi dall'inaugurazione dell'espansione dello stabilimento di Homer, è stato oggi approvato un altro significativo investimento, che rafforza il legame tra Brembo e gli Stati Uniti, uno dei più importanti mercati dell'automotive al mondo», ha dichiarato **il Presidente di Brembo Alberto Bombassei**. «La diffusione crescente delle piattaforme globali tra i costruttori di veicoli, ci spinge a ricercare la migliore integrazione possibile tra le diverse fasi della catena del valore, replicando il modello produttivo adottato da tempo in Italia, e più di recente in Polonia e Cina».

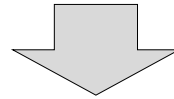
Gli investimenti saranno finanziati attraverso la generazione di cassa del Gruppo e usufruiranno di incentivi promossi dallo Stato del Michigan e dal Michigan Economic Development Corporation.

Crescita Organica e internazionalizzazione per aumento capacità produttiva – il caso Brembo

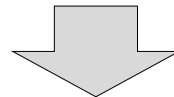


La logica sottostante la Crescita Esterna

$$V_{\text{acq}} = 2 + 2 = 5!$$



$$V_{\text{post-acq}} = V_A + V_B + V_{\text{Sinergie}}$$



$$\text{NPV}_{\text{acq}} = V_B - \text{Prezzo}$$

Rischio di *Overpayment*

Come il mercato ha giudicato le operazioni di crescita esterna (M&A): un overview storica

TABLE 8.1 Research on the Combined Returns in Mergers and Acquisitions

<i>Research Paper</i>	<i>Time Period</i>	<i>No. of Targets</i>	<i>No. of Bidders</i>	<i>Event Window</i>	<i>Target Return (%)</i>	<i>Bidder Return (%)</i>	<i>Combined Return (%)</i>
Bradley et al. (1988)	1963–1984	236	236	(–5, +5 last bid)	31.77	0.97	7.43
Kaplan and Weisbach (1992)	1971–1982	209	271	(–5, +5 last bid)	26.90	–1.49	3.74
Servaes (1991)	1972–1987	704	384	(–1, resolve)	23.64	–1.07	3.66
Mulherin and Boone (2000)	1990–1999	281	281	(–1, +1)	20.2	–0.37	3.56
Andrade, Mitchell, and Stafford (2001)	1973–1998	3,688	3,688	(–1, +1) (–20, close)	16.0 23.80	–0.7 –3.8	1.8 1.9

Fonte: Weston J. F., Mitchell M. L. and Mulherin J. H. «Takeovers, Restructuring and Corporate Governance», Forth Edition, 2004.

Crescita Esterna e Internazionalizzazione: il caso Luxottica

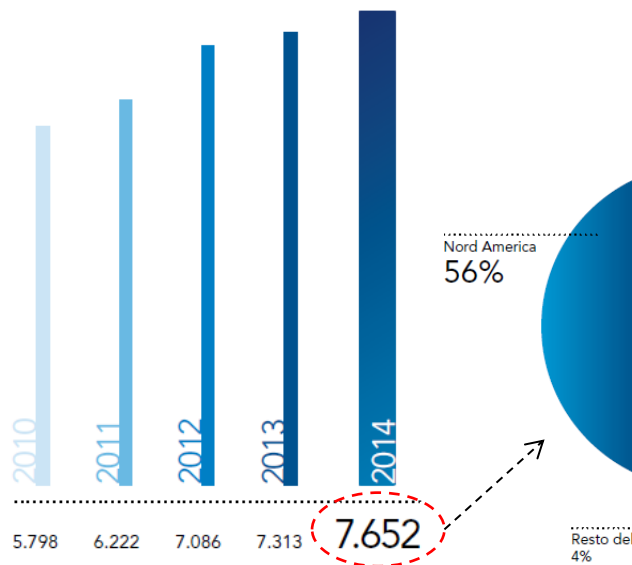
Marchi Propri



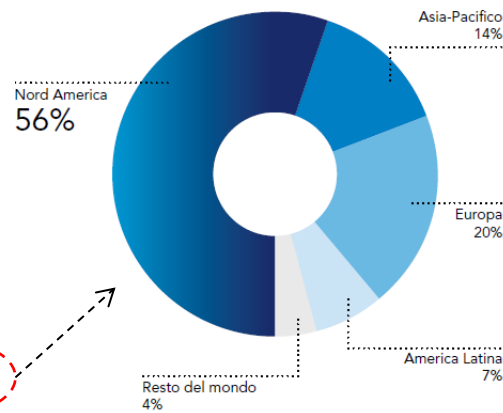
Marchi In Licenza



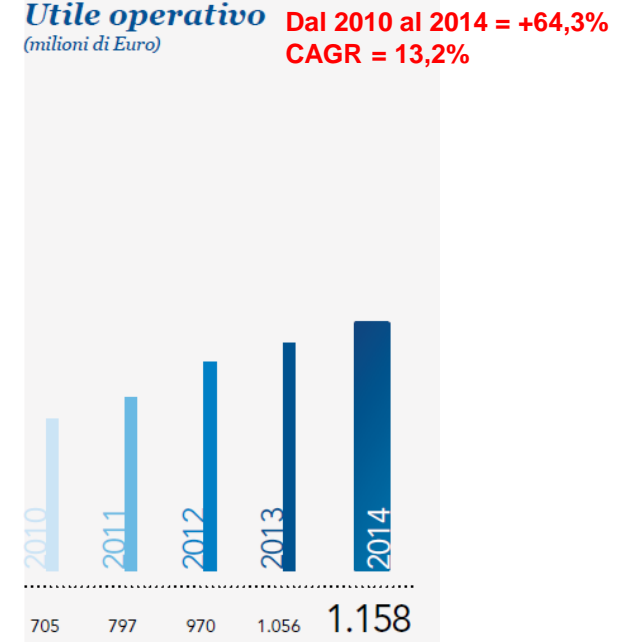
Vendite nette
(milioni di Euro)



