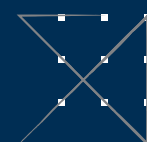


Media

*L'indagine 2013 sulle principali
Società Europee per Capitalizzazione di borsa*



**ACTIVE
VALUE
ADVISORS.**

Management Consultants

Indice

MEDIA

L'indagine 2013 sulle principali Società Europee per Capitalizzazione di Borsa

Executive Summary

i. Quadro economico di riferimento

ii. Il campione di Ricerca

iii. Performance storica: approccio tradizionale

iv. Performance storica: ottica EVA People-Based

v. La sfida lanciata dal Mercato: sostenere la performance nel tempo

Glossario

Lo scenario macroeconomico globale è stato contrassegnato anche nel 2012 dal persistere di un generalizzato clima di incertezza, contrazione dei consumi, rallentamento della produzione ed austerità. A livello europeo, i dati elaborati dal *IMF* evidenziano un contesto economico fortemente provato dal protrarsi della crisi globale, di cui ancora non si è probabilmente passato il 'giro di boa'.

Si è quindi voluto indagare come tale contesto abbia inciso sul comparto *Media*, settore già tuttavia influenzato in modo significativo da dinamiche non certo cicliche: evoluzione tecnologica e cambiamenti socio-culturali hanno negli anni acuito il livello di challenge, ridefinito il ruolo della televisione e della carta stampata, nonché facilitato la diffusione di dispositivi come *laptop*, *tablet* e *smart-phone* quali strumenti innovativi per veicolare contenuti multimediali altamente personalizzabili. L'attività di ricerca ha quindi avuto ad oggetto **50 società europee** appartenenti al comparto *Media* e distinte per segmenti di business: "*Broadcasting & Entertainment*", "*Media Agencies*" e "*Publishing*".

Le pagine seguenti offrono pertanto una fotografia delle **performance gestionali** registrate dalle singole società del comparto. Oltre all'ottica tradizionale basata sulla lettura delle risultanze contabili, si sono analizzate le **performance gestionali di Creazione di Valore conseguite nel 2012** adottando la metodologia **Economical Value Added®**. Alla stessa metodologia classica si è poi affiancata una versione evoluta, basata non più su rendimento e costo del **Capitale Investito in Azienda**, bensì sul **Capitale Umano**. Crediamo che questa vista debba essere compresa e gestita affinché la Creazione di Valore risulti durevole e sostenibile nel tempo: la sua importanza risulta particolarmente acuita in contesti *People-Driven-Business* come quello dei *Media* (*Cap. Inv.* pari solo al 15% del *Ent. Value*).

Le evidenze raccolte mostrano come la performance del comparto sia peggiorata (*EVA®* sceso del 2% a circa 11 Mio.), ma risulti tuttavia positiva ed ottima se confrontata al fatturato aggregato (*EVA/Sales* medio pari a 7,5%). Il segmento *Media Agencies* primeggia tra i tre analizzati (*EVA/Sales* pari a 8,1%), forte di una minore incidenza del Capitale Investito. Fortemente negativa invece la performance delle società italiane appartenenti al segmento *Publishing*: Rizzoli, L'Espresso e Mondadori hanno tutte registrato una consistente riduzione del fatturato e una pesante distruzione di Valore, classificandosi come "*Need for Rebirth*" nel nostro *Ranking 2012*.

L'analisi dei corsi azionari ha infine mostrato come le attese del Mercato dei Capitali prevedano in futuro un incremento della performance, soprattutto per le *Media Agencies*. Analizzare tali aspettative è di straordinaria importanza per comprendere se la strategia perseguita sia apprezzata dal mercato e/o appropriata nel dare risposta a quanto atteso. La metodologia presentata aiuta il management in questo difficile compito, ma soprattutto valorizza tali aspettative in una componente prezzo facilmente confrontabile con le attuali quotazioni.



Quadro economico di riferimento

Un contesto macroeconomico certamente difficile. Deboli segnali di ripresa, ma ancora molte incertezze.

Lo scenario macroeconomico globale

Lo scenario macroeconomico globale è stato contrassegnato nel 2012 dal persistere di un generalizzato clima di incertezza, contrazione dei consumi, rallentamento della produzione ed austerità. La crescita mondiale¹ ha subito un'ulteriore pesante flessione (+4,0% nel 2011, +3,2% nel 2012), interessando sia gli *Emerging Market* (+6,4% nel 2011, +5,1% nel 2012) che le *Advanced Economies* (+1,6% nel 2011, +1,2% nel 2012).

Le stime del IMF prevedono nei prossimi tre semestri un possibile miglioramento a livello globale, ma rimangono caute riguardo una completa ripresa delle *Advanced Economies*: la crescita mondiale rimarrà pressoché costante nel 2013 (+3,3%), raggiungendo i valori del 2011 l'anno seguente (+4,0%).

Importanti decisioni di natura politico-economica hanno certamente contribuito a favorire tale ripresa e ad allontanare possibili ulteriori minacce: il *'Fiscal Cliff'* statunitense, lo scongiurato *'breakup'* dell'euro e l'adozione di una politica monetaria espansiva da parte della maggior parte delle Banche Centrali hanno tutte avuto effetti positivi nel dare impulso all'economia e nel rassicurare i mercati. Tuttavia l'esplosione del caso Cipro, le elezioni in Italia e le tensioni sui debiti dei Paesi Periferici hanno evidenziato, almeno per l'area europea, una situazione di forte incertezza ed instabilità, difficilmente sanabile qualora non si ricorra urgentemente a severi interventi e riforme strutturali.

Fig. 1 - Tassi di crescita in Europa

(GDP Growth %)	2011	2012	2013 _r	2014 _r
EUROPE	2,0	0,0	0,3	1,5
Advanced Europe	1,4	-0,3	0,0	1,2
Euro Area	1,4	-0,6	-0,3	1,1
Germany	3,1	0,9	0,6	1,5
France	1,7	0,0	-0,1	0,9
Italy	0,4	-2,4	-1,5	0,5
Spain	0,4	-1,4	-1,6	0,7
Netherlands	1,3	-0,9	-0,5	1,1
Belgium	1,9	-0,2	0,2	1,2
Austria	3,1	0,8	0,8	1,6
Greece	-6,9	-6,4	-4,2	0,6
Portugal	-1,5	-3,2	-2,3	0,6
Finland	2,9	-0,2	0,5	1,2
Ireland	0,7	0,9	1,1	2,2
United Kingdom	0,9	0,2	0,7	1,5
Sweden	4,0	1,2	1,0	2,2
Switzerland	1,9	1,0	1,3	1,8
Norway	1,7	3,0	2,5	2,2
Denmark	1,0	-0,6	0,8	1,3
Emerging Europe	5,3	1,6	2,2	2,8

Il contesto europeo

I dati elaborati dal IMF evidenziano un contesto economico fortemente provato dal protrarsi della crisi globale, ormai giunta al suo sesto anno consecutivo. L'area europea nel suo complesso² ha registrato una crescita nulla nel 2012, mentre l'Area Euro è stata interessata da un contesto recessivo (-0,6%), con l'area tedesca unica a trainare significativamente l'economia (Germania +0,9%). L'area mediterranea è risultata invece la più colpita: Grecia -6,4%, Portogallo -3,2%, Spagna -1,4% ed infine l'Italia ha registrato una crescita negativa del 2,4%.

Le prospettive per i prossimi due anni non sono rassicuranti e altresì sono state recentemente riviste a ribasso. L'area Euro vedrà il PIL aggregato contrarsi ulteriormente dello 0,3%, con ipotesi di ripresa solamente nel 2014. Conseguentemente l'area italiana, uscita fortemente provata da un 2012 catastrofico, si troverà ad affrontare la recessione in un contesto di forte debolezza economica e, aspetto non certamente secondario, di incertezza politica.

¹Dati WEO International Monetary Fund - World Economic Outlook Aprile 2013.

²Considerando anche i Paesi non appartenenti all'Area Euro e i Paesi Emergenti dell'Europa Centro-Orientale.

La congiuntura economica che ha caratterizzato l'economia mondiale nell'ultimo lustro ha certamente influito sulle performance delle società del comparto Media, settore tuttavia scosso già da tempo da dinamiche di natura non ciclica, che ne hanno negli anni incrementato il livello di challenge.

In primis la straordinaria evoluzione tecnologica avvenuta negli ultimi decenni: oltre ad aumentare il grado di penetrazione e la facilità di fruizione di dispositivi come smart-TV, personal-computer, smart-phone e tablet, ha comportato un profondo e continuo mutamento delle loro stesse funzioni d'uso, agendo come mai prima d'ora anche su aspetti di natura socio-culturale.

I diversi dispositivi, pur mantenendo le originarie peculiarità e caratteristiche del prodotto, hanno spesso converso verso funzioni d'uso molto simili tra loro: le TV, divenute smart in quanto collegabili ad una rete, sono oggi dotate di *browser* per la navigazione e programmi per effettuare videoconferenze; *laptop* e *tablet* possono ora riprodurre in *streaming* contenuti multimediali come film e trasmissioni televisivi (*VOD* e *OTT*³); attraverso gli *smart-phone* e le svariate *app* disponibili è infine possibile ricevere in tempo reale news e contenuti altamente personalizzabili.

Dual Video Screening: gli effetti più evidenti delle mutato contesto tecnologico e della convergenza verso funzioni d'uso simili, riguardano ciò che spesso viene definito *Dual Video Screening*, ossia lo sviluppo di attività in *multitasking* su due o più dispositivi: seguo una trasmissione televisiva, controllo gli aggiornamenti calcistici sul *tablet* e partecipo ad una conversazione tramite *smart-phone*.

Oltre a mettere in discussione il ruolo un tempo detenuto unicamente dalla televisione (considerata oggi secondaria, se non addirittura superflua), la possibilità di disporre di contenuti multimediali simultaneamente su più dispositivi e la stessa maggiore offerta di prodotti hanno comportato che i loro fruitori sono oggi sempre più selettivi riguardo il *cosa*, il *come* e il *quando*.

