

$$\frac{A_{13}}{58}$$

Bruno Marsigalia

La valutazione
del capitale economico
delle aziende dell'alta moda

TEORIA E PRATICA A CONFRONTO



Copyright © MMIV
ARACNE editrice S.r.l.

www.aracneeditrice.it
info@aracneeditrice.it

via Raffaele Garofalo, 133 a/b
00173 Roma
(06) 93781065
fax (06) 72678427

ISBN 88-7999-641-X

*I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica,
di riproduzione e di adattamento anche parziale,
con qualsiasi mezzo, sono riservati per tutti i Paesi.*

*Non sono assolutamente consentite le fotocopie
senza il permesso scritto dell'Editore.*

I edizione: gennaio 2004

Ai miei cari genitori

Un ringraziamento particolare va al Prof. Marco Lacchini per l'affetto dimostrato nel guidarmi lungo il percorso di ricerca. Si ringrazia, altresì, il Prof. Raffaele Trequattrini per il supporto morale e scientifico nonché il collega ed amico Emiliano Marocco per la disponibilità e pazienza dimostratami nella redazione del presente lavoro.

Indice

1	Il settore della moda: aspetti caratteristici e profili evolutivi	9
1.1	Lo scenario macro-economico	9
1.2	Le caratteristiche generali del settore	11
1.3	Breve analisi di bilancio di un campione di aziende dell'alta moda	20
2	Le metodologie di stima del capitale economico	25
2.1	La nozione di capitale economico	25
2.2	I metodi di valutazione del capitale economico	27
2.2.1	Premessa	27
2.2.2	I metodi diretti	29
2.2.3	I metodi indiretti	35
2.3	Le raccomandazioni U.E.C.	52
3	La stima del capitale economico della FENDI S.A.	57
3.1	Presentazione del Gruppo Fendi	57
3.2	La scelta della metodologia valutativa	60
3.3	La stima del valore economico della Fendi S.A. mediante il metodo patrimoniale complesso	61
3.3.1	Premessa	61
3.3.2	Il Patrimonio netto rettificato (K')	62
3.3.3	Il valore economico del marchio (WM)	64
3.3.4	Il Tasso di attualizzazione (i)	66
3.3.5	Il valore economico della Fendi S.A. stimato con il metodo patrimoniale complesso	71
3.4	La stima del valore economico della Fendi S.A. mediante un metodo di controllo: il metodo dei multipli	72

3.4.1 Il valore economico della Fendi S.A. stimato con il metodo diretto di controllo fondato sui multipli di mercato	72
3.5 Conclusioni	73
4 La stima del capitale economico della FERRE' S.p.A.	75
4.1. Presentazione della società Ferrè	75
4.2. La scelta della metodologia valutativa	76
4.3. La stima del valore economico di Ferrè S.p.A. mediante il metodo rettituale complesso	78
4.3.1 Premessa	78
4.3.2 I flussi reddituali (R_1, R_2, R_N)	79
4.3.3 Il Tasso attualizzazione (i)	81
4.3.4 Il saggio di crescita atteso	84
4.3.5 Il valore finale (valore attuale della "perpetuity")	85
4.3.6 Il valore economico della Gianfranco Ferrè S.p.A. stimato con il metodo rettituale complesso	87
4.4 La stima del valore economico della FERRE' S.p.a. mediante un metodo di controllo: il metodo patrimoniale complesso	89
4.4.1 Premessa	89
4.4.2 Il Patrimonio netto rettificato (K')	90
4.4.3 Il valore economico del marchio (W_M)	91
4.4.4 Il valore economico della Gianfranco Ferrè S.p.A. stimato con il metodo patrimoniale complesso	93
4.5 Conclusioni	94
Bibliografia	95

1 Il settore della moda: aspetti caratteristici e profili evolutivi

1.1 Lo scenario macro-economico

Tra la fine degli anni novanta e la prima metà del 2001 l'economia mondiale ha vissuto un periodo di euforia, difficilmente ripetibile nei prossimi anni. In questo contesto il mercato della moda è stato tra quelli che maggiormente hanno beneficiato della situazione, sia per l'aumentata propensione all'acquisto di prodotti di questo settore, che per la rapida generazione di ricchezza conseguente all'apprezzamento dei mercati finanziari.