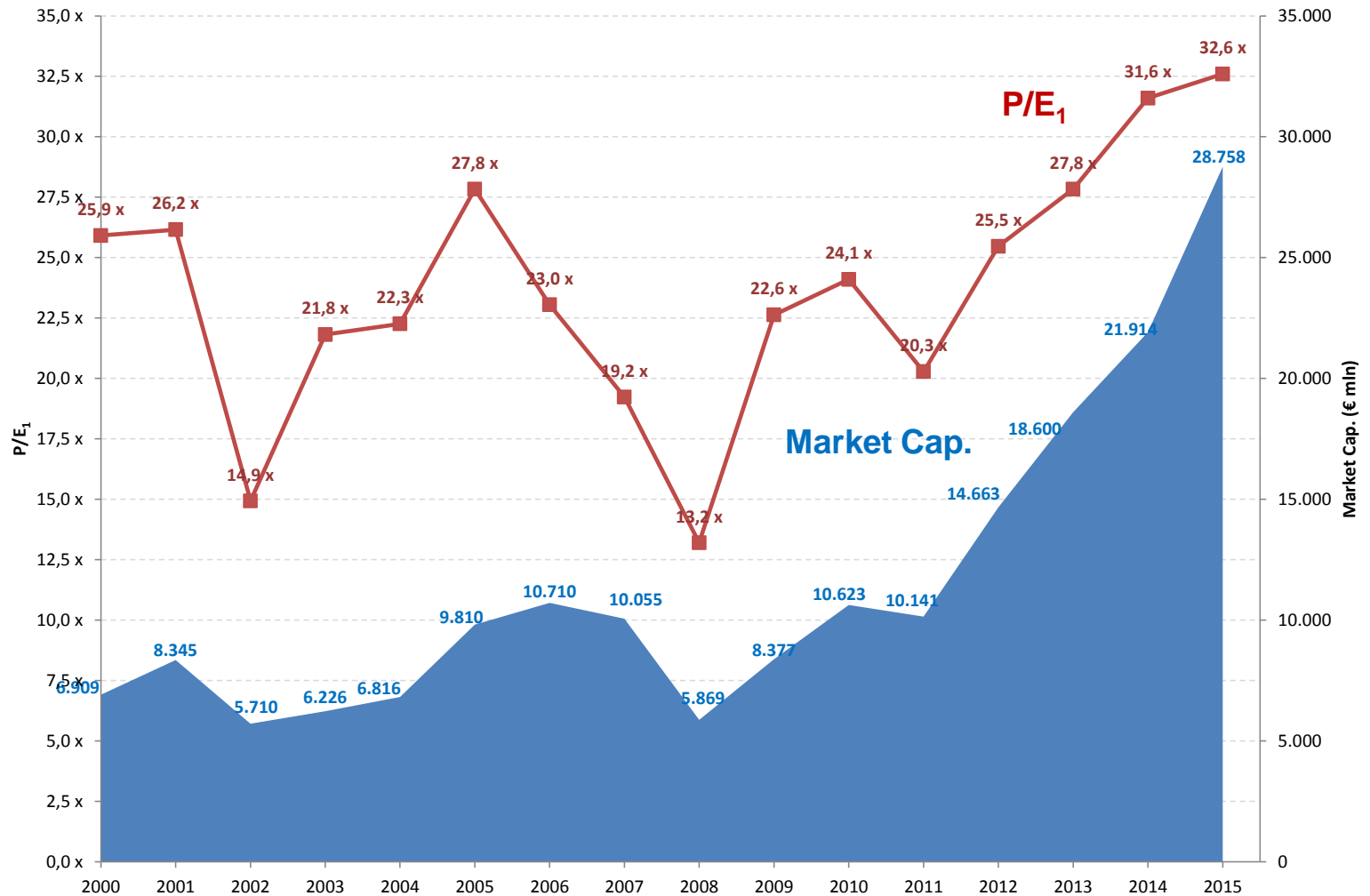
**Fatturato 2014
per area geografica**



Utile operativo
(milioni di Euro)