Media To Go: molto spesso ciò che desiderano sono contenuti sintetici, la cui fruizione possa essere facilitata dall'uso di dispositivi mobili quali *tablet* e *smart-phone*. A tali contenuti sono disposti a riconoscere solamente un valore basso in quanto alternativamente reperibili su altre piattaforme o tramite altre fonti (è il caso ad esempio di notizie di cronaca, semplici aggiornamenti sportivi o contenuti privi di valore aggiunto).

High quality content: altre volte la domanda è focalizzata su contenuti per i quali non è il prezzo la discriminante principale, bensì la ricchezza e l'alto livello qualitativo proposto. In questi casi il fruitore è disposto a riconoscere un *premium-price* qualora il *provider* offra contenuti altamente diversificati e fruibili su più dispositivi (può essere il caso di editoriali o approfondimenti su temi specifici, piuttosto che la possibilità di seguire particolari eventi sportivi attraverso *insight* e magari scegliendo la propria telecamera/visuale).

Social Engagement: la straordinaria diffusione di *smart-phone* e *tablet* ha reso infine i *social network* e la stessa interazione con le comunità virtuali sempre più reali e quotidiani. L'impellente desiderio di condividere con altri conoscenze ed esperienze personali potrebbe quindi rappresentare per le società del comparto *Media* un efficace metodo per veicolare altresì i propri di contenuti.

Queste in estrema sintesi le principali dinamiche che secondo noi di *Active Value Advisors* sempre più in futuro interesseranno il comparto *Media* e, con rilevanti differenze, i singoli specifici segmenti.

Cambiamenti tecnologici e dinamiche socio-culturali... ecco come cambierà il comparto nei prossimi anni?

³Video On Demand e Over The Top.



Broadcasting & Entertainment: è il segmento forse maggiormente interessato dai cambiamenti tecnologici precedentemente evidenziati. Un tempo la televisione rappresentava il principale canale, se non l'unico, attraverso cui veicolare contenuti multimediali, attribuendo di fatto ai possibili fruitori un ruolo passivo; oggigiorno invece la moltiplicazione delle piattaforme distributive, la frammentazione dei contenuti audiovisivi e un ruolo maggiormente attivo degli spettatori hanno comportato un ripensamento delle strategie e delle logiche alla base dell'attività di *Broadcasting*. Da anni, molte emittenti offrono i propri contenuti anche attraverso soluzioni *mobile* e tramite *live streaming* (guardando al caso italiano basti pensare a Sky-Go, Premium-Play, RaiTv...); per quanto riguarda invece i contenuti offerti si è assistito ad una netta separazione tra contenuti "base", spesso distribuiti gratuitamente, e contenuti "premium" a pagamento e dall'alto *appealing*.

Media Agencies: è forse il segmento che più di altri ha saputo cogliere al meglio le sfide imposte dal cambiamento tecnologico. La sempre più riconosciuta importanza del Digital Marketing e le peculiarità legate alla gestione di una molteplicità di dispositivi hanno comportato un incremento della complessità dei servizi richiesti nell'ambito B2B e conseguentemente della domanda di servizi di consulenza specializzata.

Publishing: il segmento Publishing è certamente quello che più di tutti ha risentito in primis della congiuntura economica, ma in maniera più marcata delle dinamiche non cicliche legate sia ai cambiamenti tecnologici, sia ai mutamenti socio-culturali della popolazione italiana ed europea.

Per quanto riguarda i quotidiani, i lettori sono oggi sempre più attirati da contenuti sintetici, notizie flash che riassumano in maniera oggettiva gli avvenimenti della giornata, magari fruibili gratuitamente attraverso *app* su *smart-phone* e *tablet*; i giornali tuttavia continuano ancora a rispondere ai *desiderata* di chi invece è alla ricerca di articoli investigativi o editoriali, il cui contenuto sia quindi altamente differenziato e il cui valore aggiunto sia ampiamente riconosciuto dal lettore.

Sebbene per molti il "libro cartaceo" sia ancora considerato non sostituibile dagli e-book, è innegabile come la diffusione di *tablet* ed *e-reader* abbia rubato un'importante quota di mercato all'attività "tradizionale" di *publishing*. Trattasi certamente di un modo corretto di, alternativamente, creare un *blue-ocean* (vedi Kindle di Amazon) o agire da follower tecnologico (è il caso di Kobo commercializzato da Mondadori). Importanti interrogativi riguarderanno comunque se le case editrici saranno in grado di gestire correttamente il tema del pricing e l'effetto implicito di cannibalizzazione nei confronti dei prodotti tradizionali, così come il tema della conservazione nel tempo dei contenuti digitali acquisiti e la trasferibilità della propria libreria virtuale ad altri dispositivi, e perché no ad altre generazioni.

Il Campione di Ricerca

L'attività di ricerca ha voluto indagare la performance ottenuta dal comparto *Media* nel 2012, attraverso l'analisi di un paniere di società italiane ed europee quotate.

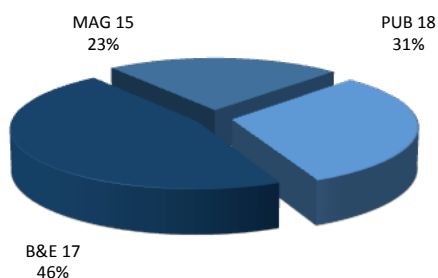
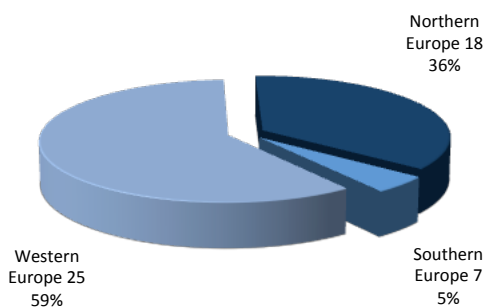
Nello specifico, il campione è stato selezionato prendendo a riferimento 50 tra le prime per capitalizzazione di mercato; la tabella qui presentata le elenca sommariamente, distinguendole per nazione, capitalizzazione e segmento di appartenenza, in particolare:

17 operanti nel segmento *Broadcasting & Entertainment*;

15 nel segmento *Media Agencies*;

18 nel segmento *Publishing*.

Fig. 2 - Il Campione di Ricerca, settore Media



Laddove: B&E - Broadcasting & Entertainment
MAG - Media Agencies
PUB - Publishing

	Company	Country	Cap.on
B&E	VIVENDI S.A.	FRA	19.304
	BRITISH SKY BROADCASTING PLC	GBR	14.725
	RTL Group S.A.	LUX	9.685
	KABEL DEUTSCHLAND AG	DEU	7.432
	PROSIEBENSAT 1 MEDIA AG	DEU	7.341
	ITV PLC	GBR	6.570
	SKY DEUTSCHLAND AG	DEU	4.666
	TELENET GROUP N.V.	BEL	3.889
	MEDIASET S.p.A.	ITA	3.333
	MEDIASET ESPANA COMMUNICATION S.A.	ESP	2.767
	MODERN TIMES GROUP AB	SWE	2.170
	TELEVISION FRANCAISE 1 S.A.	FRA	1.915
	METROPOLE TELEVISION S.A.	FRA	1.581
	ZON MULTIMEDIA S.A.	PRT	1.143
	TECHNICOLOR S.A.	FRA	1.027
NRJ GROUP S.A.	FRA	475	
UTV MEDIA PLC	GBR	157	
MAG	WPP PLC	GBR	17.374
	PUBLICIS GROUPE SA	FRA	11.599
	JCDECAUX S.A.	FRA	4.731
	TELEPERFORMANCE S.A.	FRA	2.129
	HAVAS S.A.	FRA	1.901
	GFK SE	DEU	1.361
	IPSOS S.A.	FRA	1.308
	ITE GROUP PLC	GBR	864
	APG SGA S.A.	CHE	535
	STROEER OUT OF HOME MEDIA AG	DEU	372
	CHIME COMMUNICATIONS PLC	GBR	258
CAIRO COMMUNICATION S.p.A.	ITA	252	
TARSUS GROUP PLC	GBR	244	
PUBLIGROUPE LTD	CHE	234	
HUNTSWORTH PLC	GBR	169	
PUB	REED ELSEVIER N.V.	NLD	19.579
	PEARSON PLC	GBR	11.032
	WOLTERS KLUWER N.V.	NLD	4.864
	SCHIBSTED ASA	NOR	3.564
	INFORMA PLC	GBR	3.418
	AXEL SPRINGER AG	DEU	3.249
	DAILY MAIL AND GENERAL TRUST PLC	GBR	3.220
	LAGARDERE SCA	FRA	2.801
	UBM PLC	GBR	1.875
	EUROMONEY INSTITUTIONAL INVESTOR PLC	GBR	1.534
	SANOMA OYJ	FIN	964
	TAMEDIA LTD	CHE	856
	RIZZOLI CORRIERE DELLA SERA S.p.A.	ITA	700
	TELEGRAAF MEDIA GROEP N.V.	NLD	556
	GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO S.p.A.	ITA	328
	TRINITY MIRROR PLC	GBR	323
	ARNOLDO MONDADORI EDITORE S.p.A.	ITA	232
ALMA MEDIA OYJ	FIN	192	

Dati Reuters Thomson One, valori in € Mio.



Performance Storica: approccio tradizionale

Analizzando in ottica comparativa i risultati ottenuti dal Campione nel corso del 2012, il comparto *Media* è stato caratterizzato da un modesto incremento del fatturato aggregato rispetto ai valori 2011, passando infatti da circa 142 Mld. a 144 Mld. (+2,0%).

L'incremento ha principalmente interessato il segmento *Media Agencies* (+9,2%), più contenuta la crescita registrata dal segmento *Broadcasting & Entertainment* (+1,8%), negativa invece quella del segmento *Publishing* (-2,3%).

Esaminando poi la distribuzione geografica dei ricavi, l'incremento si è concentrato maggiormente nella regione Occidentale (+3,7%) e Settentrionale (+2,1%) dell'Europa. Si segnala invece come il campione di società afferenti all'area Meridionale, principalmente società italiane, abbia registrato una considerevole riduzione del fatturato aggregato (-11,8%).

