



Pianificazione e controllo: lo sviluppo aziendale, creazione di valore e mercati finanziari. L'esperienza della "Brunello Cucinelli Spa"

Dott. Salvatore Santucci

Perugia, 3 Maggio 2012

La storia

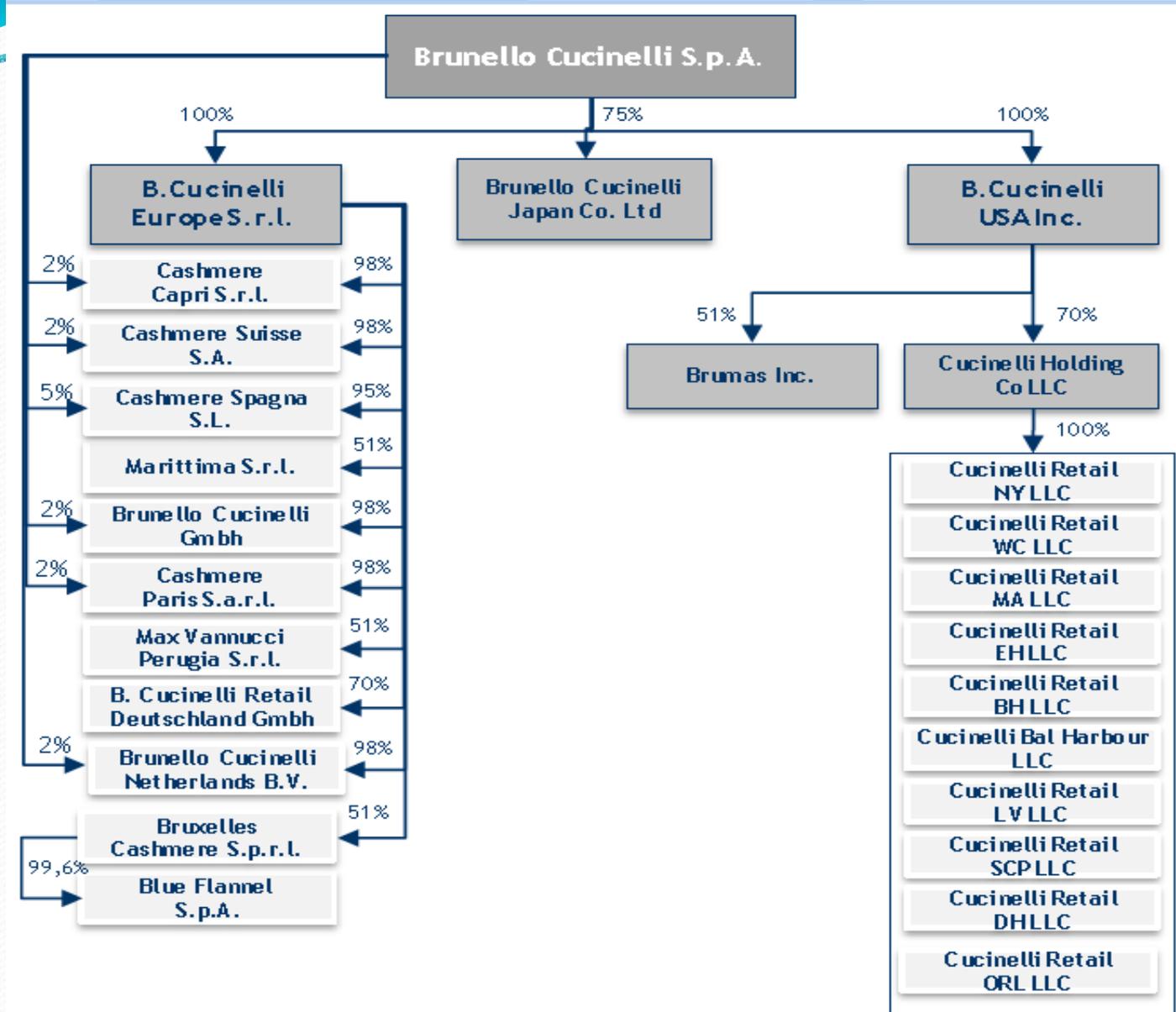


Le milestones aziendali

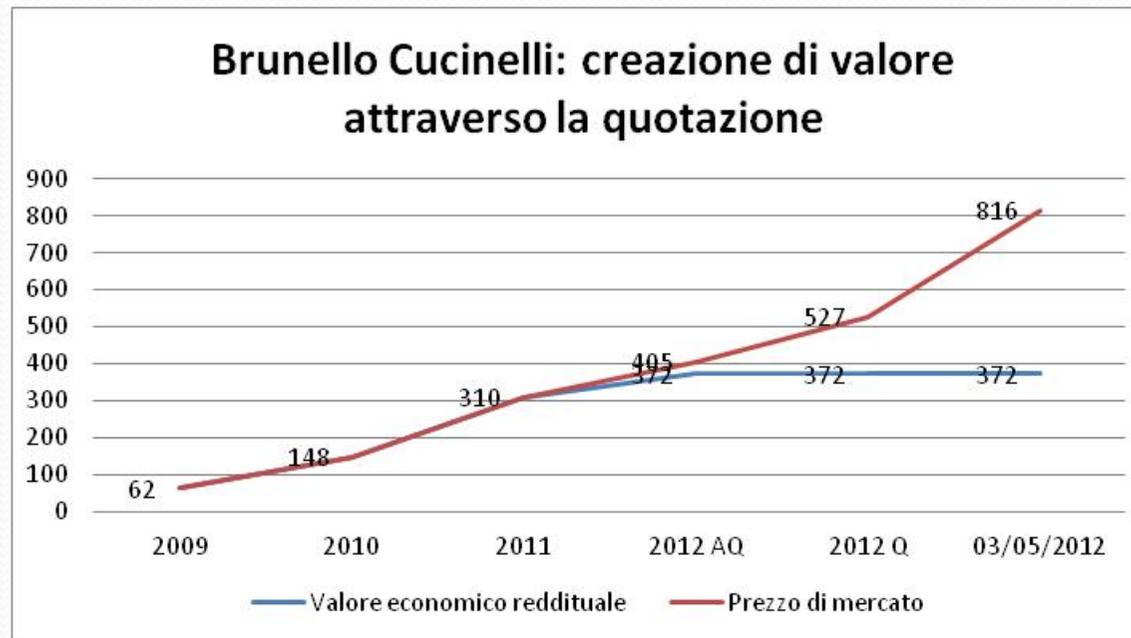
- **1978** Costituzione della società specializzata nella produzione di maglieria da donna
- **1987** Trasferimento della sede a Solomeo
- **1994** Lancio della prima collezione donna ed apertura del primo negozio mono marchio (brand-store) a Porto Cervo.
- **2002** creazione di nuovi prodotti complementari al cashmere al fine di creare la prima collezione total look;
- **2003** espansione della gamma prodotti (accessori; camice da uomo e da donna)
- **2004-2005** introduzione della gamma di prodotti in pelle
- **2009** lancio della linea scarpe sia da donna che da uomo.
- **2011** Spin-off parte immobiliare di Solomeo.
- **2012** Aprile avvio processo di quotazione



L'obiettivo strategico della BC è quello di mantenere una posizione di eccellenza nel settore del lusso estremo attraverso una offerta di linee di prodotto inserite in un **total look informale**



Le dinamiche del valore



La quotazione della Brunello Cucinelli Spa ha consentito l'emersione di significativi valori economici incorporati nel progetto strategico ed imprenditoriale sotteso all'idea dell'omonimo fondatore.

L'IPO (Initial Public Offer)

Azioni Pre IPO	60.000.000
Numero azioni oggetto dell'offerta globale (esclusa greenshoe)	20.400.000
- di cui: numero azioni di nuova emissione	8.000.000
- di cui: numero azioni esistenti in vendita	12.400.000
Numero azioni destinate all'offerta pubblica	2.040.000
Numero azioni destinate al collocamento istituzionale	18.360.000
N. azioni destinate alla Greenshoe	2.040.000
Azioni Post IPO (esclusa greenshoe, nell'ipotesi di integrale sottoscrizione)	68.000.000

L'IPO (Initial Public Offer): risultati

	Numero Richiedenti	Titoli Richiesti	Numero Assegnatari	Titoli Assegnati	Controvalore (ML Euro)
Retail	8.195	14.646.500	3.482	2.380.000	18,40
Istituzionali	264	330.700.390	82	20.060.000	155,50
Greenshoe	0	...
Totale	8.459	345.346.890	3.564	22.440.000	173,90

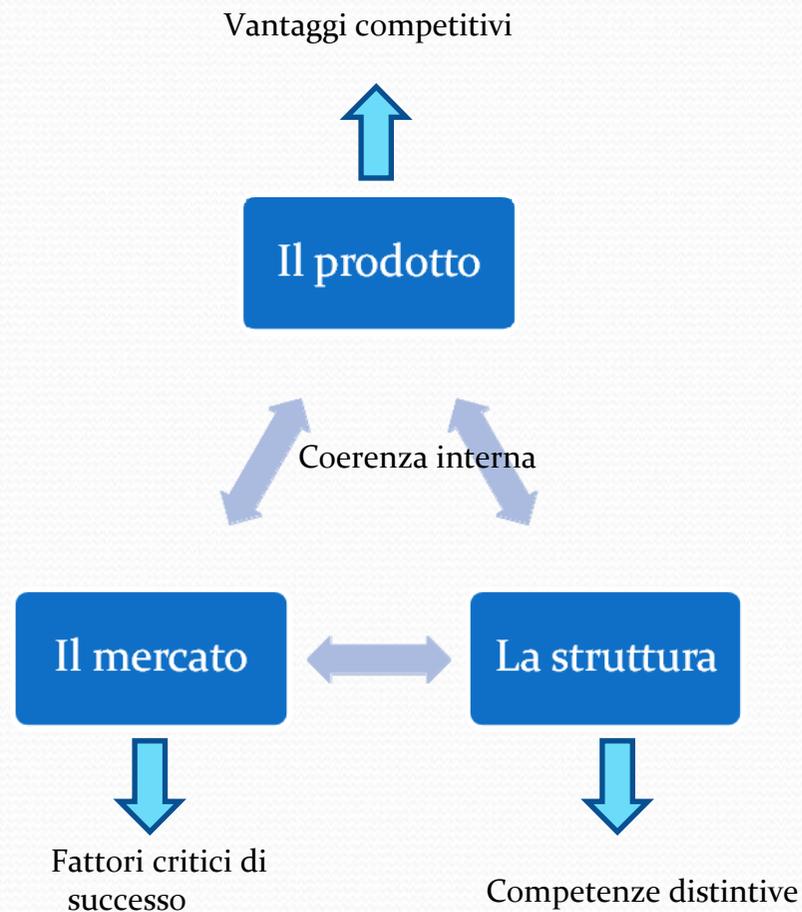
Importi incassati	
Da titoli di nuova emissione	62,00 Mil/€
Da titoli in vendita da parte degli azionisti pre IPO	111,90 Mil/€

Multiplo calcolato su	EV/EBITDA 2011	P/E 2011
Valore minimo dell'Intervallo di Valorizzazione Indicativa	11,3 volte	20,0 volte
Valore massimo dell'Intervallo di Valorizzazione Indicativa	12,8 volte	22,9 volte