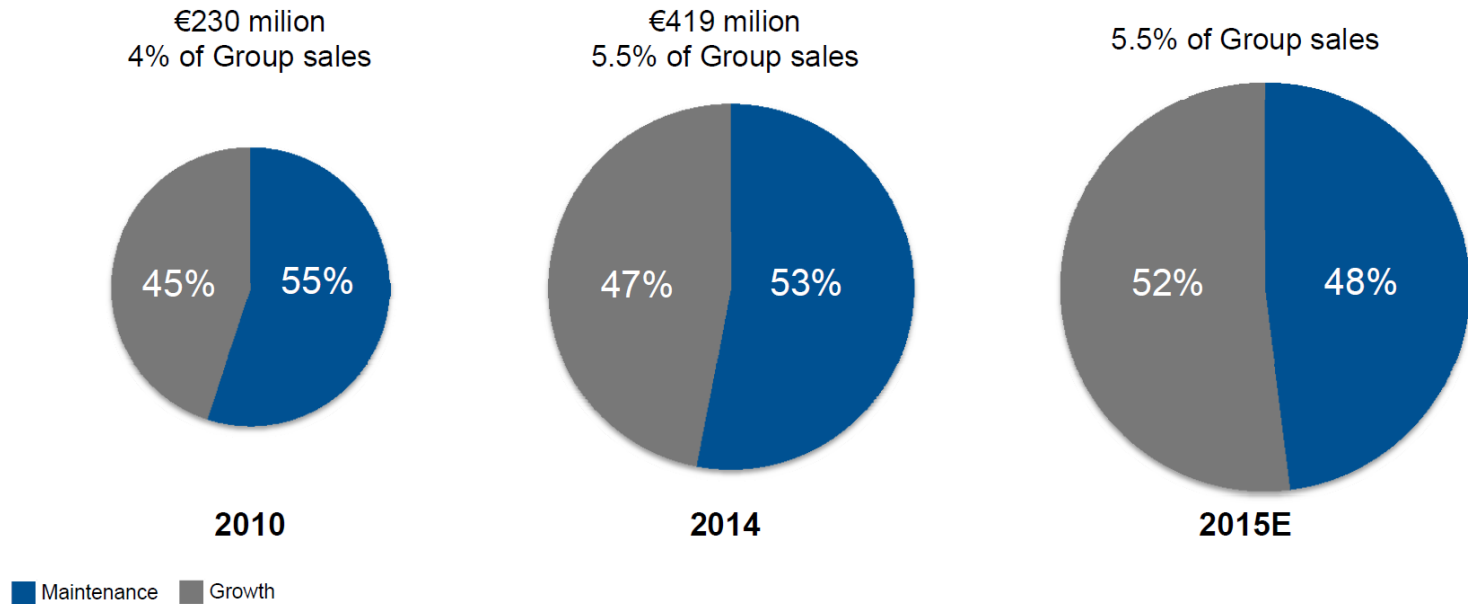


Crescita Esterna e Internazionalizzazione: il caso Luxottica



Crescita Esterna e Internazionalizzazione: il caso Luxottica

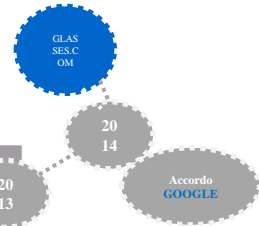
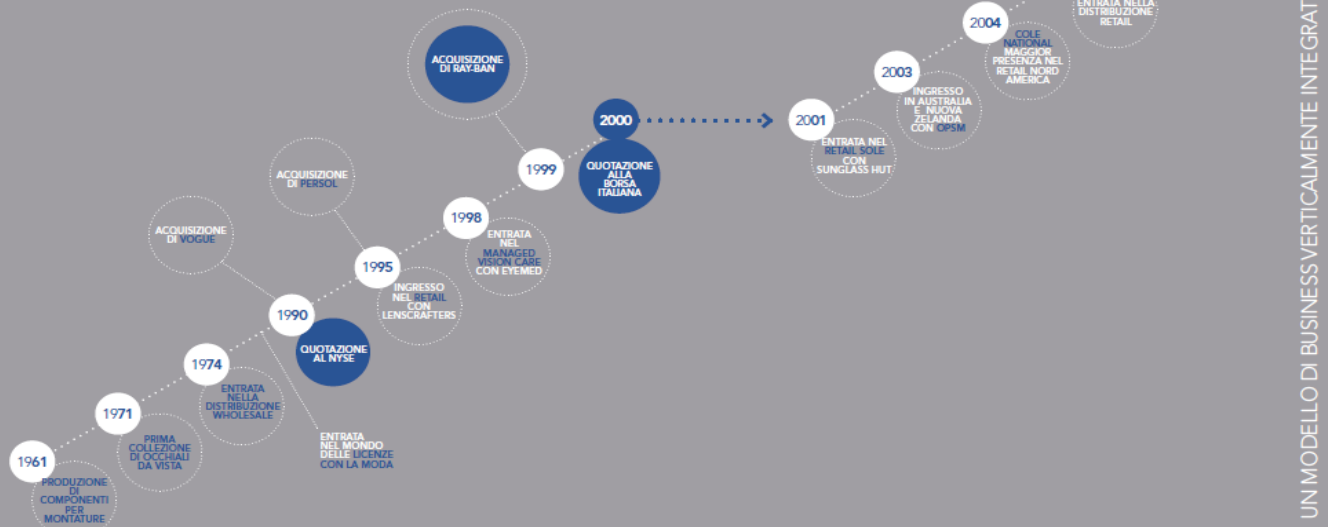
INCREASING CAPITAL INVESTMENTS TO FUEL GROWTH