Guardando quindi a redditività e profittabilità, il comparto ha registrato un modesto incremento della prima e una sostanziale contrazione della seconda, pur mantenendo una performance media nel complesso discretamente positiva (*EBIT/Sales* pari a 13,5% e *Profit/Sales* sceso a 6,2%). Si segnala infine come solo 7 società su 50 del campione non siano riuscite a raggiungere utili nel 2012.

Ciò premesso, riteniamo quanto emerso non esaustivo: le evidenze raccolte non sono univoche e le performance registrate differiscono sensibilmente tra i tre segmenti presi a riferimento e, ancor più, da società a società. L'analisi che segue e la tabella presentata in Fig. 9 vogliono quindi offrire al lettore validi spunti per un'analisi più puntuale del campione di Ricerca.

Segmento Broadcasting & Entertainment

Nel suo complesso il segmento ha registrato una modesta crescita del fatturato (+1,8%), con tuttavia solo 4 società caratterizzate da una flessione delle vendite (in alcuni casi anche consistente).

I livelli di redditività e profittabilità sono ottimi, ma in deciso decremento dallo scorso anno (*EBIT/Sales* 15,6%, *Profit/Sales* 5,6%).

All'interno del segmento si segnala la performance di:

- **MEDIASET:** il Gruppo ha registrato nel 2012 un notevole decremento del fatturato (-12,5%), nonché dei principali indici di

Fig. 3 - Ricavi settore *Media* per aree geografiche

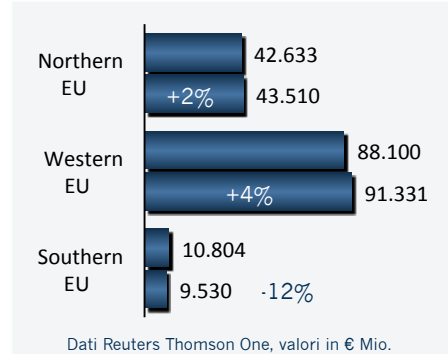
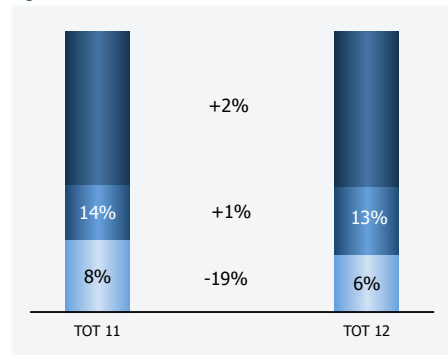
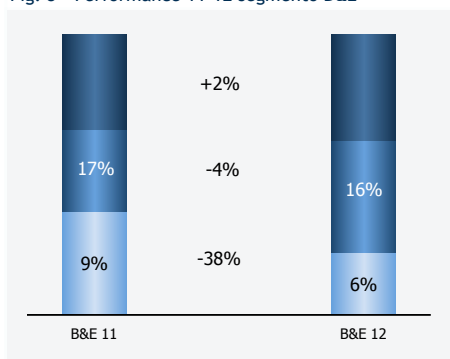


Fig. 4 - Performance settore *Media*



*Legenda ai grafici in Fig. 3, 4, 5, 6 e 7.

Fig. 5 - Performance 11-12 segmento B&E

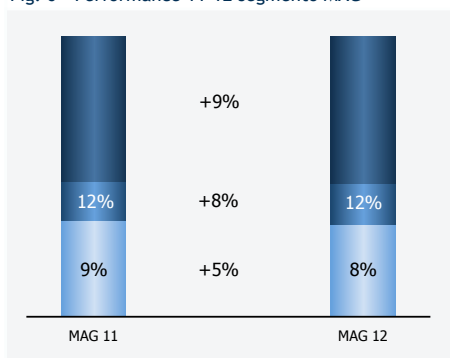


redditività e profittabilità: *EBIT* e *Risultato Netto* negativi per la prima volta da anni (*EBIT/Sales* pari a -1,3% e *Profit/Sales* -6,8%).

Segmento Media Agencies

Meno performante rispetto al segmento *Broadcasting & Entertainment* in termini di redditività (*EBIT/Sales* pari a 11,9%), il segmento ha tuttavia registrato la migliore performance incrementale rispetto ai valori 2011: fatturato cresciuto del 9,2%, redditività e profittabilità rispettivamente del 7,8% e 4,8%.

Fig. 6 - Performance 11-12 segmento MAG



Segmento Publishing

Segmento caratterizzato da un pattern decisamente non omogeneo tra le performance delle società analizzate. Il fatturato aggregato è in modesto decremento dai valori 2011 (-2,3%), mentre i principali indici di redditività e profittabilità sono buoni ed in incremento (*EBIT/Sales* pari a 11,4% e *Profit/Sales* 5,8%). Tra le società analizzate si segnalano le deludenti performance delle italiane:

- RIZZOLI CORRIERE DELLA SERA: fatturato in marcato decremento (-23,0%), così come redditività e profittabilità (*EBIT/Sales* pari a -3,9% e *Profit/Sales* -32,1%).
- GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO: il Gruppo ha registrato nel 2012 una flessione nelle vendite (-8,7%), mentre redditività e profittabilità seppure inferiori ai valori di segmento risultano positivi (*EBIT/Sales* pari a 5,4% e *Profit/Sales* 2,7%).
- ARNOLDO MONDADORI EDITORE: la performance 2012 è stata caratterizzata da fatturato in decremento (-6,2%), redditività scarsa (*EBIT/Sales* pari a 0,5%) e una profonda perdita (*Profit/Sales* -11,7%).

Fig. 7 - Performance 11-12 segmento PUB

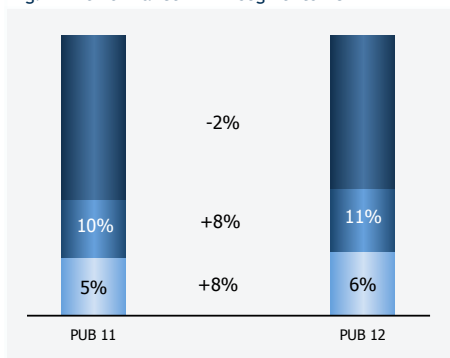
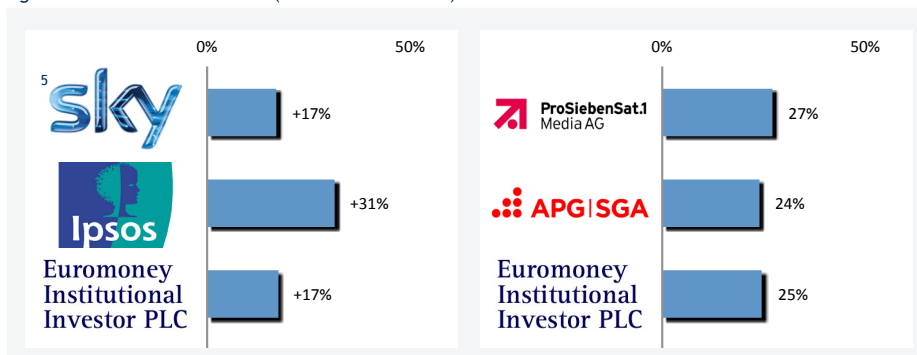
Fig. 8 - Best Performers settore (Δ Sales e *EBIT/Sales*)

Fig. 9 - Performance storica: approccio tradizionale

Company	Sales			EBIT			Profit		
	2011	2012	Δ %	2011	2012	% Sales	2011	2012	% Sales
B&E VIVENDI S.A.	28.813	28.994	1%	5.446	5.132	18%	3.727	949	3%
BRITISH SKY BROADCASTING PLC	7.305	8.393	15%	1.223	1.512	18%	837	1.120	13%
RTL Group S.A.	5.765	5.998	4%	1.068	1.006	17%	795	690	12%
KABEL DEUTSCHLAND AG	1.700	1.830	8%	367	426	23%	159	247	13%
PROSIEBENSAT 1 MEDIA AG	2.756	2.356	-15%	624	641	27%	309	299	13%
ITV PLC	2.562	2.707	6%	482	571	21%	297	330	12%
SKY DEUTSCHLAND AG	1.139	1.333	17%	-226	-131	-10%	-278	-195	-15%
TELENET GROUP N.V.	1.376	1.489	8%	358	390	26%	17	33	2%
MEDIASET S.p.A.	4.208	3.683	-12%	509	-47	-1%	289	-250	-7%
MEDIASET ESPANA COMUNICACION S.A.	985	887	-10%	140	49	6%	113	50	6%
MODERN TIMES GROUP AB	1.514	1.555	3%	197	192	12%	-145	186	12%
TELEVISION FRANCAISE 1 S.A.	2.620	2.621	≈	278	229	9%	186	139	5%
METROPOLE TELEVISION S.A.	1.421	1.387	-2%	232	209	15%	150	140	10%
ZON MULTIMEDIA S.A.	855	859	≈	93	101	12%	35	37	4%
TECHNICOLOR S.A.	3.450	3.580	4%	232	282	8%	-324	-22	-1%
NRJ GROUP S.A.	383	397	4%	51	53	13%	46	38	10%
UTV MEDIA PLC	146	148	2%	32	29	19%	-30	19	13%
	66.997	68.216	2%	11.103	10.641	16%	6.182	3.810	6%
MAG WPP PLC	11.998	12.789	7%	1.394	1.573	12%	1.097	1.103	9%
PUBLICIS GROUPE SA	5.816	6.610	14%	893	1.019	15%	629	764	12%
JCDECAUX S.A.	2.463	2.623	6%	324	315	12%	216	166	6%
TELEPERFORMANCE S.A.	2.126	2.347	10%	102	179	8%	95	129	6%
HAVAS S.A.	1.645	1.778	8%	202	204	11%	128	135	8%
GFK SE	1.374	1.515	10%	162	143	9%	88	64	4%
IPSOS S.A.	1.363	1.790	31%	163	137	8%	90	82	5%
ITE GROUP PLC	181	216	20%	46	48	22%	36	41	19%
APG SGA S.A.	257	265	3%	40	63	24%	35	43	16%
STROEER OUT OF HOME MEDIA AG	577	561	-3%	57	22	4%	-4	-2	0%
CHIME COMMUNICATIONS PLC	390	424	9%	36	6	1%	21	0	0%
CAIRO COMMUNICATION S.p.A.	282	276	-2%	33	24	9%	23	19	7%
TARSUS GROUP PLC	74	64	-14%	13	15	24%	1	8	13%
PUBLIGROUPE LTD	282	236	-16%	18	1	1%	28	45	19%
HUNTSWORTH PLC	211	213	1%	22	28	13%	12	19	9%
	29.038	31.706	9%	3.505	3.777	12%	2.497	2.616	8%
PUB REED ELSEVIER N.V.	7.111	7.539	6%	1.428	1.674	22%	909	1.324	18%
PEARSON PLC	7.018	6.237	-11%	746	700	11%	1.144	406	7%
WOLTERS KLUWER N.V.	3.354	3.603	7%	567	593	16%	128	321	9%
SCHIBSTED ASA	1.856	2.012	8%	212	203	10%	107	33	2%
INFORMA PLC	1.527	1.520	≈	238	270	18%	89	112	7%
AXEL SPRINGER AG	3.185	3.310	4%	399	420	13%	289	276	8%
DAILY MAIL AND GENERAL TRUST PLC	2.310	2.193	-5%	230	217	10%	148	297	14%
LAGARDERE SCA	7.657	7.722	1%	-51	305	4%	-689	106	1%
UBM PLC	1.164	984	-15%	181	167	17%	103	-52	-5%
EUROMONEY INSTITUTIONAL INVESTOR PLC	422	495	17%	94	122	25%	53	88	18%
SANOMA OYJ	2.746	2.376	-13%	153	132	6%	86	150	6%
TAMEDIA LTD	889	872	-2%	123	121	14%	147	126	14%
RIZZOLI CORRIERE DELLA SERA S.p.A.	2.075	1.598	-23%	51	-63	-4%	-335	-513	-32%
TELEGRAAF MEDIA GROEP N.V.	577	577	≈	12	1	0%	-38	-16	-3%
GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO S.p.A.	890	813	-9%	102	44	5%	58	22	3%
TRINITY MIRROR PLC	894	863	-3%	121	125	14%	93	29	3%
ARNOLDO MONDADORI EDITORE S.p.A.	1.510	1.416	-6%	57	8	1%	49	-165	-12%
ALMA MEDIA OYJ	316	320	1%	43	32	10%	31	17	5%
	45.501	44.449	-2%	4.706	5.071	11%	2.375	2.561	6%