Le motivazioni alla base della quotazione

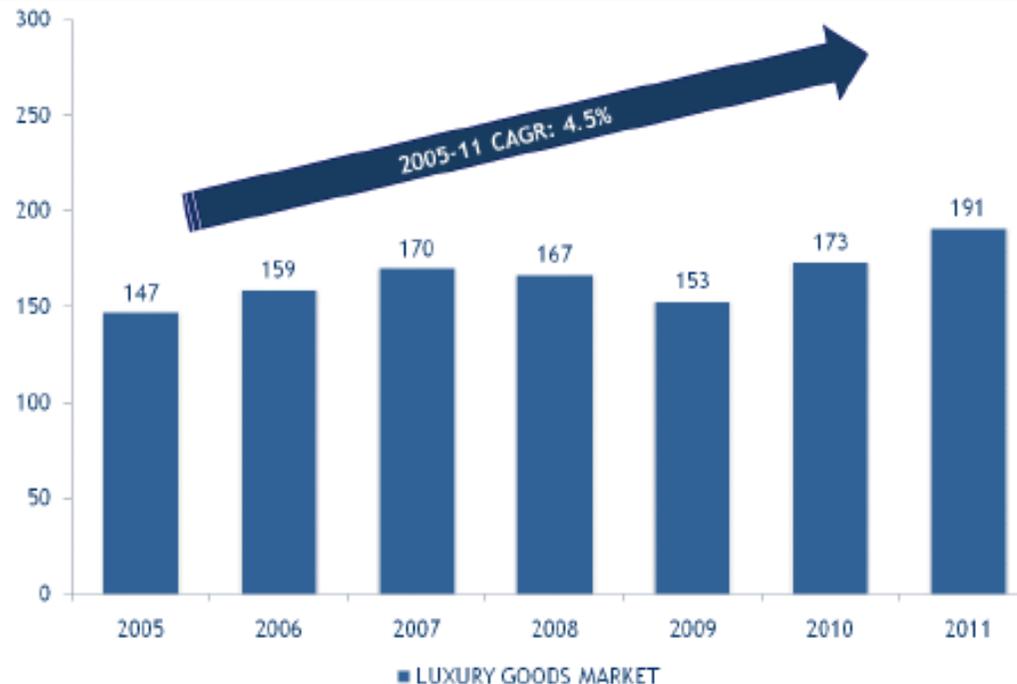
- A) Mantenere ed attrarre personale con talento assicurando il futuro della Società;**
- B) Innalzare la visibilità internazionale e al conoscenza del marchio;**
- C) Supportare l'implementazione della strategia del Gruppo;**
- D) Innalzare la reputazione del Gruppo.**

L'IMPRESA: LA FORMULA IMPRENDITORIALE



Il mercato di riferimento

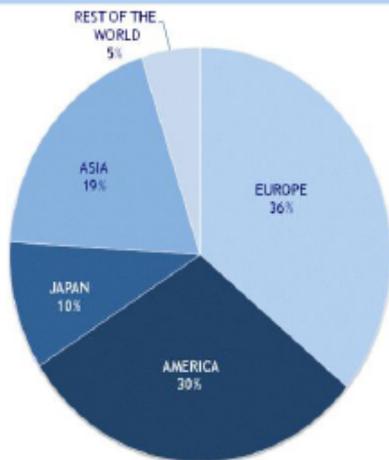
Worldwide personal luxury goods market trend (2005-11E)



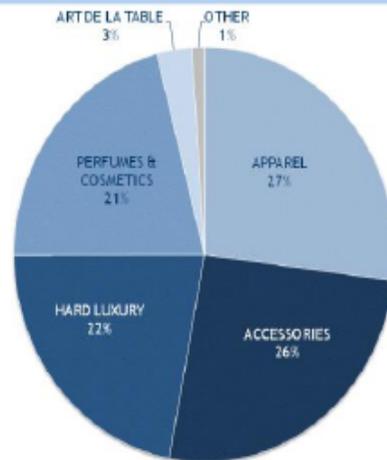
Il mercato dei beni di lusso ha assistito ad una crescita cumulata annua del 4,5% con una forte espansione dopo la crisi del 2009 che colloca il fatturato totale in 191 Miliardi/€. La crescita è stata guidata prevalentemente dall'aumento dei consumi in Estremo Oriente e dalla ripresa degli Stati Uniti.

Il mercato di riferimento

LUXURY GOODS: breakdown by market (11E)



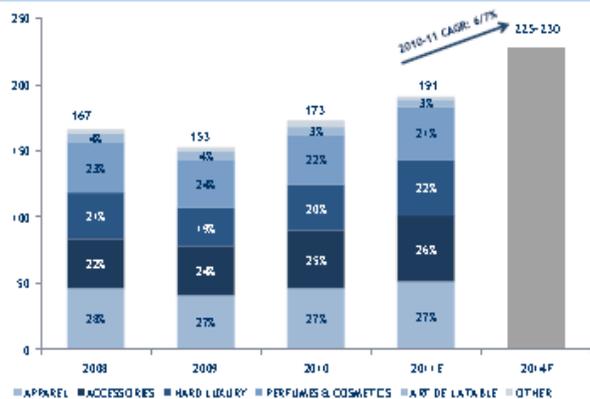
LUXURY GOODS: breakdown by product (11E)



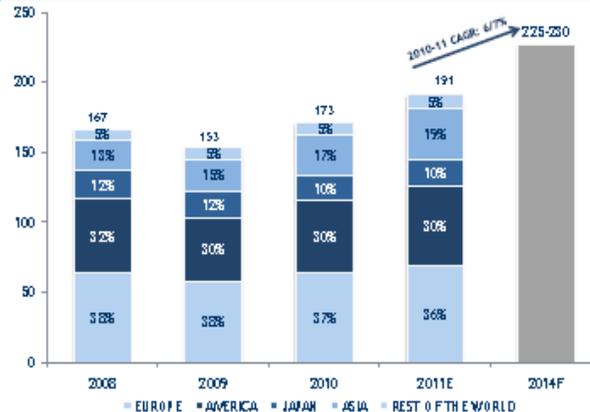
Il mercato dei beni di lusso proietta una significativa crescita tra il 2011 ed il 2014 dovuta:

- a) Sviluppo della domanda da parte della popolazione asiatica;
- b) Consolidamento dei mercati maturi dove le imprese del lusso sono orientate verso le città di secondo piano;
- c) Ripresa nel mercato giapponese

LUXURY GOODS: 08-14E trend by product (€bn)



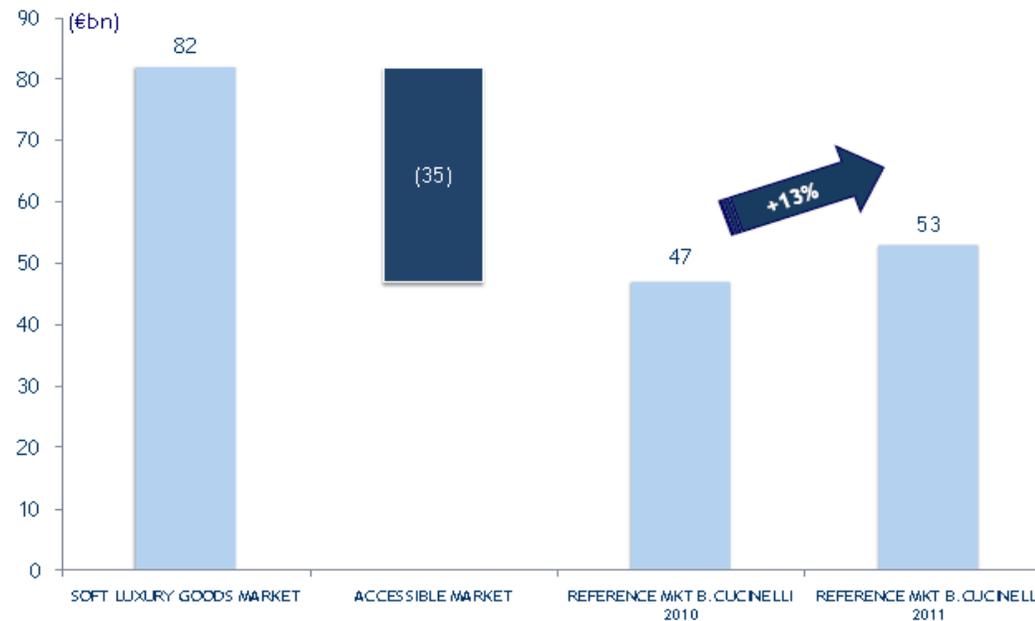
LUXURY GOODS: 08-14E trend by market (€bn)



Source: Worldwide Luxury Markets Monitor Attagamma

Il mercato di riferimento

CUCINELLI: reference market (€ bn)



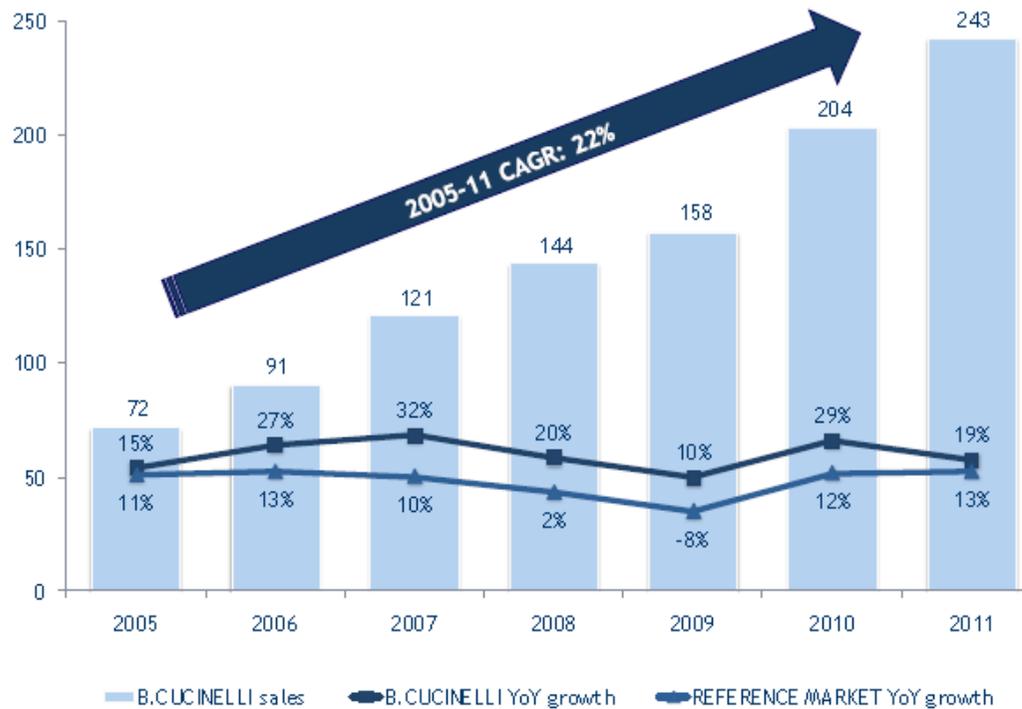
Il mercato del lusso può essere articolato in tre segmenti:

- “lusso indiscusso”**: caratterizzato da immagine del marchio unica, prodotti eccellenti, prezzo alto, percezione di qualità massima;
- “lusso aspirazionale”**: elevata conoscenza del marchio, riconoscibilità e istintività del marchio,
- “lusso accessibile”**: prodotti di maggiore accessibilità di prezzo ma che conferiscono status al consumatore.