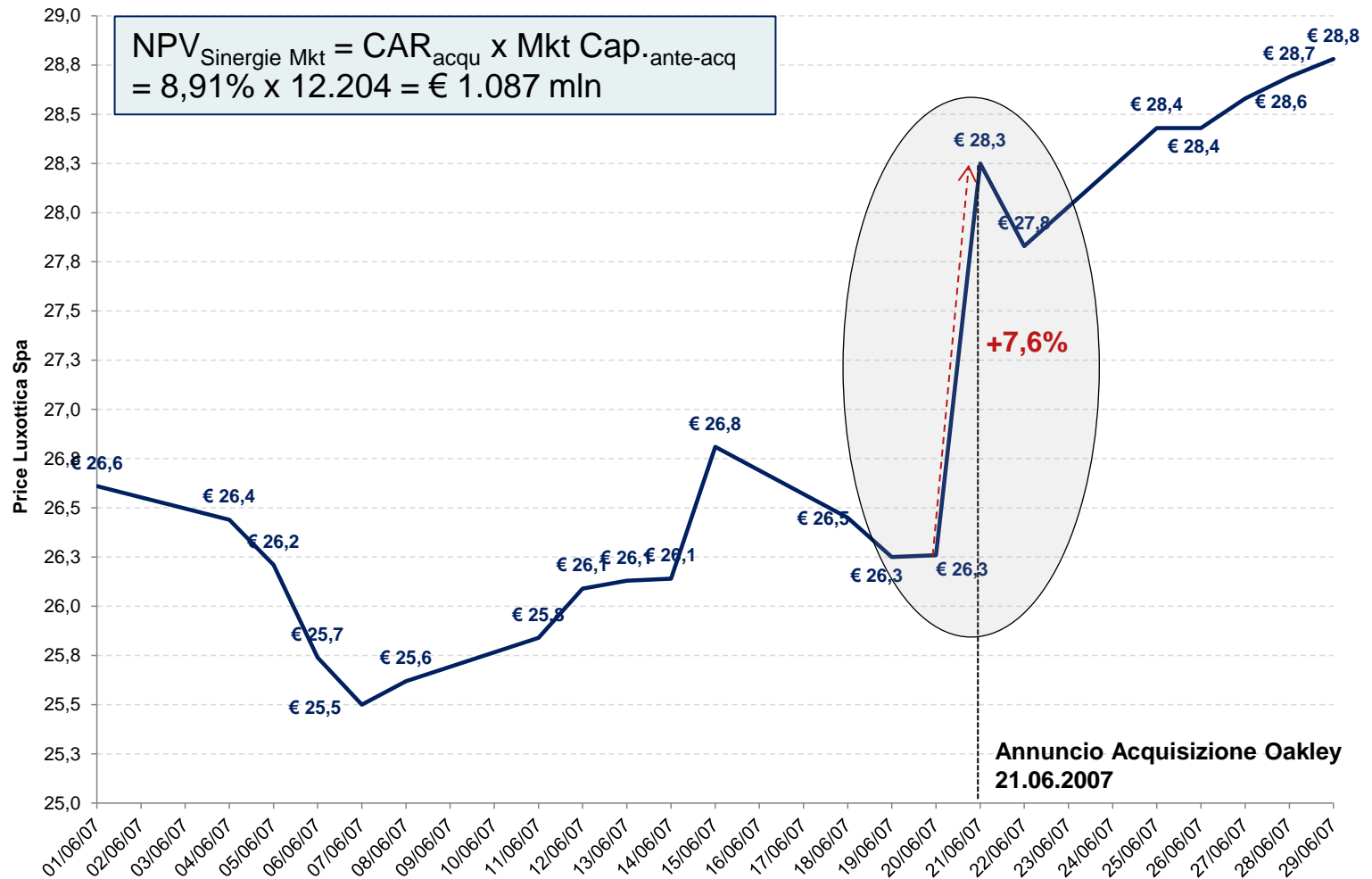
Crescita Esterna e Internazionalizzazione: il caso Luxottica

- Prezzo Offerito per Azione = \$ 29,3
- Premio su media 30gg dei Prezzi di Borsa = 18%
- Controvalore offerta = \$ 2,1 bn

UN PORTAFOGLIO MARCHI DI PRIM'ORDINE



Crescita Esterna e Internazionalizzazione: il caso Luxottica



Crescita Esterna e Internazionalizzazione: il caso Luxottica

Luxottica acquisisce Oakley a US\$ 29,30 per azione

Fonte: Comunicato Stampa del 21 giugno 2007

Punti chiave

- Oakley è un marchio forte e innovativo: leader mondiale nel segmento sport, tecnologia e lifestyle con un design proprio e riconoscibile
- Oakley ha una grande potenzialità di crescita in vari segmenti di mercato
- Luxottica fornirà ad Oakley una piattaforma globale per la diffusione capillare dei propri prodotti
- L'accordo porterà all'integrazione di due modelli di business forti e complementari
- L'operazione rafforzerà il portafoglio dei marchi proprietari e in licenza