Dati Reuters Thomson One, valori in € Mio.

Performance Storica: ottica *Economic Value Added*

L'analisi della performance storica attraverso un approccio tradizionale spesso non permette di evidenziare un *pattern* ben definito di quale sia stata la performance del settore, né di cogliere appieno quello che è stato l'impatto della congiuntura economica sulla stessa.

Ancor più spesso l'adozione di un simile approccio rende miopi e non permette di mettere in luce eventuali problemi nella strategia perseguita e relative possibili soluzioni. Una visione chiara e condivisa di ciò che è necessario per creare Valore e di quali sono le leve agibili per farlo, può essere quindi di aiuto sia per il management, che per gli investitori. Ma prima...

- Siamo certi di sapere da cosa dipende la capacità delle imprese di creare Valore e ricchezza? -

Generare valore (*Profitto Economico_EVA*[®] positivo) è una questione di *Qualità* e di *Quantità*!

L'importanza della 'Qualità' e della 'Quantità'

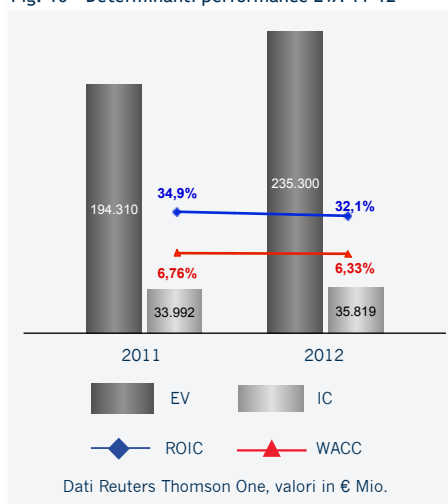
La *Qualità* è una misura relativa che identifica qualcosa di un livello superiore rispetto ad un *hurdle* di riferimento. Dall'ottica di un investitore, dunque, un investimento di *qualità* è quello in grado di generare un ritorno maggiore rispetto ad altri investimenti di pari rischio.

Per misurare la '*Qualità*' di ogni Società del nostro Campione si è calcolato il Tasso di Rendimento generato dal Capitale Investito nell'attività d'impresa (*ROIC*⁶) e lo si è confrontato con quanto gli investitori si aspettano di realizzare per analoghi livelli di rischio (*WACC*⁷).

Nell'attività d'impresa, la '*Quantità*' di Capitale Investito⁸, in grado di garantire un ritorno superiore al suo Costo Opportunità, è invece la seconda leva necessaria per creare Valore. Agendo da volano della Crescita, più Capitale sarà impiegato ad un alto tasso di ritorno, più sarà la ricchezza creata.

La performance del comparto *Media*, seppure peggiorata dallo scorso anno (*EVA*[®] sceso del 2% a circa 11 Mio.) risulta positiva ed ottima se confrontata con il fatturato aggregato

Fig. 10 - Determinanti performance EVA 11-12



(*EVA/Sales* 7,5%). La Fig. 14 riporta graficamente ed in modo sintetico le determinanti aggregate alla base della performance 2012. Il rendimento del Capitale risulta particolarmente elevato e superiore al relativo costo, in quanto il campione non rappresenta società Capital Driven (il Capitale Investito è solo il 15% del EV⁹ nel 2012), essendo invece gli aspetti intangibili del fare impresa a prevalere, soprattutto quelli legati alle Risorse Impiegate in Azienda.

Perdendo di significatività l'uso della metodologia tradizionale basata su Capitale Investito, redditività e relativo costo, riteniamo utile presentare nelle pagine che seguono una alternativa ed originale basata per l'apunto sull'analisi del Capitale Umano.

⁶ROIC = Return on Invested Capital

⁷WACC = Weighted Average Cost of Capital

⁸IC = Invested Capital, sommatoria dei valori contabili del Debito e dell'Equity

⁹EV = Enterprise Value, sommatoria della Capitalizzazione di Borsa e della Posizione Finanziaria Netta



La capacità delle imprese di creare Valore dipende da quanto più Capitale (Quantità) riescono ad impiegare ad un Tasso di Rendimento superiore al suo Costo-Opportunità (Qualità)

Performance Storica: ottica People-Based

La creazione di Valore si può misurare anche considerando un 'Capitale' le Risorse Umane dell'impresa. Ciò significa identificare 'nuove' leve agibili per incrementare il Valore della Società e valorizzare le Risorse interne in una logica di costo-opportunità

L'adozione di un'ottica *Economic Value Added* è particolarmente efficace nel misurare la Creazione di Valore qualora ci si trovi ad analizzare società Capital Driven, laddove risulti cioè di fondamentale importanza computare tra i costi anche quello del Capitale Investito in Azienda.

- Ma in presenza di società non Capital-Driven? -

La rappresentazione grafica in Fig. 11 intende mostrare come i segmenti analizzati siano per l'appunto caratterizzati da una scarsa incidenza del costo del Capitale (media di settore 11%), mentre la componente legata ai costi del personale sia particolarmente significativa (media di settore 30%, con un picco del 59% per il segmento *Media Agencies*).

In tale situazione, le metriche tradizionali che dovrebbero offrire modalità di lettura alternative delle performance gestionali conseguite dalle imprese, perdono progressivamente valenza nell'associare il Valore Creato alle singole determinanti che hanno concorso a generarlo.

E' possibile quindi calcolare il Profitto Economico utilizzando il denominatore delle 'Persone', invece che del 'Capitale' e identificare così da un'ottica People-Driven le diverse leve agibili per correggere eventuali problematiche emerse ed incrementare il Valore della Società?

La performance di Valore da un punto di vista People-Driven

Operando una semplice scomposizione algebrica della formulazione 'tradizionale' della metrica *EVA*¹⁰, è possibile determinare un **EVA® People-Based** calcolato rivelando la differenza tra Produttività delle Risorse Umane e il loro Costo medio (*Qualità*) e moltiplicando questo *spread* per il numero totale delle Risorse interne (*Quantità*).

Così come una Società, per generare Valore, ha bisogno che il Capitale impiegato sia:

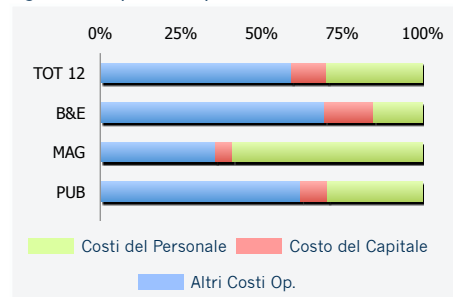
- Reddizio;
- Adeguatamente remunerato per il suo Costo-Opportunità;
- Impiegato in progetti ed attività economicamente profittevoli.

da una prospettiva *People-Driven*, per creare Valore è necessario che le Risorse Interne siano:

- Produttive;
- Adeguatamente remunerate per il lavoro che svolgono;
- Correttamente dimensionate all'interno della Struttura.

Le Persone rappresentano, infatti, un 'Capitale' di competenze e specificità che, come tale, deve essere reso quanto più profittevole e al servizio della capacità di creazione di Valore dell'impresa, anch'esso secondo una logica di Costo-opportunità.