Anche se, soprattutto negli Stati Uniti, alcuni segnali di rallentamento dello sviluppo economico si erano in realtà già percepiti dalla fine del 2000, di sicuro gli eventi dell'11 settembre 2001 hanno in seguito rappresentato un netto e improvviso passaggio dall'euforia descritta alle difficoltà di oggi. Le società del settore della moda, precedentemente tra le più avvantaggiate dal contesto creatosi, si sono trovate ad affrontare un drastico rallentamento della crescita della domanda.

In tale scenario tutte le società, in precedenza focalizzate prevalentemente sulla crescita del fatturato, hanno inevitabilmente messo alla prova la propria capacità di affrontare la crisi con un adeguato controllo dei fattori endogeni della propria attività, ossia dei propri costi operativi e dell'efficienza del proprio capitale investito.

Tra il 2000 e il 2001 l'economia statunitense ha dovuto affrontare in rapida successione un incremento dei tassi da parte della Federal Reserve, l'incremento del prezzo del petrolio, il crollo del mercato azionario e, in conclusione, lo shock dei noti attacchi terroristici. Successivamente, quando nella primavera del 2002 l'economia lasciava intravedere alcuni timidi segnali di ripresa, gli scandali finanziari prima e la crisi irachena poi hanno nuovamente depresso il mercato.

Il dato che maggiormente preoccupa tutti gli analisti finanziari nel valutare la situazione americana è l'indice di propensione al consumo, in forte ribasso per tutto il 2002 e che ha toccato livelli vicini ai minimi di inizio anni novanta.

Per l'area europea il 2002 non è stato di certo un anno positivo. L'economia si è mostrata sempre più debole e in alcuni paesi si parla ormai di stagnazione o addirittura di recessione, complici le grandi incertezze che oggi caratterizzano l'evoluzione dei prezzi del petrolio da una parte e la fiducia di imprese e risparmiatori dall'altra.

Il crollo della fiducia dei consumatori, con il conseguente aumento della propensione al risparmio e quindi flessione dei consumi, sommato al rafforzamento dell'Euro sul Dollaro potrebbero mettere in ulteriore difficoltà le imprese, già di fronte a sensibili cali dei profitti e, conseguentemente, degli investimenti.

In Europa come in Italia la crescita nel 2002 è stata inferiore all'1% con un'inflazione (per l'Italia) del 2,6% circa.

La Francia come l'Italia ha un ruolo di catalizzatore dei flussi turistici, ai quali si associano importanti opportunità di spesa di beni di lusso.

La situazione dell'economia tedesca, che rappresenta circa un terzo della produzione interna dell'area Euro, è stata nel 2002 vicina allo zero.

Per la Spagna e la Gran Bretagna la crescita nel 2002 è stata rispettivamente del 2% e dell'1,8%.

Nel 2002 l'economia giapponese ha registrato una contrazione di circa lo 0,3%. Gli sforzi della Banca del Giappone sono ancora concentrati nel combattere la deflazione presente nel paese, che deprime la predisposizione dei consumatori nella spesa in beni durevoli con prezzi e stipendi in ulteriore calo. Tuttavia, la vendita dei beni di lusso rappresentano una delle poche eccezioni e si mantengono buone in controtendenza rispetto al quadro critico delle condizioni economiche generali.

Per quanto concerne i mercati finanziari occorre evidenziare la costante riduzione dei tassi applicata dalla Federal Reserve e dalla Banca Centrale Europea dalla fine del 2001 a sostegno dell'economia.

I mercati borsistici hanno sofferto per tutto il 2002 e nonostante i tassi di interesse molto bassi. Tutti principali mercati hanno così registrato un ribasso per il terzo anno consecutivo. Sicuramente a questo andamento hanno contribuito gli scandali finanziari esplosi negli Stati Uniti, così come la coda della crisi delle aziende facenti parte della "new economy".