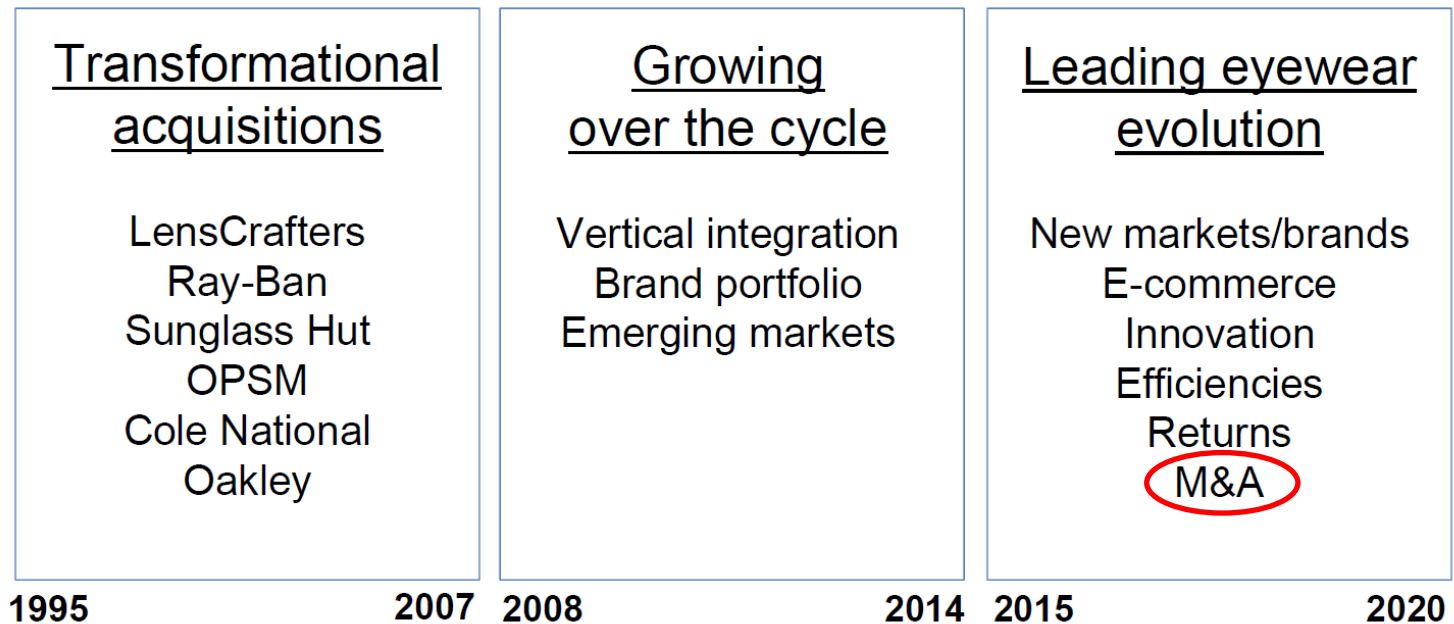
Benefit della transazione

- Capacità di fare leva sull'esperienza e sulle competenze di Oakley nello sport, nella tecnologia e nell'ottica
- L'opportunità di creare nuove categorie di prodotto per soddisfare nuovi bisogni dei clienti
- Incremento del livello di servizio e innovazione per i clienti wholesale
- Creazione di un'azienda globale più dinamica con maggiori opportunità di carriera per i dipendenti
- Nuove economie di scala in riferimento ad approvvigionamento e distribuzione
- Circa €100 milioni all'anno di sinergie operative attese nei prossimi tre anni