Fig. 11 - Composizione percentuale dei costi



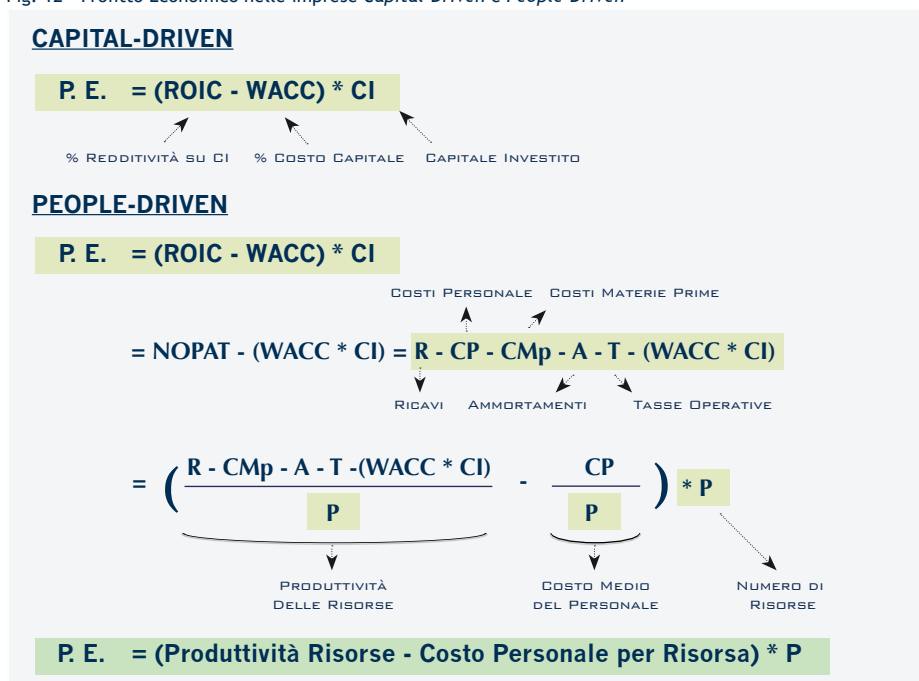


Fig. 13 - Determinanti performance per Employee



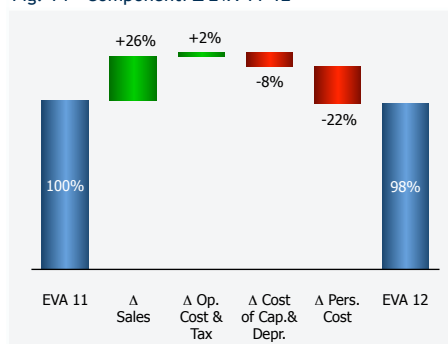
L'analisi del comparto Media

La rappresentazione in Fig. 13 riporta graficamente le determinanti aggregate alla base della performance 2012, secondo un ottica *People-Driven* ed espresse in valori per dipendente (€ /000).

Il grafico in Fig. 14 illustra invece in modo sintetico quali componenti abbiano maggiormente influito sul differenziale di performance registrato nel 2012 dal comparto.

Le risultanze mostrano come, in quanto la produttività per dipendente è rimasta sostanzialmente invariata, il lieve decremento della performance evidenziato in precedenza (EVA® sceso del 2% a circa 11 Mio.) sia interamente imputabile ad un più alto costo del personale: ciò risulta vero sia in termini di valore assoluto (il costo del personale è cresciuto mediamente del 6,5%), sia in termini di costo medio per dipendente (aumento medio del 2,0%).

Fig. 14 - Componenti Δ EVA 11-12



Per quanto riguarda invece la leva *Quantità*, il numero aggregato di dipendenti nelle sole 50 società analizzate, è aumentato nell'ultimo anno di circa 30mila unità portando il numero complessivo a superare i 700mila dipendenti (aumento medio del 4,4%).

¹⁰ I fondamentali del People-Drive Business, considerare un Capitale le proprie risorse* - AVA febbraio 2012



La creazione di Valore si può misurare anche considerando un 'Capitale' le Risorse Umane dell'impresa. Ciò significa identificare 'nuove' leve agibili per incrementare il Valore della Società e valorizzare le Risorse interne in una logica di costo-opportunità

Le rappresentazioni grafiche nelle Fig. 15 e in Fig. 16 vogliono presentare un'analisi più dettagliata del segmento *Publishing* in quanto caratterizzato dalla presenza di ben 3 importanti gruppi editoriali italiani.

La Fig. 15 riporta quindi in modo sintetico ed ordinato la produttività per dipendente associata alle singole società, mentre la Fig. 16 ne riporta il costo lavoro medio.

Come si può osservare:

- **GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO:** la produttività per dipendente risulta elevata e di poco inferiore ai *top-performer* di segmento. La performance è tuttavia negativa ($EVA/Employee$ pari a € -9.414) a causa di un costo lavoro elevato e notevolmente superiore ai competitor sia italiani, che europei ($Labour\ cost/Employee$ € 105.953).
- **ARNOLDO MONDADORI EDITORE:** la produttività risulta scarsa se confrontata con quella dei principali competitor e nettamente inferiore alla retribuzione media ($Labour\ cost/Employee$ € 78.427): la performance risulta quindi negativa ($EVA/Employee$ € -16.465).
- **RIZZOLI CORRIERE DELLA SERA:** le risultanze mostrano come la produttività del Gruppo sia la peggiore del comparto e sensibilmente inferiore a quella dei competitor, insufficiente inoltre a coprire i costi del personale ($Labour\ cost/Employee$ € 69.431 $EVA/Employee$ € -52.846).

La tabella presentata in Fig. 17 vuole infine offrire per ciascuna società del campione analizzato, una visione dettagliata delle determinanti alla base della loro performance *People-Driven*.

Le colonne 2 e 3 (*Quantità*) in particolare presentano rispettivamente l'attuale organico e il numero di dipendenti occorsi alla singola società a generare un fatturato di un milione (una semplice proxy per confrontare le scelte in tema di dimensionamento organizzativo).

Nelle colonne 5 e 7 (*Qualità*), invece, produttività e costo medio del personale sono messi in relazione con il segmento di appartenenza.

Come si può vedere, non solo la produttività delle risorse, ma anche il loro costo varia sensibilmente da segmento a segmento, e tra società e società.