La BC è posizionata nel primo segmento che tendenzialmente ha realizzato una crescita doppia del mercato del lusso nel suo complesso (7% vs 4,5% CAGR).

Il mercato di riferimento

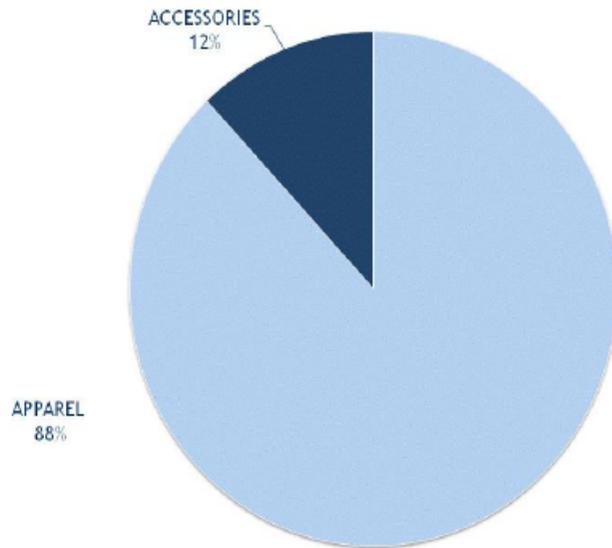
CUCINELLI: 2005-11 revenues trend (€m)



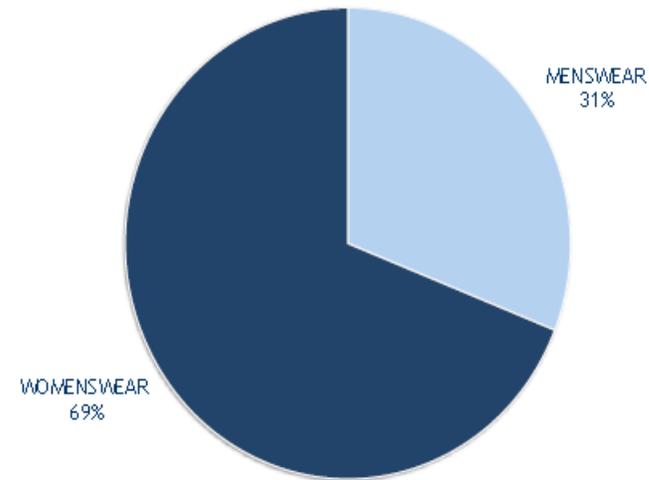
La BC ha sistematicamente over-formato in termini di crescita di fatturato le dinamiche del mercato di riferimento.

Il mercato di riferimento: il portafoglio prodotti

CUCINELLI: Sales breakdown by product (2011)



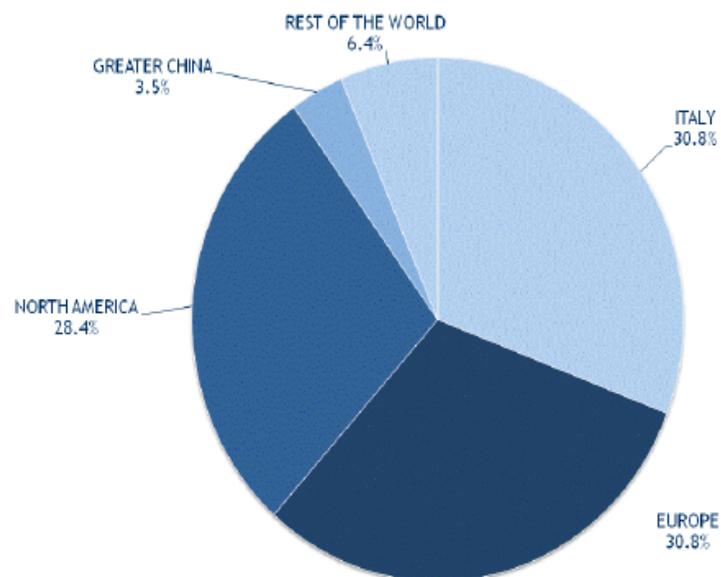
CUCINELLI: Sales breakdown by gender (2011E)



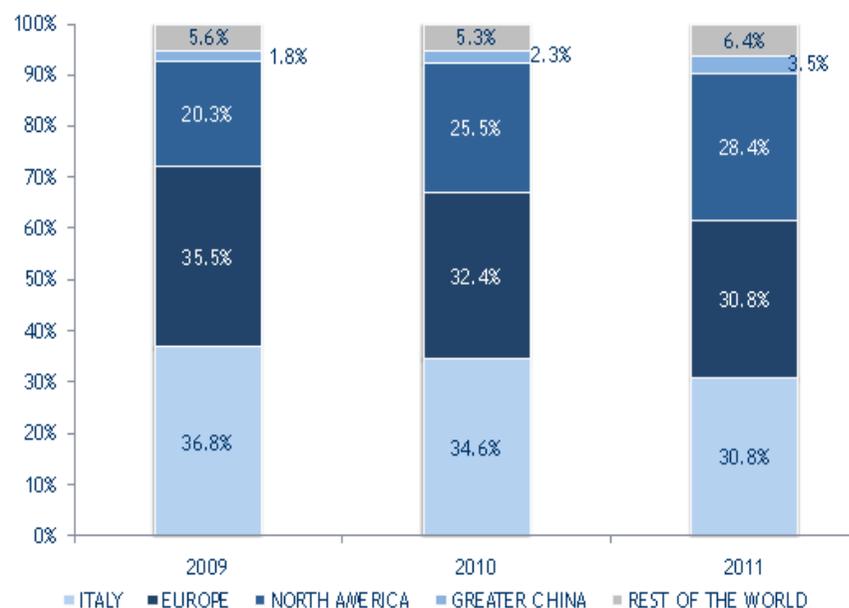
L'abbigliamento costituisce la linea di prodotto prevalente, con la maglieria in cashmere che costituisce tuttora il DNA aziendale, con un'ampia gamma di prodotti. Tutti i prodotti sono caratterizzati dall'eccellenza dei materiali (storia del cashmere) e dall'eccellenza delle lavorazioni manuali frutto delle competenze maturate nel secolo scorso a partire dall'esperienza della **Luisa Spagnoli** antesignana delle lavorazioni dell'angora. La quota del fatturato generata dagli accessori vede oggetti in pelle, oltre che scarpe e altri prodotti di complemento in cashmere come guanti, sciarpe, calze, cappelli e cravatte.

Il mercato di riferimento: aree geografiche

CUCINELLI: Sales breakdown by market (2011)



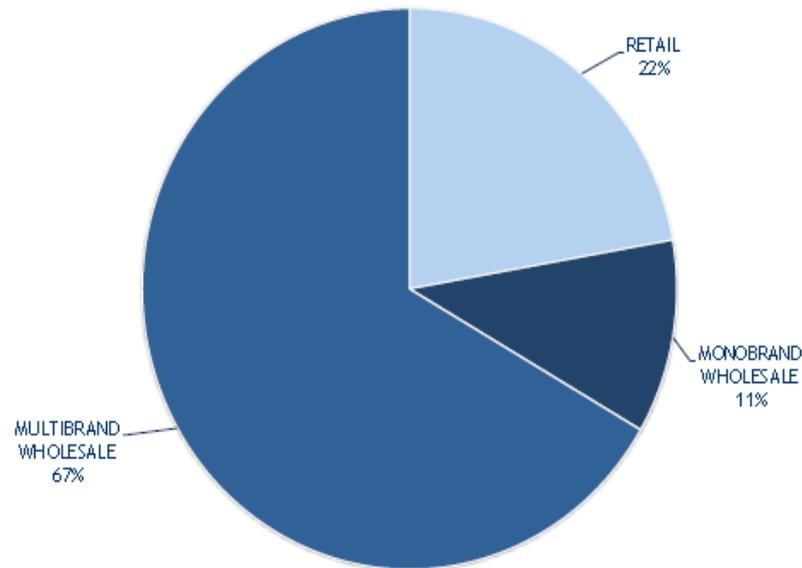
CUCINELLI: Sales breakdown by market (2009-11)



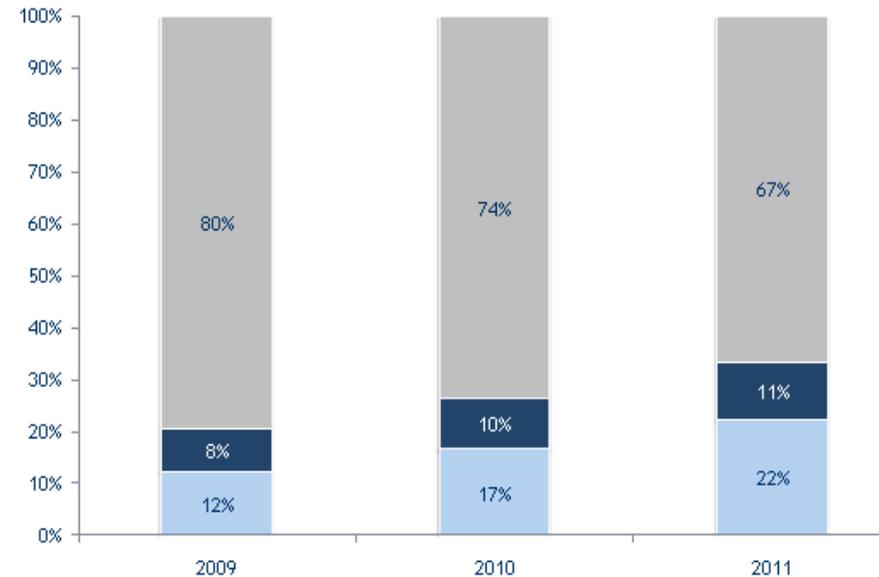
La BC presenta una forte concentrazione delle vendite in Europa, ridottasi del 10% negli ultimi tre anni grazie all'espansione del mercato americano e della Grater Cina.