Crescita Esterna e Internazionalizzazione: il caso Luxottica

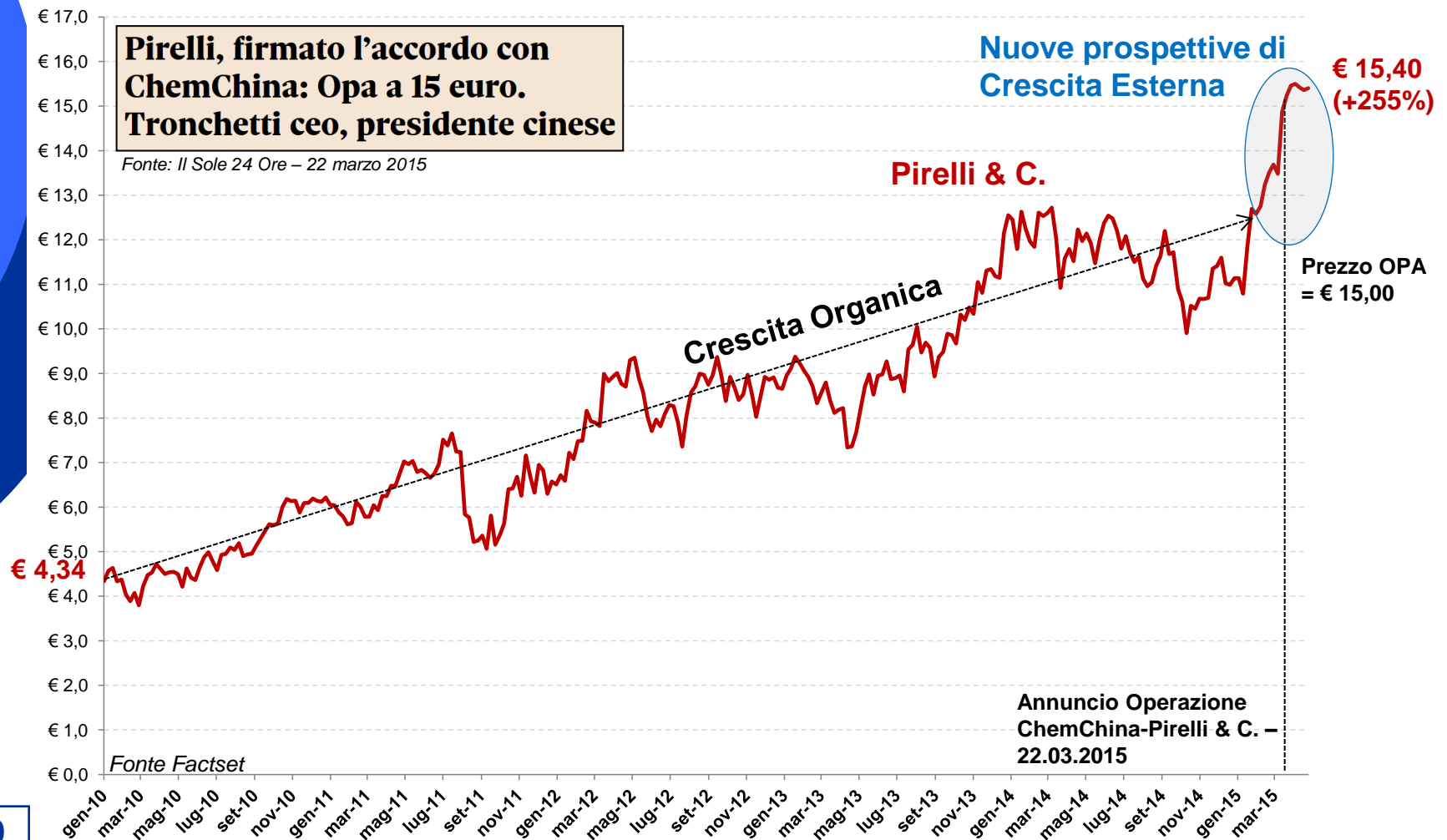
A JOURNEY TOWARDS LONG-TERM SUSTAINABLE GROWTH

Huge opportunities still lay ahead



Continuing to balance top line growth with margin expansion

Crescita Esterna e Internazionalizzazione - il *deal* ChemChina - Pirelli & C.



Crescita Esterna e Internazionalizzazione: il *deal* ChemChina - Pirelli & C.



OPERAZIONE CAMFIN CHEMCHINA

In data 22 marzo 2015 China National Tire & Rubber co. (CNRC), controllata di ChemChina's (ChemChina), Camfin S.p.A. (Camfin) e gli azionisti di Camfin (Coinv S.p.A. e Long-Term Investments Luxembourg S.A.) hanno firmato un accordo vincolante per una partnership industriale di lungo termine relativa a Pirelli.

Obiettivo dichiarato della partnership è quello di rafforzare i piani di sviluppo di Pirelli, il presidio di aree geograficamente strategiche e il raddoppio dei volumi nel segmento Industrial (da circa 6 milioni a circa 12 milioni di gomme) attraverso la futura integrazione delle attività tyre nel segmento Industrial di CNRC e di Pirelli. Elemento centrale dell'accordo è la continuità e autonomia dell'attuale struttura manageriale del gruppo Pirelli. L'operazione prevede la nomina del Presidente da parte di CNRC e la permanenza di Marco Tronchetti Provera quale CEO di Pirelli.

Sede e know-how di Pirelli saranno mantenuti in Italia: sono previste maggioranze rafforzate per autorizzare lo spostamento dell'Headquarters e il trasferimento a terzi del know-how Pirelli.

Fonte: Comunicato Stampa del 31 marzo 2015

Crescita Esterna e Internazionalizzazione: il *deal* ChemChina – il caso Pirelli & C.

Le ragioni sottostanti l'operazione



2015 CONSUMER & INDUSTRIAL GUIDANCE

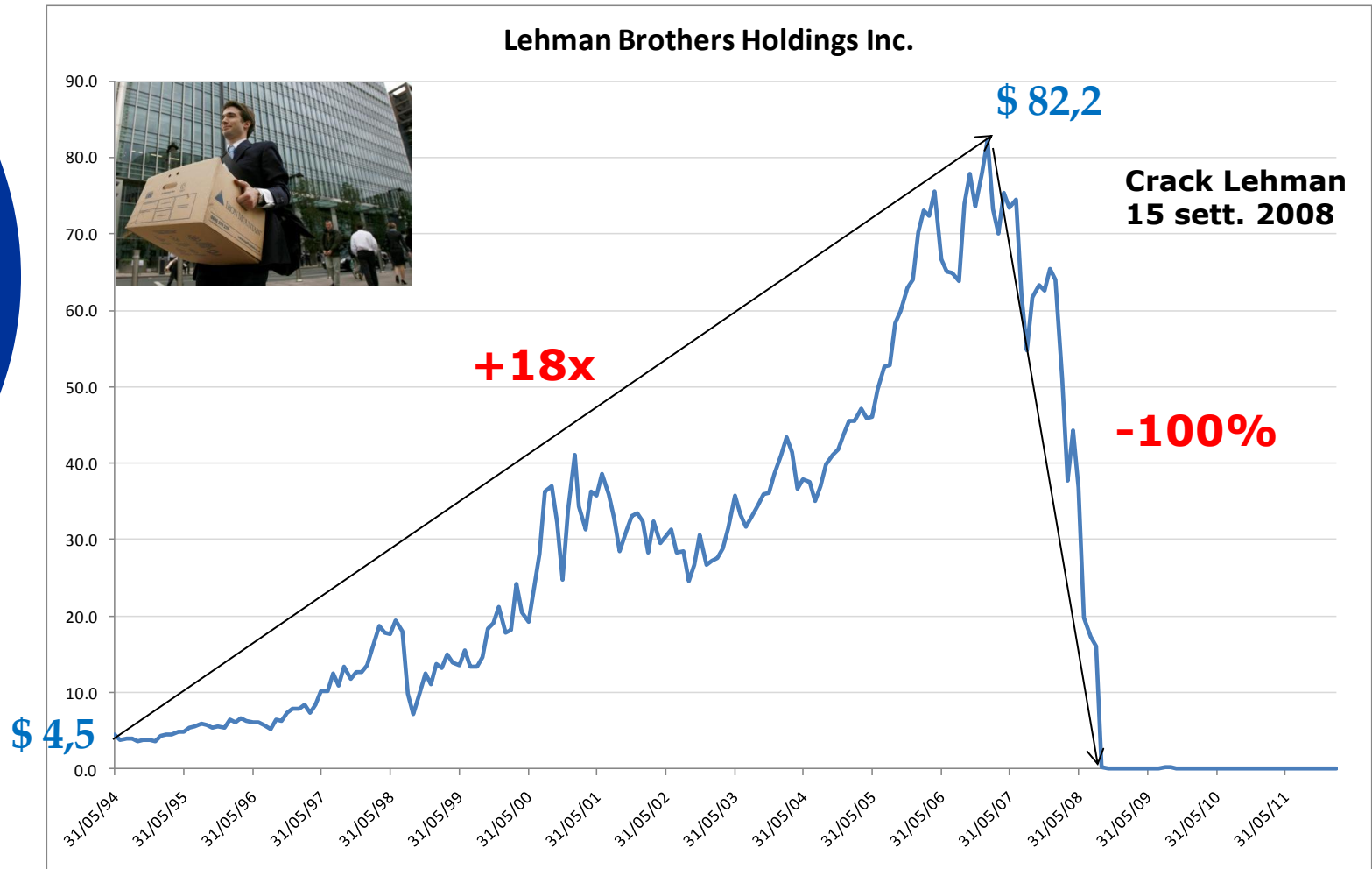
Consumer Business		
	2014 Preliminary unaudited	2015 Guidance
Revenues	4.6 € bln	~ 4.9 € bln
• Volumes	+5%	~+3%
- o/w Premium	+17.8%	≥+10%
• Price/mix	+3.9%	≥ +4%
• Forex	-6%	~ -1%
Total	+2.9%	+6%/+6.5%
EBIT margin before non-recurring items	15.1%	≥16%