Fig. 15 - Produttività per dipendente *Publishing*

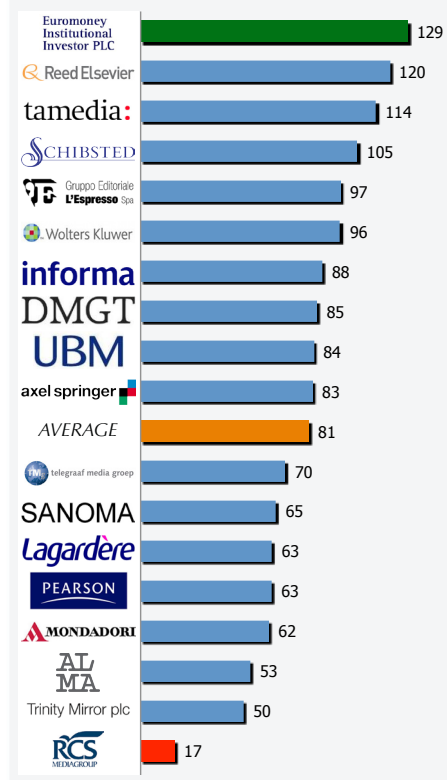


Fig. 16 - Costo lavoro per dipendente *Publishing*

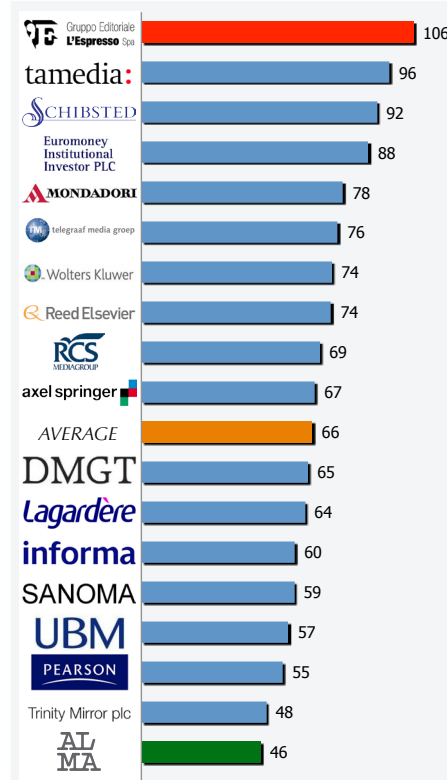


Fig. 17 - Performance storica: ottica People-Based

	Company	Employee	Employees per Million Revenues	Productivity		Cost		EVA
B&E	VIVENDI S.A.	58.050	2,0	104	0,9 x	61	0,9 x	43
	BRITISH SKY BROADCASTING PLC	17.937	2,1	118	1,1 x	59	0,8 x	59
	RTL Group S.A.	9.590	1,6	169	1,5 x	100	1,4 x	69
	KABEL DEUTSCHLAND AG	3.157	1,7	175	1,6 x	84	1,2 x	92
	PROSIEBENSAT 1 MEDIA AG	3.026	1,3	162	1,5 x	88	1,3 x	74
	ITV PLC	4.059	1,5	198	1,8 x	91	1,3 x	107
	SKY DEUTSCHLAND AG	1.939	1,5	-6	-0,1 x	75	1,1 x	-80
	TELENET GROUP N.V.	2.141	1,4	207	1,9 x	123	1,8 x	83
	MEDIASET S.p.A.	5.908	1,6	55	0,5 x	106	1,5 x	-51
	MEDIASET ESPANA COMUNICACION S.A.	1.335	1,5	43	0,4 x	82	1,2 x	-38
	MODERN TIMES GROUP AB	3.012	1,9	108	1,0 x	67	1,0 x	41
	TELEVISION FRANCAISE 1 S.A.	3.800	1,5	134	1,2 x	112	1,6 x	23
	METROPOLE TELEVISION S.A.	2.197	1,6	161	1,5 x	115	1,6 x	46
	ZON MULTIMEDIA S.A.	1.637	1,9	44	0,4 x	37	0,5 x	8
	TECHNICOLOR S.A.	14.639	4,1	64	0,6 x	55	0,8 x	8
NRJ GROUP S.A.	1.784	4,5	69	0,6 x	63	0,9 x	6	
UTV MEDIA PLC	980	6,6	55	0,5 x	42	0,6 x	12	
				109		70		39
MAG	WPP PLC	115.711	9,0	76	1,5 x	65	1,4 x	10
	PUBLICIS GROUPE SA	57.500	8,7	84	1,6 x	71	1,6 x	13
	JCDECAUX S.A.	10.484	4,0	61	1,2 x	49	1,1 x	11
	TELEPERFORMANCE S.A.	137.967	58,8	13	0,2 x	12	0,3 x	1
	HAVAS S.A.	15.419	8,7	80	1,5 x	71	1,6 x	9
	GFK SE	12.678	8,4	60	1,2 x	54	1,2 x	6
	IPSOS S.A.	15.927	8,9	52	1,0 x	46	1,0 x	5
	ITE GROUP PLC	1.044	4,8	74	1,4 x	38	0,8 x	36
	APG SGA S.A.	652	2,5	103	2,0 x	38	0,8 x	65
	STROEER OUT OF HOME MEDIA AG	1.750	3,1	46	0,9 x	53	1,2 x	-7
	CHIME COMMUNICATIONS PLC	1.732	4,1	91	1,8 x	92	2,0 x	-1
	CAIRO COMMUNICATION S.p.A.	290	1,1	140	2,7 x	86	1,9 x	54
	TARSUS GROUP PLC	272	4,3	102	2,0 x	59	1,3 x	42
PUBLIGROUPE LTD	2.173	9,2	81	1,5 x	81	1,8 x	-0	
HUNTSWORTH PLC	1.690	7,9	90	1,7 x	77	1,7 x	13	
				52		45		7
PUB	REED ELSEVIER N.V.	30.400	4,0	120	1,5 x	74	1,1 x	47
	PEARSON PLC	42.980	6,9	63	0,8 x	55	0,8 x	8
	WOLTERS KLUWER N.V.	18.412	5,1	96	1,2 x	74	1,1 x	22
	SCHIBSTED ASA	7.800	3,9	105	1,3 x	92	1,4 x	13
	INFORMA PLC	7.531	5,0	88	1,1 x	60	0,9 x	28
	AXEL SPRINGER AG	13.651	4,1	83	1,0 x	67	1,0 x	16
	DAILY MAIL AND GENERAL TRUST PLC	11.600	5,3	85	1,1 x	65	1,0 x	20
	LAGARDERE SCA	24.068	3,1	63	0,8 x	64	1,0 x	-0
	UBM PLC	5.772	5,9	84	1,0 x	57	0,9 x	26
	EUROMONEY INSTITUTIONAL INVESTOR PLC	2.263	4,6	129	1,6 x	88	1,3 x	41
	SANOMA OYJ	10.331	4,3	65	0,8 x	59	0,9 x	6
	TAMEDIA LTD	3.471	4,0	114	1,4 x	96	1,5 x	17
	RIZZOLI CORRIERE DELLA SERA S.p.A.	5.558	3,5	17	0,2 x	69	1,0 x	-53
	TELEGRAAF MEDIA GROEP N.V.	2.925	5,1	70	0,9 x	76	1,1 x	-6
	GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO S.p.A.	2.536	3,1	97	1,2 x	106	1,6 x	-9
	TRINITY MIRROR PLC	5.392	6,2	50	0,6 x	48	0,7 x	1
	ARNOLDO MONDADORI EDITORE S.p.A.	3.703	2,6	62	0,8 x	78	1,2 x	-16
ALMA MEDIA OYJ	2.851	8,9	53	0,7 x	46	0,7 x	7	
				81		66		15

Dati Reuters Thomson One, valori in € /'000



Performance Storica: Campioni e Falling Angel

Nei paragrafi precedenti si è presentata una panoramica delle logiche sottostanti la metodologia *Economic Value Added* tradizionale, nonché una sua versione evoluta applicabile ai contesti People-Driven.

Qui nel prosieguo, invece, si vuole offrire un primo tentativo di categorizzazione sistemica delle performance registrate dalla singole società del paniere, attraverso una lettura 'semplificata' di soli tre driver:

- **EVA®** : esprime in modo completo la capacità di un'impresa di Creare Valore, qualora risultasse negativo è importante comprendere quale rotta stia intraprendendo la società attraverso un'analisi degli altri due driver;
- **Δ EVA®** : rispetto al primo parametro offre maggiori informazioni sull'evoluzione della performance e ne traccia in modo dinamico il trend (miglioramento/peggioramento);
- **Δ SALES**: rispetto ai primi due parametri il focus non è più la Creazione di Valore ma prettamente la Crescita, intesa come incremento del fatturato consolidato.

L'unione combinata dei 3 parametri permette di categorizzare le società in una delle 8 casistiche qui presentate:

- **Champion**: performance ineccepibile ed in crescita, sia adottando un'ottica EVA®, sia in termini di crescita del fatturato;
- **Focusing**: rallentamento della crescita a favore di una mirata e maggiore Creazione di Valore;
- **Falling Angel**: società un tempo campioni, la loro performance è ora decrescente ed è pertanto necessario interrogarsi nuovamente sulla validità della *Value Proposition*;
- **Need for Rebirth**: società in declino o in crisi, si assiste ad una completa e generalizzata distruzione di Valore;
- **What after Growth?**: società orientate alla sola crescita, si rende necessario verificare/ridefinire gli obiettivi;
- **On the right path**: società i cui obiettivi sono stati definiti in modo corretto e con performance in miglioramento, tuttavia non ancora 'campioni';
- **Restructuring**: società attualmente orientata alla 'rinascita';
- **Need for control**: società caratterizzata da una possibile flessione momentanea.

Fig. 18 - Performance storica: una prima categorizzazione

	Company	Performance EVA / SALES	Performance Analysis			Status
			EVA (+/-)	Δ EVA (+/-)	Δ SALES (+/-)	
B&E	VIVENDI S.A.	8,58%	☺	☹	☺	Need for control
	BRITISH SKY BROADCASTING PLC	12,66%	☺	☺	☺	Champion
	RTL Group S.A.	11,07%	☺	☹	☺	Need for control
	KABEL DEUTSCHLAND AG	15,79%	☺	☺	☺	Champion
	PROSIEBENSAT 1 MEDIA AG	9,50%	☺	☹	☹	Falling angel
	ITV PLC	16,03%	☺	☺	☺	Champion
	SKY DEUTSCHLAND AG	-11,68%	☹	☺	☺	On the right path
	TELENET GROUP N.V.	11,98%	☺	☺	☺	Champion
	MEDIASET S.p.A.	-8,14%	☹	☹	☹	Need for rebirth
	MEDIASET ESPANA COMUNICACION S.A.	-5,80%	☹	☹	☹	Need for rebirth
	MODERN TIMES GROUP AB	7,87%	☺	☺	☺	Champion
	TELEVISION FRANCAISE 1 S.A.	3,32%	☺	☹	☺	Need for control
	METROPOLE TELEVISION S.A.	7,30%	☺	☹	☹	Falling angel
	ZON MULTIMEDIA S.A.	1,45%	☺	☺	☺	Champion
	TECHNICOLOR S.A.	3,47%	☺	☺	☺	Champion
NRJ GROUP S.A.	2,71%	☺	☹	☺	Need for control	
UTV MEDIA PLC	8,21%	☺	☺	☺	Champion	
MAG	WPP PLC	9,50%	☺	☹	☺	Need for control
	PUBLICIS GROUPE SA	11,16%	☺	☺	☺	Champion
	JCDECAUX S.A.	4,55%	☺	☹	☺	Need for control
	TELEPERFORMANCE S.A.	3,55%	☺	☺	☺	Champion
	HAVAS S.A.	8,10%	☺	☹	☺	Need for control
	GFK SE	4,85%	☺	☹	☺	Need for control
	IPSOS S.A.	4,56%	☺	☹	☺	Need for control
	ITE GROUP PLC	17,30%	☺	☺	☺	Champion
	APG SGA S.A.	16,07%	☺	☺	☺	Champion
	STROEER OUT OF HOME MEDIA AG	-2,15%	☹	☹	☹	Need for rebirth
	CHIME COMMUNICATIONS PLC	-0,30%	☹	☹	☺	What after growth?
	CAIRO COMMUNICATION S.p.A.	5,71%	☺	☹	☹	Falling angel
	TARSUS GROUP PLC	18,18%	☺	☺	☹	Focusing
	PUBLIGROUPE LTD	-0,09%	☹	☹	☹	Need for rebirth
HUNTSWORTH PLC	10,56%	☺	☺	☺	Champion	
PUB	REED ELSEVIER N.V.	18,81%	☺	☺	☺	Champion
	PEARSON PLC	5,76%	☺	☹	☹	Falling angel
	WOLTERS KLUWER N.V.	11,46%	☺	☺	☺	Champion
	SCHIBSTED ASA	5,14%	☺	☹	☺	Need for control
	INFORMA PLC	13,91%	☺	☺	☹	Focusing
	AXEL SPRINGER AG	6,45%	☺	☺	☺	Champion
	DAILY MAIL AND GENERAL TRUST PLC	10,82%	☺	☺	☹	Focusing
	LAGARDERE SCA	-0,06%	☹	☺	☺	On the right path
	UBM PLC	15,50%	☺	☺	☹	Focusing
	EUROMONEY INSTITUTIONAL INVESTOR PLC	18,60%	☺	☺	☺	Champion
	SANOMA OYJ	2,61%	☺	☺	☹	Focusing
	TAMEDIA LTD	6,91%	☺	☹	☹	Falling angel
	RIZZOLI CORRIERE DELLA SERA S.p.A.	-18,38%	☹	☹	☹	Need for rebirth
	TELEGRAAF MEDIA GROEP N.V.	-3,28%	☹	☺	☹	Restructuring
	GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO S.p.A.	-2,94%	☹	☹	☹	Need for rebirth
	TRINITY MIRROR PLC	0,83%	☺	☹	☹	Falling angel
	ARNOLDO MONDADORI EDITORE S.p.A.	-4,31%	☹	☹	☹	Need for rebirth
ALMA MEDIA OYJ	5,99%	☺	☹	☺	Need for control	

¹¹Legenda alla tabella in Fig. 18

☺☺☺	Champion	☺☺☹	Focusing
☺☺☹	Falling Angel	☹☹☹	Need for Rebirth
☹☺☺	On the right Path	☹☺☹	Restructuring
☺☹☺	Need for Control	☹☹☺	What after growth?