Il mercato di riferimento: canali di vendita

CUCINELLI: Revenues breakdown by channel (2011)



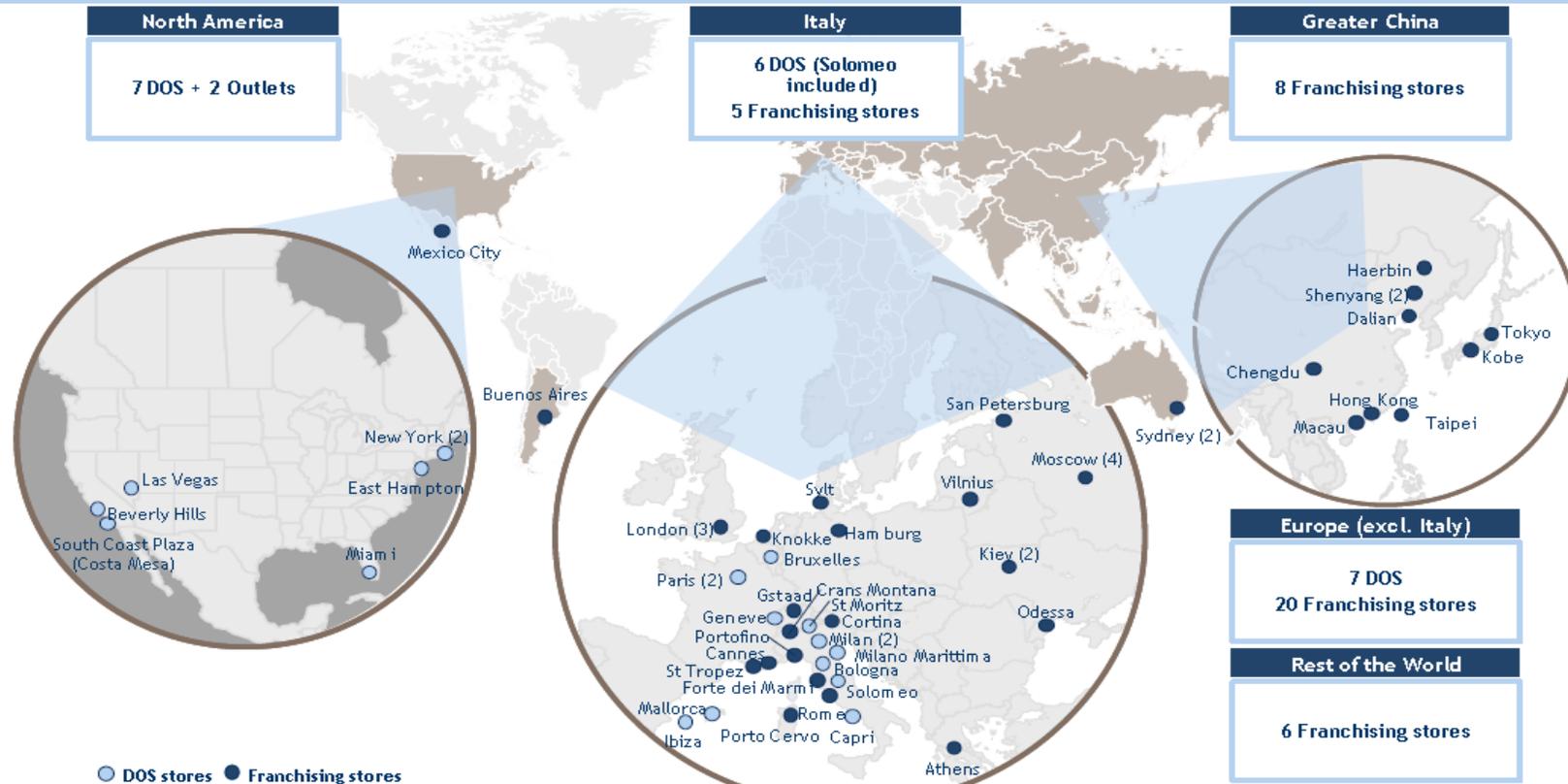
CUCINELLI: Revenues trend by channel (2009-11)



Attualmente il principale canale di vendita della BC è costituito dalle vendite all'ingrosso realizzate verso 1.000 punti vendita di terzi plurimarca, dove BC gestisce circa 300 corners. Inoltre le vendite all'ingrosso sono realizzate tramite 39 punti vendita in franchising. Il canale retail, che sarà il principale fattore di sviluppo del Gruppo per i prossimi anni, è costituito da 20 punti vendita ed ha raddoppiato la propria quota di mercato sul fatturato totale del Gruppo.

Il mercato di riferimento: canali di vendita

International Footprint

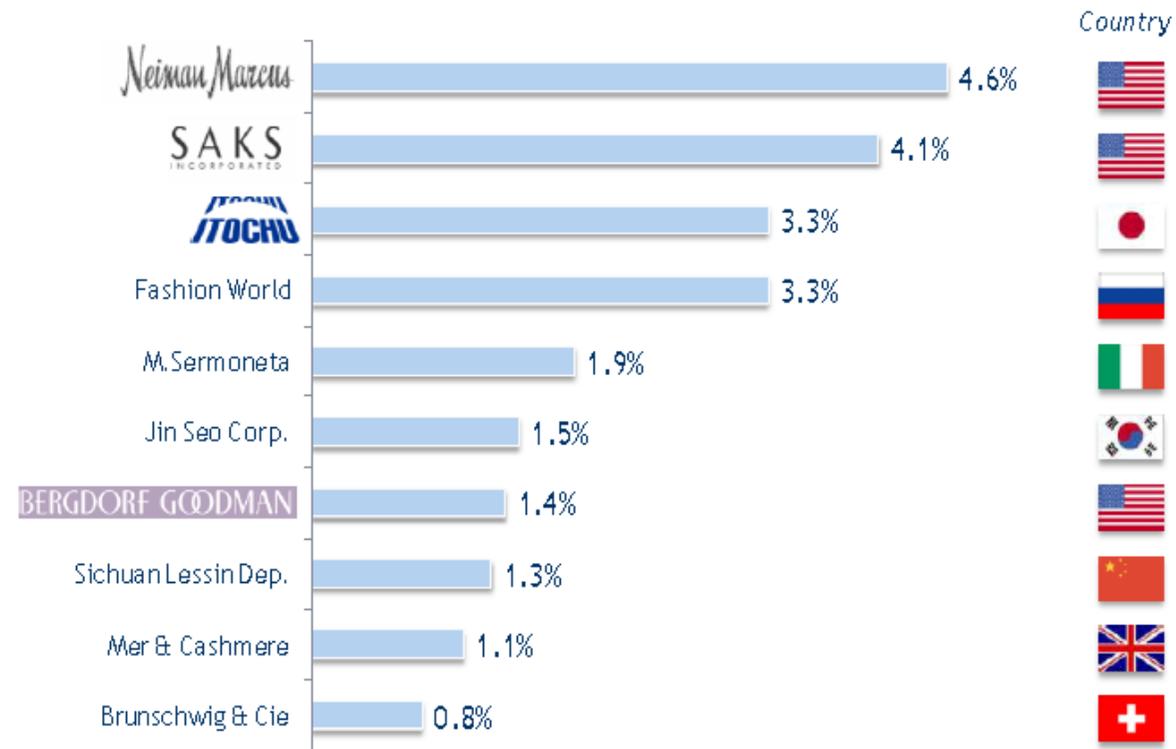


I negozi monomarca sia diretti che in franchising sono articolati lungo tre tipologie (format)::

- a) **Negozi flagship** (mediante di 250-350 mq): localizzati in posizione top in tutto il mondo (Milano, Roma, Parigi, New York Tokio Mosca). Offrono tutta la gamma,
- b) **Negozi standard (150-200 mq)**: sono posizionati nelle grandi città, con un offerta total look ma concentrata sull'abbigliamento;
- c) **Negozi resort (80-100 mq)**: posizionati in località top di villeggiatura, con una gamma studiata sul target di mercato del turista

Il mercato di riferimento: canali di vendita

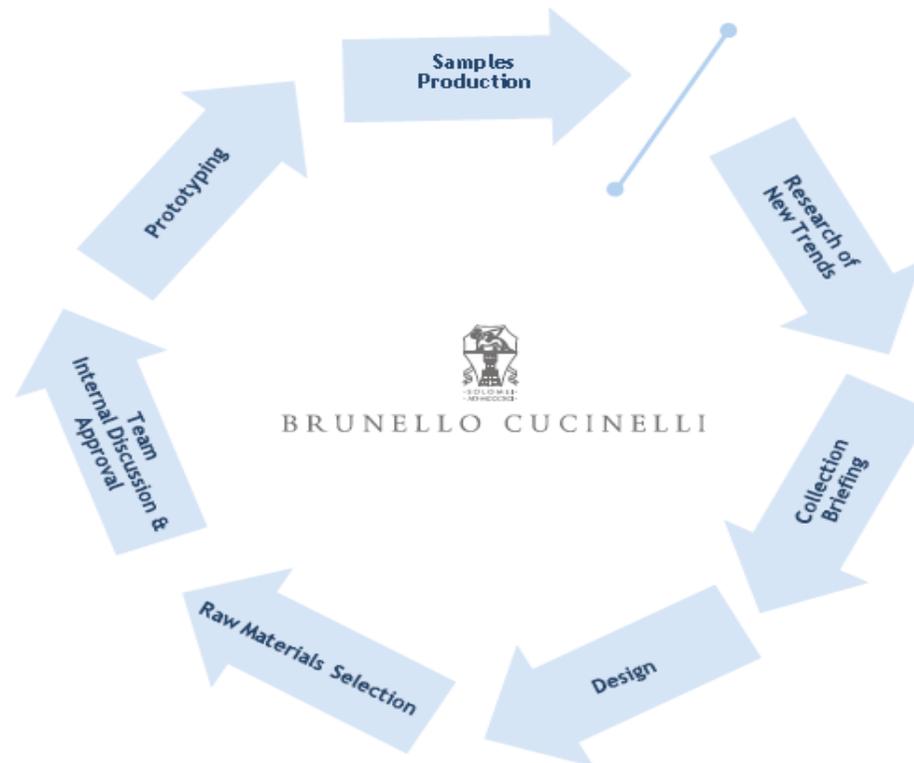
CUCINELLI: Main wholesale clients (% of 2011 sales)



Il segmento all'ingrosso vede la collaborazione con importanti catene plurimarchio. Nessuna di queste rappresenta più del 5% delle vendite totali della BC ad indicare una adeguata distribuzione della clientela e ridotta concentrazione della stessa.

Il processo produttivo: lo sviluppo della collezione

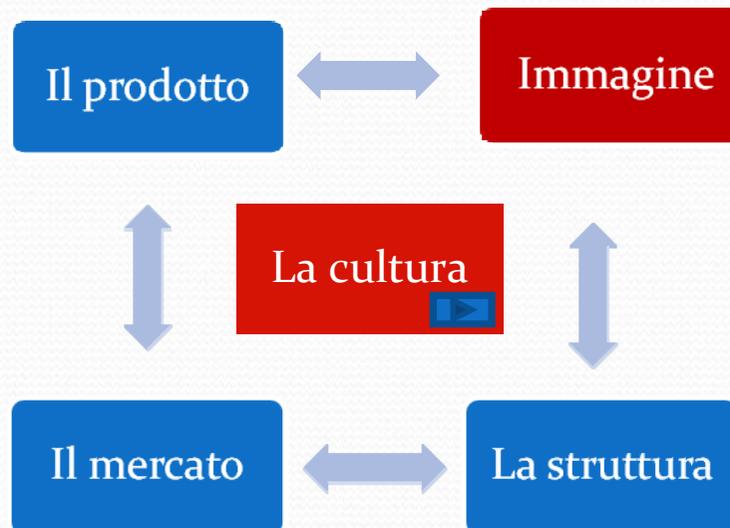
CUCINELLI: In-House Product Development phases



La BC presenta due collezioni per genere (uomo/donna) per anno e due per stagione primavera/estate ed autunno/inverno. Normalmente l'attività di design e il processo di sviluppo inizia 8 mesi prima dell'avvio delle consegne.