Industrial Business		
	2014 Preliminary unaudited	2015 Guidance
Revenues	1.4 € bln	~1.5 € bln
• Volumes	-6.5%	+4.5%/5%
• Price/mix	+5.0%	~ +4.5%
• Forex	-8.5%	~ -2%
Total	-10.0%	+7%/+7.5%
EBIT margin before non-recurring items	13.1%	~12%
EBIT margin before non-recurring items* (100% net of Steelcord)	11.7%	~12%

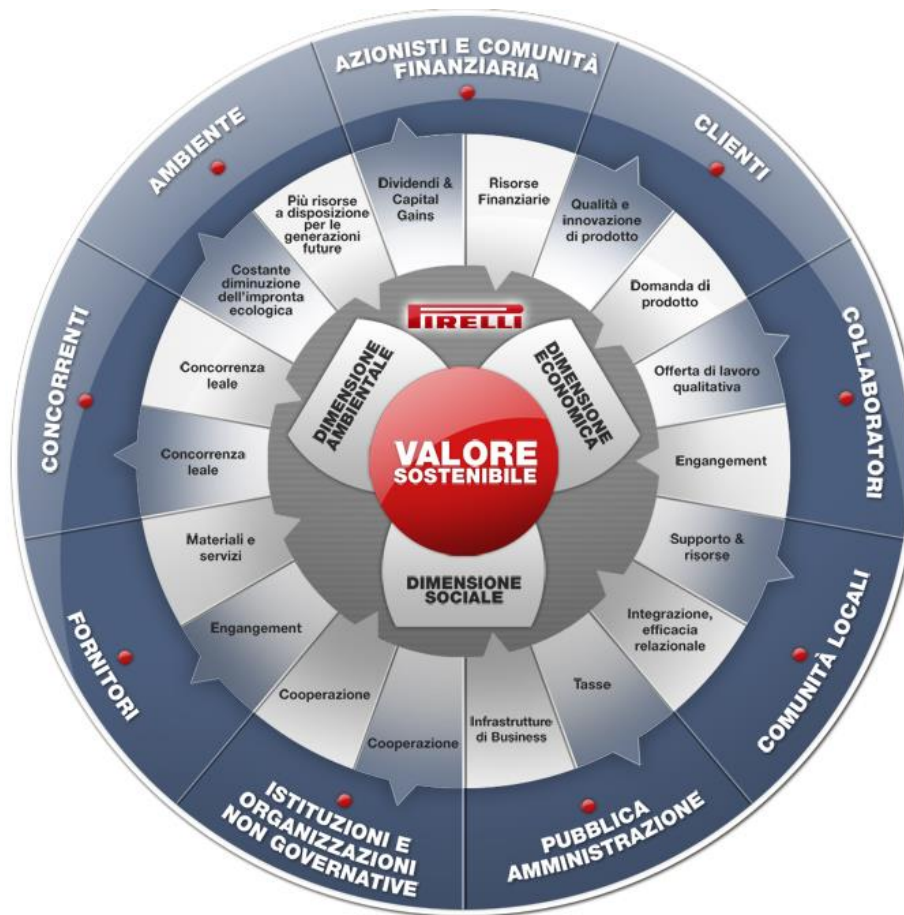
Agenda

1. Il ruolo del *Financial Manager* e la Creazione di Valore
2. Crescita e Internazionalizzazione
- 3. Sostenibilità e Creazione di Valore**

Non sempre la finanza gioca un ruolo «etico»: il *crack* Lehman Brothers



Orientamenti recenti verso la creazione di valore sostenibile: il caso Pirelli & C.