La sfida lanciata dal Mercato: sostenere la performance nel tempo

Obiettivo dell'impresa è quello di creare Valore, ma ciò deve avvenire in maniera sostenibile nel tempo.

Creare valore e ricchezza attraverso un incremento di 'Qualità' o 'Quantità' è certamente uno degli aspetti focali del 'fare impresa', ma una questione non certo secondaria è garantirne la sua Sostenibilità nel tempo.

Per questo motivo analizzare le performance correnti è certamente un ottimo punto di partenza, ma di fondamentale importanza è altresì comprendere quali siano le aspettative del mercato riguardo alle performance prospettiche dell'azienda:

- E' plausibile che una performance EVA® positiva sia ripetibile anche in futuro? -
- Il Mercato valuta possibile un'inversione di tendenza per performance EVA® negative? -

Il Mercato e le aspettative implicite nei corsi azionari

Il Mercato dei Capitali ha l'importante ruolo di valorizzare sinteticamente, nella quotazione di ogni giorno, le aspettative di una moltitudine di operatori ed investitori riguardo le performance future delle società oggetto di negoziazione. L'analisi dei corsi azionari offre pertanto valide indicazioni a supporto del management riguardo alla sostenibilità della performance corrente.

Oltre che come misura del Valore Creato, l'apprezzamento mostrato dal mercato nei confronti della società (MVA^{12}) può essere immaginato anche come una semplice sommatoria delle performance EVA® future attese dal Mercato. Immaginiamo di scomporlo in due componenti distinte:

EVA® Perpetuity:

E' la parte di MVA spiegato dall'ipotizzare costante nel tempo l'ultima performance consuntivata (2012). Tale componente, sommata al valore del Capitale Investito, può essere efficacemente utilizzata come proxy del valore corrente di impresa (COV^{13}).

Future Growth Value:

Calcolato per differenza, è la parte di MVA che esprime il valore degli miglioramenti/ peggioramenti di performance attesi dal mercato, rispetto agli ultimi risultati conseguiti.

Fig. 19 - Capitalizzazione di settore, Gen10-Giu13

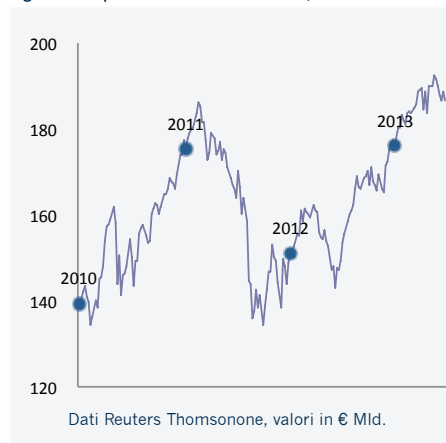
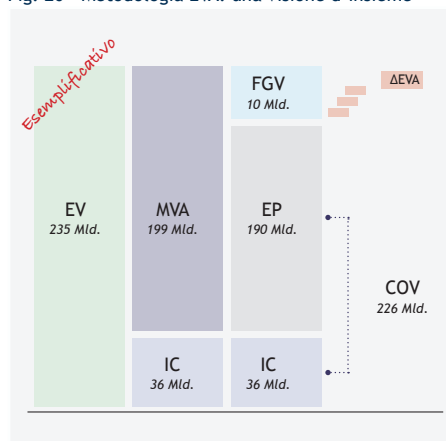


Fig. 20 - Metodologia EVA: una visione d'insieme¹⁴



¹²MVA = Market Value Added, differenza tra Enterprise Value e Capitale Investito in Azienda

¹³COV = Current Operation Value, valore della Performance Corrente

¹⁴Rielaborazioni AVA su dati Reuters Thomson One, dati di mercato a giugno 2013

Il valore positivo del FGV° a giugno 2013, implicava un atteso miglioramento dell'attuale performance EVA° (valore medio FGV/IC pari a 0,2x). Ciò risulta particolarmente valido per il segmento *Media Agencies* (FGV° positivo, FGV/IC 2,4x), il cui dato deve però tener conto di una minore incidenza del Capitale Investito rispetto agli altri segmenti (*Invested Capital/Sales* pari a 0,1 per *Media Agencies*, 0,3 per *Publishing* e 0,4 per *Broadcasting & Entertainment*).

Per quanto concerne le singole società, generalmente si è soliti associare a performance scadenti aspettative ottimistiche. Viceversa a performance positive, aspettative pessimistiche.

Al fine di cogliere in maniera pragmatica e più puntuale l'entità dei FGV associati alle singole società analizzate, la tabella proposta in Fig. 22 riporta i prezzi delle quotazioni correnti, nonché la valorizzazione delle seguenti grandezze:

- **BV+EP:** la componente di prezzo spiegata dalla sommatoria tra *Tangible Book Value* e l'ultima performance EVA° ipotizzata costante nel tempo (EVA° Perpetuity);
- **FGV° :** la componente di prezzo spiegata dalle Attese del Mercato riguardo a futuri miglioramenti/peggioramenti dell'ultima performance consuntivata (*Future Growth Value*).

La lettura della tabella è di facile comprensione e permettere di rispondere a:

- Che cosa muove il prezzo dell'azione? Le performance acquisite o quelle prospettiche? -

Il mercato e le sue sfide

Analizzare le aspettative implicite nei prezzi di Mercato è di fondamentale importanza al fine di comprendere se la strategia perseguita dalle imprese sia apprezzata dal mercato e/o appropriata nel dare risposta a quanto atteso. Immaginando quindi di formare una matrice con i due assi cartesiani ($EVA/Employee$ s e $FGV/Employee$ s) è possibile identificare 4 differenti cluster, caratterizzati da performance attese e livelli di sfida differenti (Fig. 21).

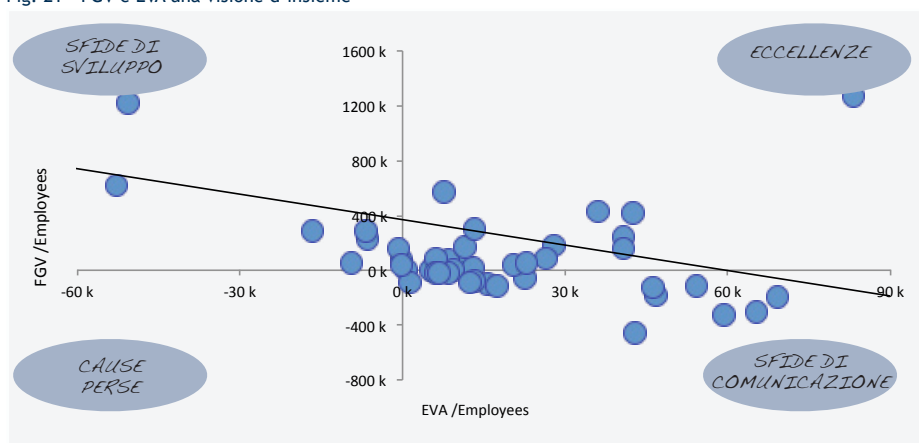
Sfide di Comunicazione: Società cui sono associate performance buone o ottime e valori FGV° negativi. Il mercato è pessimista e reputa non sostenibile la performance corrente.

Sfide di Sviluppo: Società cui sono associate performance negative o scadenti e valori FGV° positivi. Il mercato è ottimista e reputa possibile un'inversione di tendenza.

Cause Perse: Società con performance negative, cui il mercato non associa miglioramenti futuri. Nessuna società presenta valori così estremi da poter esser giudicata tale.

Eccellenze: Società con performance buone o ottime e dai miglioramenti attesi, rappresentano dei 'gioiellini' di settore. Il mercato reputa sostenibile l'ottima performance conseguita, in quanto la società è in uno stadio di forte sviluppo iniziale o perché mantiene una leadership consolidata e difficilmente attaccabile.

Fig. 21 - FGV e EVA una visione d'insieme



La lettura dei corsi azionari aiuta il management a comprendere quali sfide il mercato stia lanciando, ma soprattutto a valorizzare il relativo livello di challenge