L'IMPRESA: LA FORMULA IMPRENDITORIALE ALLARGATA

Vantaggi competitivi



Marketing e comunicazione

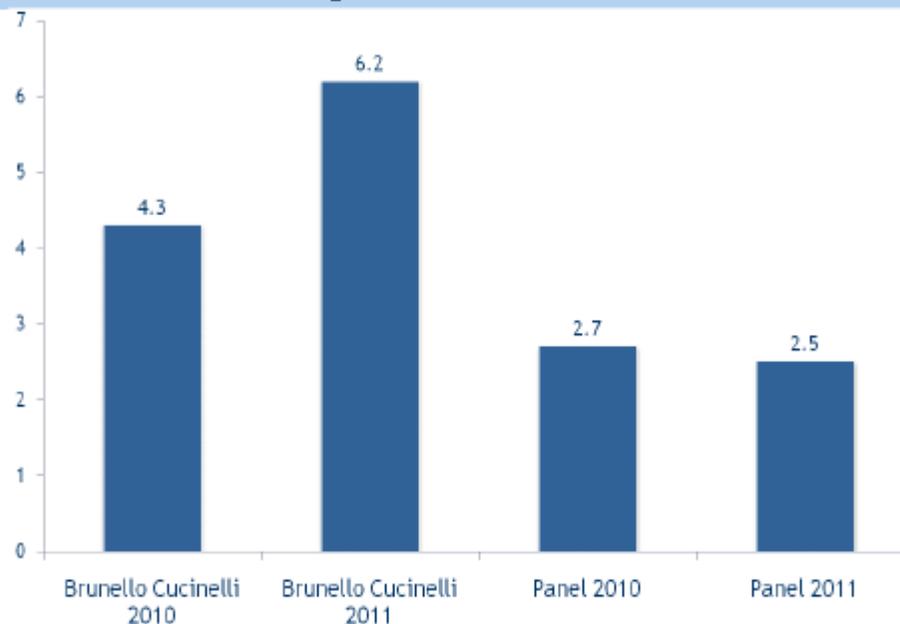
CUCINELLI: Brunello Cucinelli campaigns



La comunicazione è un aspetto saliente della strategia di BC. Infatti, essa è diretta personalmente dal Titolare e non è orientata su prodotto, bensì sullo stile di vita. Ogni campagna ha un tema sociale/filosofico ed è focalizzata sul “living well” con un’ enfasi particolare nel trasmettere il marchio del made in Italy.

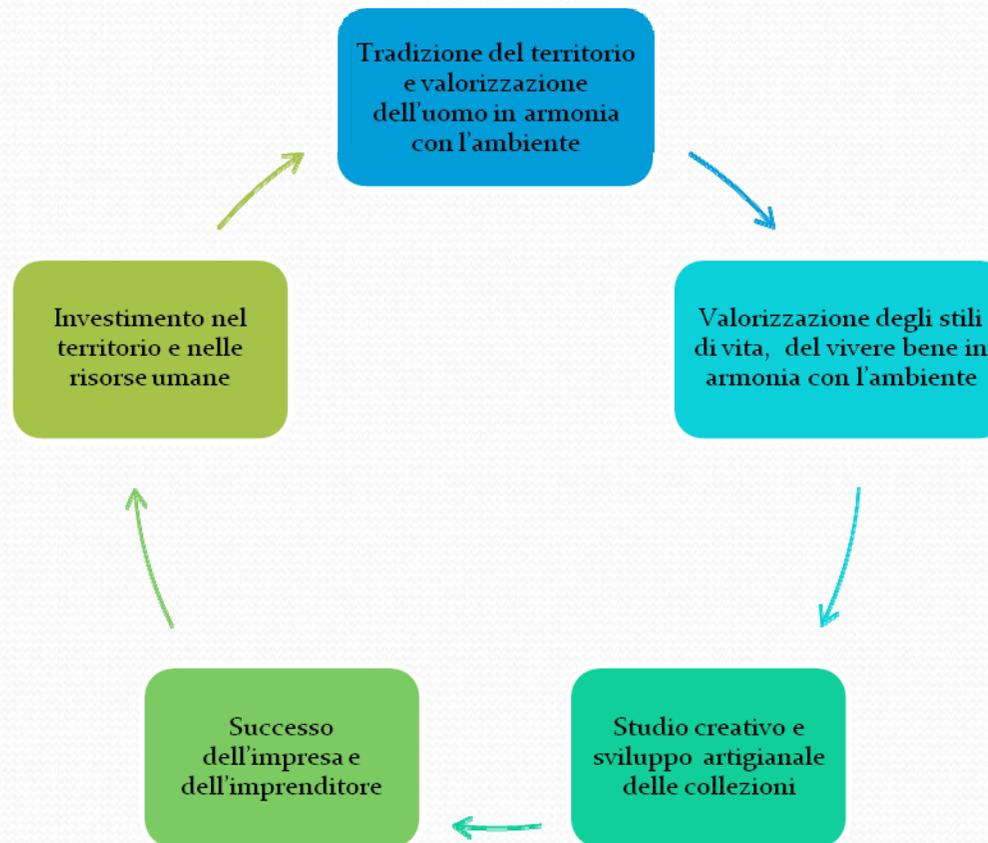
Marketing e comunicazione

CUCINELLI: return on advertising (2011)



Da notare l'efficacia comunicativa della BC che a fronte di ogni pagina di pubblicità acquisita presenta un elevato ritorno in termini dei editoriali (6,2) ampiamente superiore ai valori registrati dai comparabili.

La cultura, territorio ed impresa: un circolo virtuoso



Analisi SWOT

STRENGTHS:

- Posizione del Gruppo nel segmento del lusso estremo
- Immagine di marchio caratterizzato da prodotti eccellenti e distribuzione eccellente
- Qualità della manodopera, dei processi ed ei materiali;
- Elasticità aziendale e capacità di over performare i risultati di settore;
- Struttura produttiva flessibile;
- Forte legame con i produttori di materiali ;
- Base di consumatori che comprende tutte le classi d'età
- Management team altamente qualificato che sostiene la visione di lungo termine della famiglia del fondatore

WEAKNESSES :

- Ridotta dimensione in un settore dominato da global players;
- Forte esposizione alla domanda interna (Italia 31% delle vendite consolidate);
- Forte esposizione al mercato europeo.

OPPORTUNITIES :

- Possibilità di espandere il modello di successo oltre l'Europa e gli U;
- Spazio per la crescita nell'estremo oriente ed in America Latina
- Espansione della gamma prodotti;
- Espansione della canale distribuzione diretta (DOS e franchising) caratterizzata da margini più elevati

THREATS:

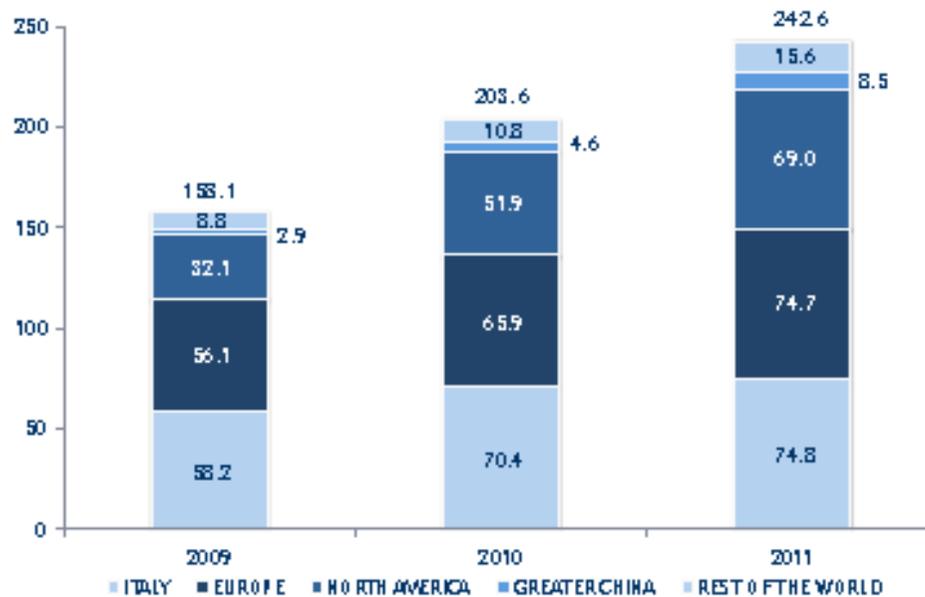
- Riduzione dei margini per l'espansione dei punti vendita diretti;
- Rischio di essere l'ultimo venuto nel mercato dell'estremo oriente ;
- Mercato dei consumi debole sia in Europa che in Italia.



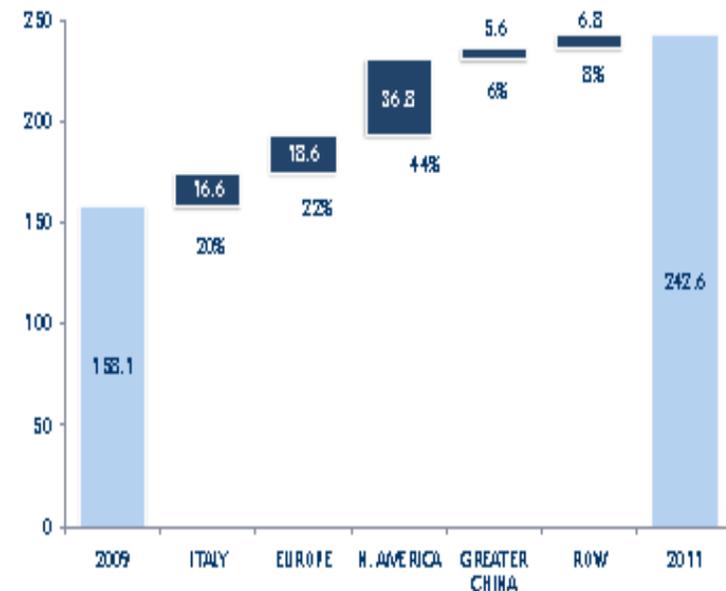
I DATI FINANZIARI

Dati storici: dinamica delle vendite per area geografica

CUCINELLI: sales by market (2009-11) (€m)



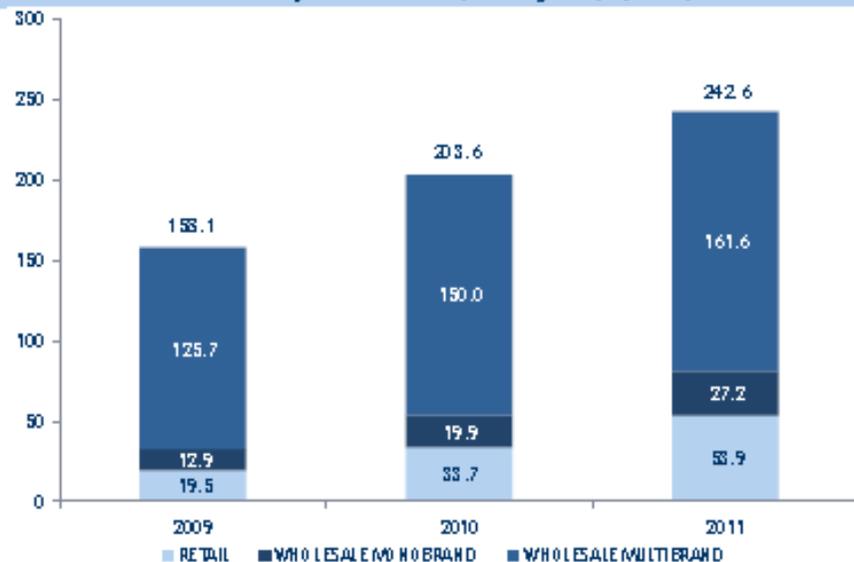
CUCINELLI: sales bridge by market (2009-11)(€m)



La BC ha presentato nel periodo 2009/2011 un CAGR (Cumulated Average Growth Rate) del 24%. Il mercato che più ha contribuito alla crescita sono stati quelli Cinese (+71%) e quello Americano (46,5%).