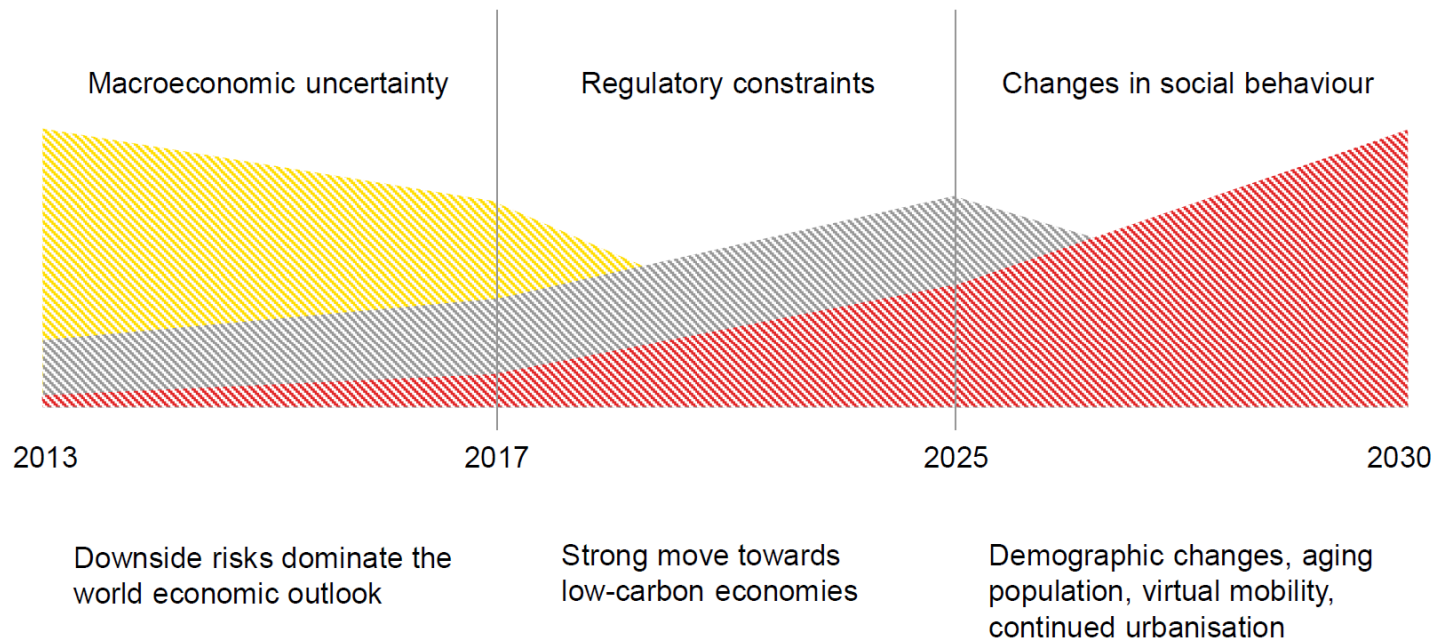
Creazione di Valore Sostenibile

Creazione di valore in grado di preservare le risorse strategiche e fondamentali per lo sviluppo aziendale nel medio - lungo periodo.

Orientamenti recenti verso la creazione di valore sostenibile: il caso Pirelli & C.

EXTERNAL FORCES DRIVING THE AUTOMOTIVE MARKET

Impact on Automotive industry



Industry intercepting and addressing long-term market opportunities

Orientamenti recenti verso la creazione di valore sostenibile: il caso Pirelli & C.

SUSTAINABILITY LEVERS OF THE INDUSTRIAL PLAN

Integrating, supporting and protecting Group targets and values

	INDUSTRIAL PLAN 2013-17	SUSTAINABILITY PLAN 2013-17 + TARGETS 2020	
TOP LINE GROWTH	OE PULL-THROUGH	<ul style="list-style-type: none"> • Push on Green Performance innovation • Raw materials: from rice husks to industrial silica • Electronic Applications: Pirelli CYBER TYRE from Truck to Premium car • Product development: strong improvement in Eco Label KPIs with double-digit reduction in Car Rolling Resistance by 2017 • Green Performance Tyre revenues up to 48% on total Tyre revenues by 2017 • Dialogue with end-users 	RETURN ON CAPITAL
	PRODUCT RENEWAL		
	PREMIUM GO TO MARKET AND RETAIL COVERAGE		
	CONSUMER ENGAGEMENT		
COST COMPETITIVENESS	DE-COMPLEXITY	<ul style="list-style-type: none"> • Reduce energy consumption by 18% within 2020 vs. 2009: expected savings of ~25 €/mln and 400,000 Tons of CO₂ in 2014-2017 • Towards zero waste to landfill: expected savings of ~60 €/mln by 2017 thanks to internal recovery of scrap • Reduce water withdrawal by 58% by 2020 vs. 2009 • Target zero workplace accidents: Frequency Index reduction by 90% by 2020 vs. 2009 • Training to reach 7 man / days on average from 2015 onwards 	
	DESIGN TO COST		
	PLANT SPECIALIZATION		
	RE-SHAPED MANUFACTURING ASSETS	<ul style="list-style-type: none"> • Growing investment in risk mitigation and business continuity: 8.3% CAGR by 2017 vs 2013 • Reduce the environmental impact of purchased goods and services through Pirelli New Green Sourcing Policy 	