Fig. 22 - Corsi azionari, aspettative e sostenibilità della performance¹⁵

	Company	Price	Mkt. Expectation (price)	
		28 Jun.	BV+EP	FGV
B&E	VIVENDI S.A.	€ 14,55	€ 34,56	-€ 20,01
	BRITISH SKY BROADCASTING PLC	€ 9,24	€ 12,86	-€ 3,62
	RTL Group S.A.	€ 62,57	€ 74,48	-€ 11,91
	KABEL DEUTSCHLAND AG	€ 84,20	€ 50,52	€ 33,68
	PROSIEBENSAT 1 MEDIA AG	€ 33,49	€ 13,96	€ 19,54
	ITV PLC	€ 1,67	€ 1,31	€ 0,37
	SKY DEUTSCHLAND AG	€ 5,35	-€ 2,51	€ 7,86
	TELENET GROUP N.V.	€ 33,89	€ 10,14	€ 23,76
	MEDIASET S.p.A.	€ 2,82	-€ 3,26	€ 6,09
	MEDIASET ESPANA COMUNICACION S.A.	€ 6,80	€ 1,38	€ 5,42
	MODERN TIMES GROUP AB	€ 32,55	€ 21,79	€ 10,76
	TELEVISION FRANCAISE 1 S.A.	€ 9,10	€ 8,09	€ 1,01
	METROPOLE TELEVISION S.A.	€ 12,56	€ 14,79	-€ 2,23
	ZON MULTIMEDIA S.A.	€ 3,70	€ 0,68	€ 3,01
	TECHNICOLOR S.A.	€ 3,06	€ 3,81	-€ 0,75
NRJ GROUP S.A.	€ 5,86	€ 6,24	-€ 0,38	
UTV MEDIA PLC	€ 1,64	€ 2,50	-€ 0,87	
MAG	WPP PLC	€ 13,19	€ 10,35	€ 2,84
	PUBLICIS GROUPE SA	€ 55,23	€ 51,99	€ 3,24
	JCDECAUX S.A.	€ 21,29	€ 13,10	€ 8,19
	TELEPERFORMANCE S.A.	€ 37,61	€ 31,81	€ 5,81
	HAVAS S.A.	€ 4,89	€ 4,64	€ 0,25
	GFK SE	€ 38,13	€ 33,34	€ 4,79
	IPSOS S.A.	€ 28,90	€ 27,65	€ 1,25
	ITE GROUP PLC	€ 3,47	€ 1,68	€ 1,79
	APG SGA S.A.	€ 178,35	€ 243,28	-€ 64,92
	STROEER OUT OF HOME MEDIA AG	€ 7,58	-€ 2,66	€ 10,24
	CHIME COMMUNICATIONS PLC	€ 3,03	-€ 0,19	€ 3,22
	CAIRO COMMUNICATION S.p.A.	€ 3,22	€ 3,64	-€ 0,42
	TARSUS GROUP PLC	€ 2,54	€ 1,37	€ 1,17
PUBLIGROUPE LTD	€ 93,47	€ 63,48	€ 30,00	
HUNTSWORTH PLC	€ 0,66	€ 1,22	-€ 0,56	
PUB	REED ELSEVIER N.V.	€ 12,73	€ 16,40	-€ 3,67
	PEARSON PLC	€ 13,49	€ 9,62	€ 3,88
	WOLTERS KLUWER N.V.	€ 16,11	€ 19,37	-€ 3,26
	SCHIBSTED ASA	€ 33,00	€ 11,51	€ 21,50
	INFORMA PLC	€ 5,67	€ 3,41	€ 2,26
	AXEL SPRINGER AG	€ 32,68	€ 46,72	-€ 14,03
	DAILY MAIL AND GENERAL TRUST PLC	€ 8,73	€ 7,52	€ 1,21
	LAGARDERE SCA	€ 21,36	€ 7,99	€ 13,37
	UBM PLC	€ 7,64	€ 5,50	€ 2,13
	EUROMONEY INSTITUTIONAL INVESTOR PLC	€ 12,16	€ 9,31	€ 2,85
	SANOMA OYJ	€ 5,92	€ 0,68	€ 5,24
	TAMEDIA LTD	€ 80,79	€ 116,44	-€ 35,66
	RIZZOLI CORRIERE DELLA SERA S.p.A.	€ 1,48	-€ 5,88	€ 7,36
	TELEGRAAF MEDIA GROEP N.V.	€ 11,65	-€ 2,10	€ 13,75
	GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO S.p.A.	€ 0,80	€ 0,46	€ 0,34
	TRINITY MIRROR PLC	€ 1,25	€ 3,21	-€ 1,95
	ARNOLDO MONDADORI EDITORE S.p.A.	€ 0,94	-€ 3,31	€ 4,25
ALMA MEDIA OYJ	€ 2,54	€ 3,33	-€ 0,79	

Dati Reuters Thomson One, valori in € Mio.

Fig. 23 - Top performers (€ /000)

<i>Sfide di comunicazione</i>	EVA/ Employee	FGV/ Employee
	43	-457
	59	-322
	65	-299
<i>Sfide di Sviluppo</i>	EVA/ Employee	FGV/ Employee
	-80	3.536
	-38	1.650
	-51	1.217
<i>Eccellenze</i>	EVA/ Employee	FGV/ Employee
	107	354
	74	1.415
	83	1.273

¹⁵Rielaborazioni AVA su dati Reuters Thomson One, dati di mercato a giugno 2013¹⁶British Sky Broadcasting¹⁷Sky Deutschland

ECONOMIC VALUE ADDED o ECONOMIC PROFIT (EVA® o EP)

L'EVA® è un Reddito residuale, ovvero ciò che rimane dai Ricavi dell'impresa dopo aver dedotto il Costo di tutti i fattori funzionali alla produzione dei Ricavi stessi, incluso il Costo opportunità del Capitale investito nell'impresa dagli azionisti.

Secondo questo modello, equivalente al *DCF*, il Valore d'impresa è pari al valore del Capitale presente in azienda al momento della valutazione, più il valore attuale degli EVA® che la gestione saprà generare in futuro (*MVA*).

E' il parametro più correlato al valore che il Mercato dei Capitali riconosce all'impresa poiché ad incrementi della performance *EVA®*, il Mercato risponde con un maggior valore di *MVA*.

Tale modello, dunque, prevede che il Valore d'impresa sia funzione dei risultati gestionali futuri espressi in termini di *EVA®* e maggiori sono tali risultati attesi, maggiore sarà il Valore della Società.

MARKET VALUE ADDED (MVA)

È il maggior valore che, ad una certa data, gli azionisti di un'impresa possiedono rispetto a quanto originariamente investito.

E' calcolato come differenza tra il Valore d'impresa (*Enterprise Value*) e il Capitale investito nella Società (Debito + Equity), inclusivo di eventuali *Goodwill*. Il *MVA* si può ulteriormente scomporre in Valore delle performance Future (*FGV®*) e Valore della performance Corrente.

FUTURE GROWTH VALUE (FGV®)

E' il Valore attuale dei miglioramenti o peggioramenti di *Profitto Economico/EVA®* attesi rispetto alla performance corrente dell'impresa.

VALORE DELLA PERFORMANCE CORRENTE

Valore attuale di un flusso perpetuo di *Profitto Economico/EVA®* ipotizzato costante.

WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL (WACC)

È il Costo medio ponderato di tutto il Capitale investito nell'attività d'impresa, proprio e di debito. E' anche definito 'Costo-opportunità' poiché corrisponde al ritorno che gli investitori si aspetterebbero di realizzare da investimenti alternativi di pari livello di rischio.

E' una media ponderata del Costo del Capitale di Debito e del Costo del Capitale Proprio, con fattori di ponderazione pari ai pesi che Debito e Capitale Proprio assumono sul valore che emerge dalla loro somma.

RETURN ON INVESTED CAPITAL (ROIC)

È l'indicatore che esprime la redditività del Capitale raccolto sul mercato finanziario (presso azionisti e intermediari) e investito nell'attività dell'impresa.

E' calcolato come: *Nopat/Capitale Investito Tangibile*.

¹⁸EVA e FGV sono marchi registrati Stern Stewart & Co.



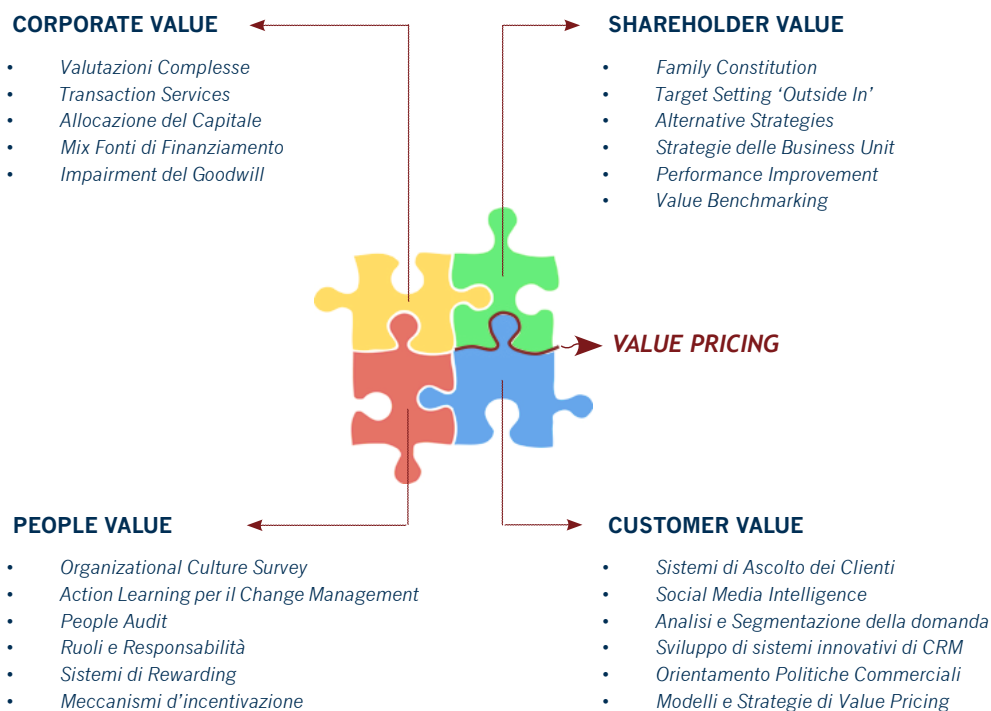
Active Value Advisors è una società di consulenza direzionale indipendente che si propone come partner per quelle imprese che necessitano di rafforzare il proprio Sistema di Governo e per quelle aziende che vogliono intraprendere percorsi di crescita, attraverso soluzioni coerenti con l'obiettivo di creazione di Valore sostenibile.

I professionisti di Active Value Advisors hanno un'esperienza pluriennale nell'assistere i principali gruppi quotati italiani nello sviluppo di Piani Industriali, nella definizione di azioni tese a migliorare la performance di creazione di Valore e nell'attività di assistenza al processo di cambiamento che le dinamiche competitive e le opportunità di mercato richiedono.

Nello svolgimento dei mandati assegnati viene utilizzato un unico linguaggio professionale che si declina in servizi afferenti a tematiche di gestione diverse: lo Shareholder Value, il Customer Value, il People Value, il Corporate Value.

Ciascun centro di competenza risponde ad una dimensione gestionale fondamentale: l'Azionista, il Cliente, le Risorse Interne, il Valore degli Asset.

Grazie alla collaborazione con professionisti accreditati nell'area del Pricing Strategico, Active Value Advisors ha arricchito le proprie competenze e metodologie professionali con modelli e strumenti innovativi di Value Pricing.





Active Value Advisors.

T +39 02 36697100

F +39 02 36697101

E info@activevalue.eu

I www.activevalue.eu