Dati storici: dinamica delle vendite per canale

CUCINELLI: sales by channel (2009-11) (€m)



CUCINELLI: sales bridge by channel (2009-11)(€m)



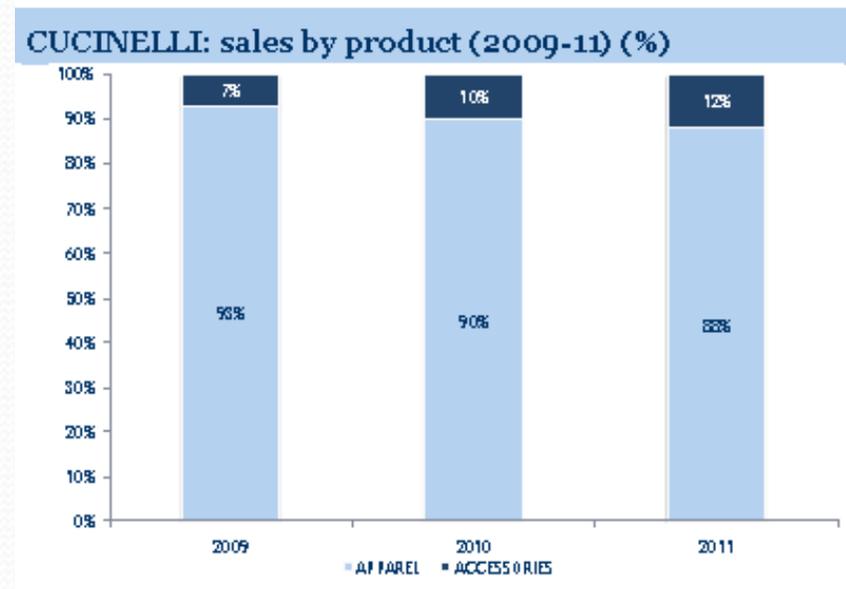
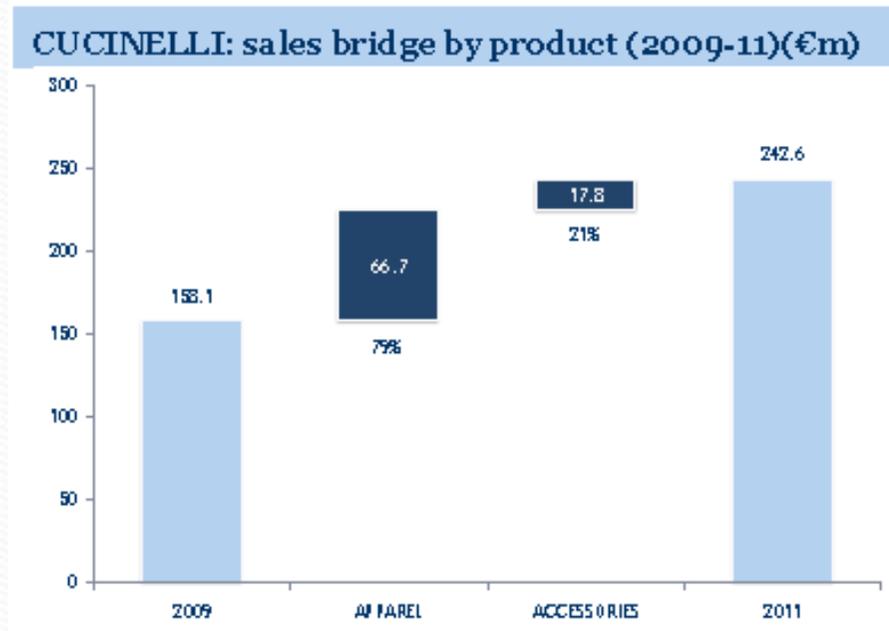
Sotto il profilo della dinamica per canale di vendita, la BC ha potuto usufruire di un forte contributo in termini di crescita delle vendite dal canale retail (DOS) che di fatto ha spiegato quasi il 45% della crescita realizzata negli ultimi tre anni.

CUCINELLI: DOS network evolution (2009E-11E)

(€m)	2009	2010	2011
DOS SALES	17.8	31.0	48.5
YoY chge%		74.3%	56.2%
like for like YoY growth		24.0%	27.7%
NUMBER of DOS @ YEAR-END	8	13	20
net openings		+5	+7
SALES PER DOS @ YEAR-END	2.2	2.4	2.4

Source: Mediobanca Securities on company data

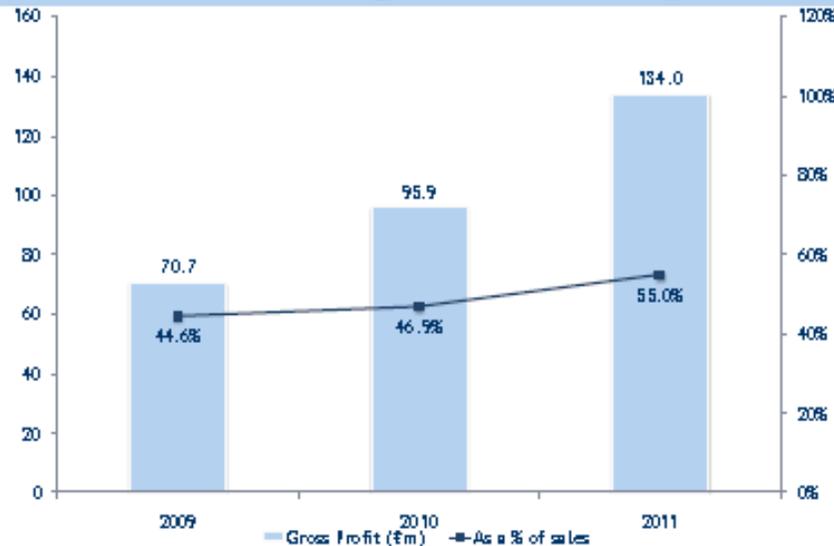
Dati storici: dinamica delle vendite per prodotto



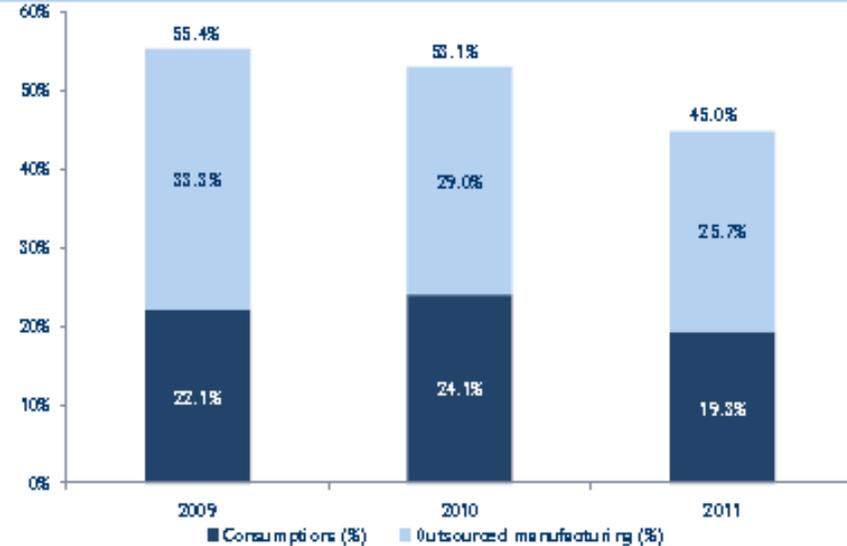
Sotto il profilo della dinamica per tipologia di prodotto, la BC presenta nel triennio una forte crescita delle vendite del segmento accessori che ha incrementato la propria quota deal 7% del 2009 al 11,7 del 2011.

Dati storici: i costi del prodotto (materiali e servizi di terzi). La dinamica del primo margine

CUCINELLI: Gross margin evolution (2009-11) (€m)



CUCINELLI: COGS evolution (2009-11) (%)



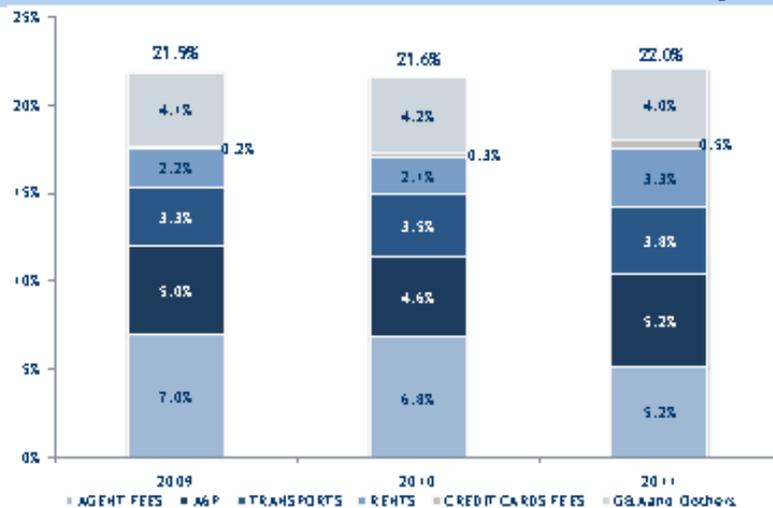
Il primo margine del prodotto, (dato dalla differenza tra Ricavi e costi esterni sul prodotto . Materie prime e acquisti di produzione), si è incrementato dal 44% del 2009 al 55% del 2011.

Ciò è stato dovuto ad alcuni fattori:

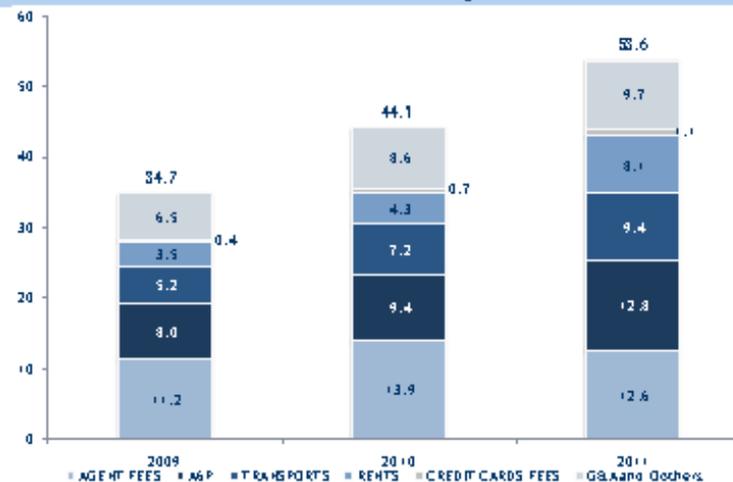
- incremento delle vendite dei negozi diretti;
- interruzione delle produzioni per conto (private label);
- acquisizione nell'ambito del consolidato di gruppo di un fornitore esterno.

Dati storici: altri costi operativi monetari (i costi per servizi).

CUCINELLI: services costs as % of revenues (2009-11)



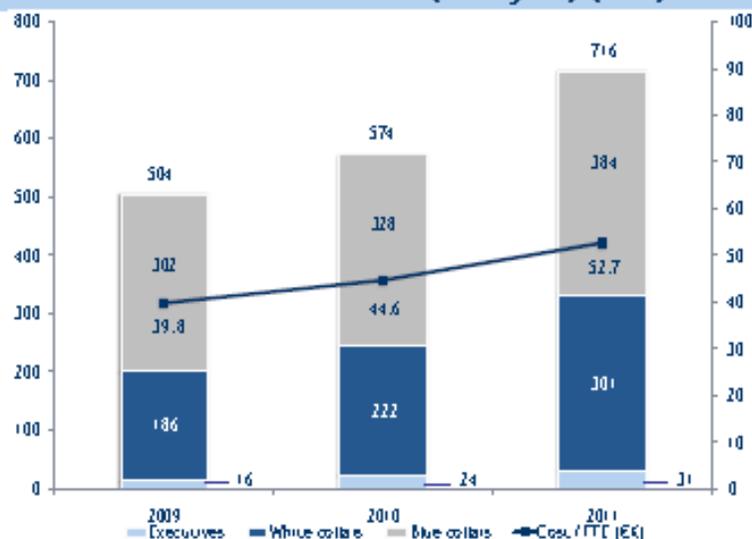
CUCINELLI: services costs (2009-11)(€m)



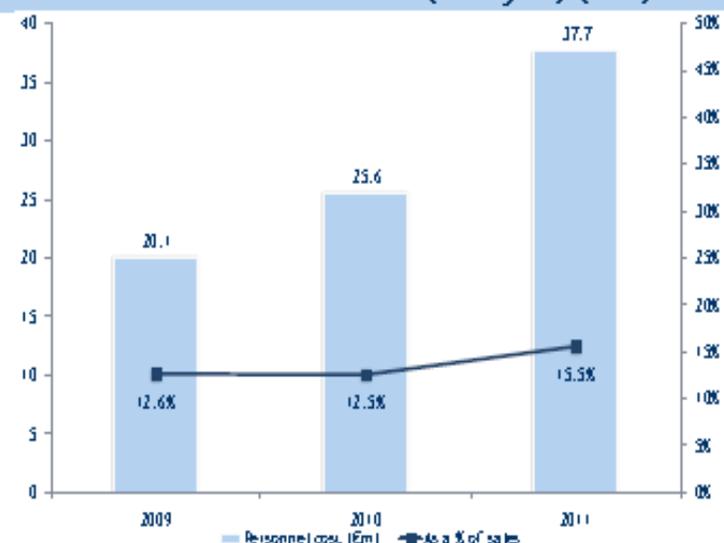
I costi per servizi sono rimasti sostanzialmente costanti nel triennio quali percentuale del fatturato (22,0 %). In particolare, a causa del cambiamento del mix in direzione delle vendite dirette, si assiste alla riduzione dei costi per provvigioni ed al contemporaneo aumento dei costi per carte di credito. Stabili le incidenza sul fatturato dei costi di trasporto (3,8%) e di quelli di pubblicità e promozione (5%). **Crescono gli affitti anche per gli effetti dell'aumento dei DOS e dell'operazione di spin-off degli immobili di Solomeo realizzata nel Giugno 2011.**

Dati storici: altri costi operativi monetari (i costi del personale).

CUCINELLI: Personnel costs (2009-11) (€m)



CUCINELLI: FTE evolution (2009-11) (€m)



Il costo del personale subisce un incremento nel triennio 2009-2011 in conseguenza:

- incremento dei punti vendita direttamente gestiti;
- incremento del personale di sede per la crescita internazionale del Gruppo;
- decisione di acquisire alcuni fornitori esterni (+32 addetti).

Dati storici: la dinamica dell'EBITDA e dell'EBIT

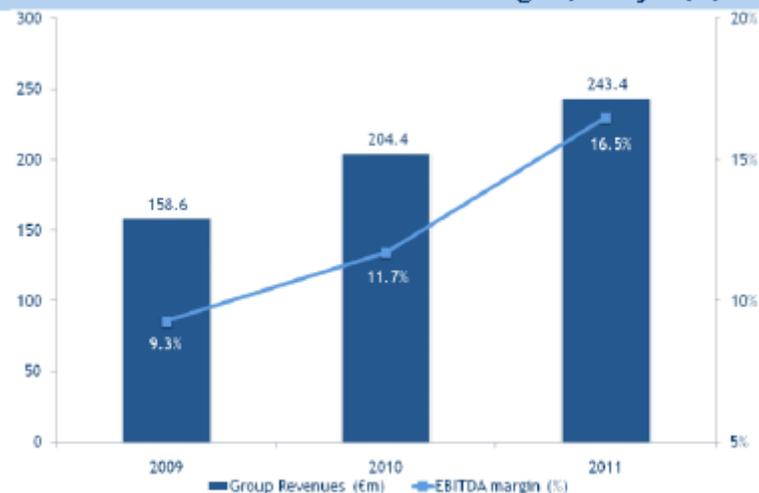
CUCINELLI: Evolution in group profitability (2009-2011)

(€m)	2009	2010	2011	2009/11 CAGR
REVENUES	158.6	204.4	243.4	23.9%
YoY chge%	NA	28.9%	19.1%	
GROSS PROFIT	70.7	95.9	134.0	37.6%
YoY chge%	NA	35.6%	39.7%	
Margin%	44.6%	46.9%	55.0%	
EBITDA	14.7	24.0	40.2	65.1%
YoY chge%	NA	62.6%	67.6%	
Margin%	9.3%	11.7%	16.5%	
EBIT	11.5	20.1	34.9	74.3%
YoY chge%	NA	75.2%	73.4%	
Margin%	7.2%	9.8%	14.3%	

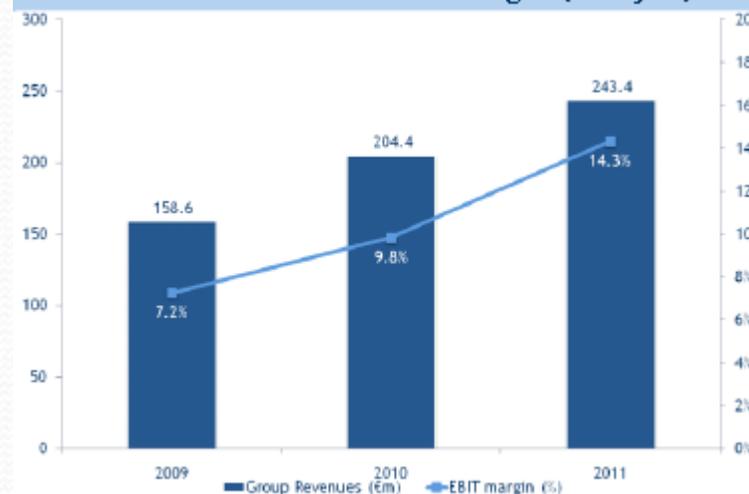
Source: company data

La BC nel triennio presenta una forte accelerazione dei risultati della gestione caratteristica (EBITDA ed EBIT) a seguito dei fenomeni di miglioramento del primo margine.

CUCINELLI: Revenues & EBITDA mg% (2009-11) (€m)



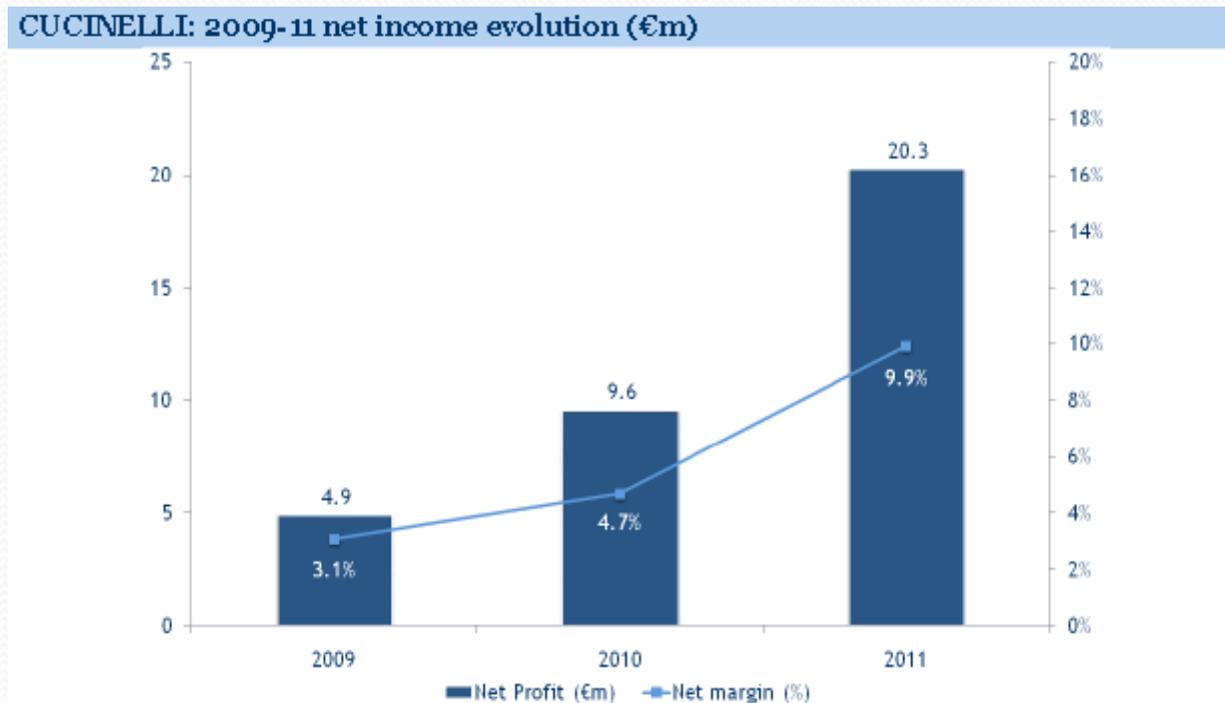
CUCINELLI: Revenues & EBIT mg % (2009-11)



Dati storici: la dinamica del reddito netto

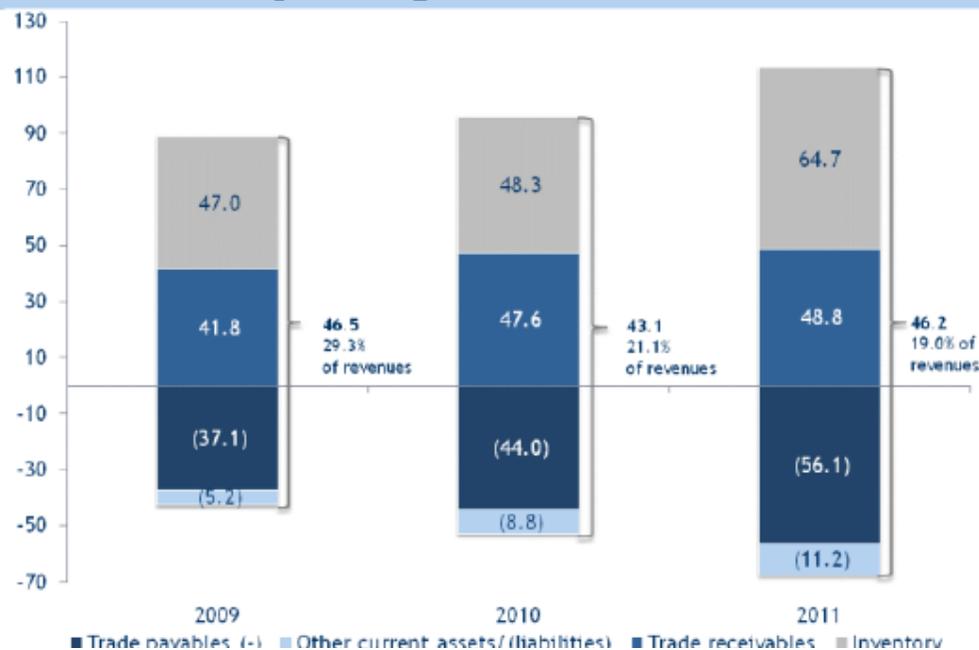
Il reddito netto della BC quadruplica in triennio in ragione dei seguenti fenomeni:

- a) Incremento dei volumi;
- b) Miglioramento del primo margine in valori percentuali;
- c) Riduzione dell'indebitamento;
- d) Riduzioni incidenza costi fiscali dal 38% al 35%



Dati storici: la struttura del capitale investito (il circolante)

CUCINELLI: operating WC (2009-11) (€m)



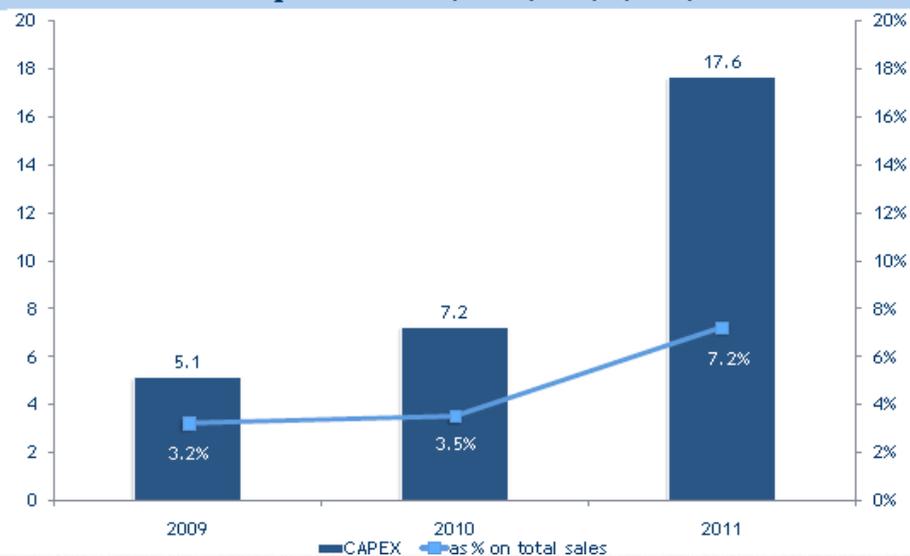
CUCINELLI: operating working capital evolution (2009-11)

	2009	2010	2011
NET WORKING CAPITAL	46.5	43.1	46.2
as % of sales	29.3%	21.1%	19.0%
DAYS INVENTORIES	101.6	84.0	83.8
DAYS RECEIVABLES	93.8	78.7	71.3
DAYS RECEIVABLES ON WHS	107.3	94.7	92.0
DAYS PAYABLES	102.5	94.4	100.5

Nel periodo si assiste ad una consistente riduzione del capitale circolante netto la cui incidenza percentuale sul fatturato si riduce consistentemente passando dal 29% del 2009 al 19,0% , fenomeno largamente spiegato dal contenimento dei tempi di incasso dei crediti. Il ciclo del circolante – giorni medi di pagamento da clienti + giorni di rotazione magazzino – tempi di pagamento fornitori - passa da 92 gg del 2009 a 54 gg del 2011.

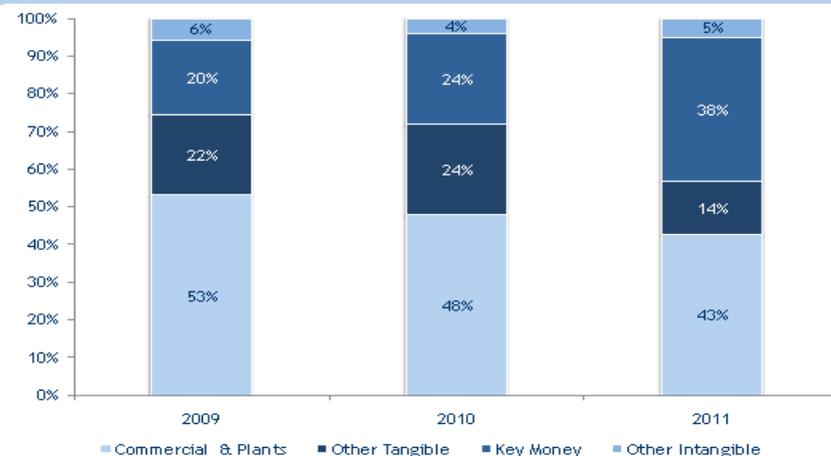
Dati storici: la struttura del capitale investito (investimenti fissi)

CUCINELLI: Capex trend (2009-11) (€m)



In principali investimenti fissi della BC sono legati al potenziamento della rete dei DOS che hanno comportato un significativo incremento sia per arredamenti ed attrezzature che per depositi a garanzia. Le dinamiche delle spese per capitale fisso sono riportate nel presente lucido dal quale emerge che nel triennio la BC ha sostenuto costi per investimenti fissi (Capex) per circa 30 Mil/€.

CUCINELLI investments breakdown (2009-11) (%)



Dati storici: la struttura del capitale investito (struttura dei finanziamenti)

Balance Sheet (€ m)	2009	2010	2011
Working Capital	46.5	43.1	46.2
Net Fixed Assets	41.1	44.7	42.2
Total Capital Employed	87.6	87.9	88.4
Shareholders' Funds	20.3	27.4	36.3
Minorities	3.9	5.0	1.7
Provisions	2.6	2.6	2.4
Net Debt (-) Cash (+)	-60.8	-52.8	-48.0

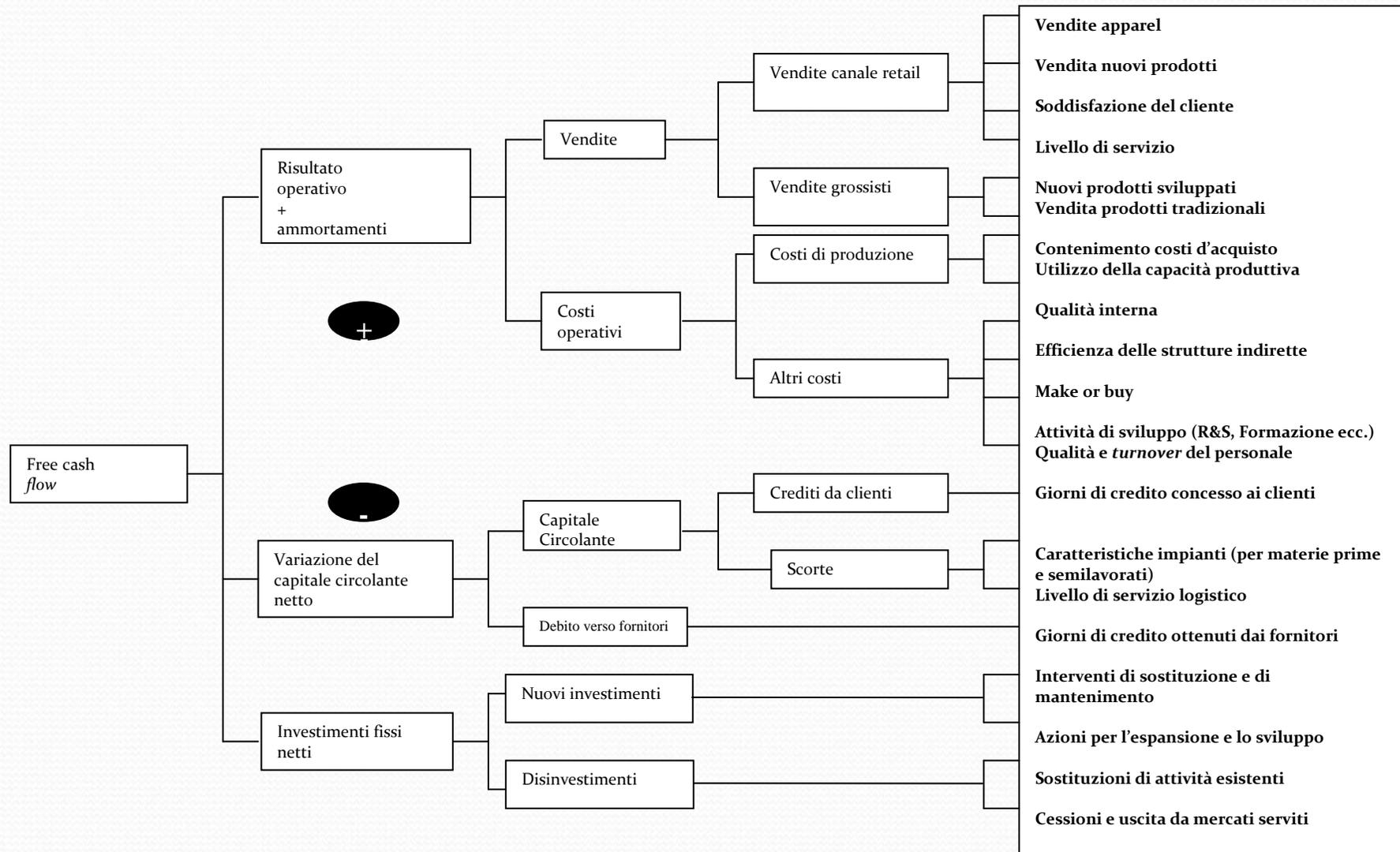
La struttura del capitale investito netto della BC appare equilibrata poiché il rapporto debito/equity è di poco superiore all'unità ed in consistente riduzione rispetto al 2009.

	2009	2010	2011
D/E	3,44	1,93	1,32
NPF/EBITDA	4,1	2,2	1,19

Cash Flow Model (€ m)	2009	2010	2011
Cash Earnings	8.8	15.3	26.3
Working Capital Needs	0.1	3.4	-3.1
Capex (-)	-5.1	-7.2	-17.6
Financial Investments (-)	-0.2	-0.5	3.1
Dividends (-)	-1.3	-3.0	-5.1
Other Sources / Uses	-0.2	0.0	1.3
Change in Net Debt (-) Cash (+)	2.1	8.0	4.9

SISTEMA DI REPORTING

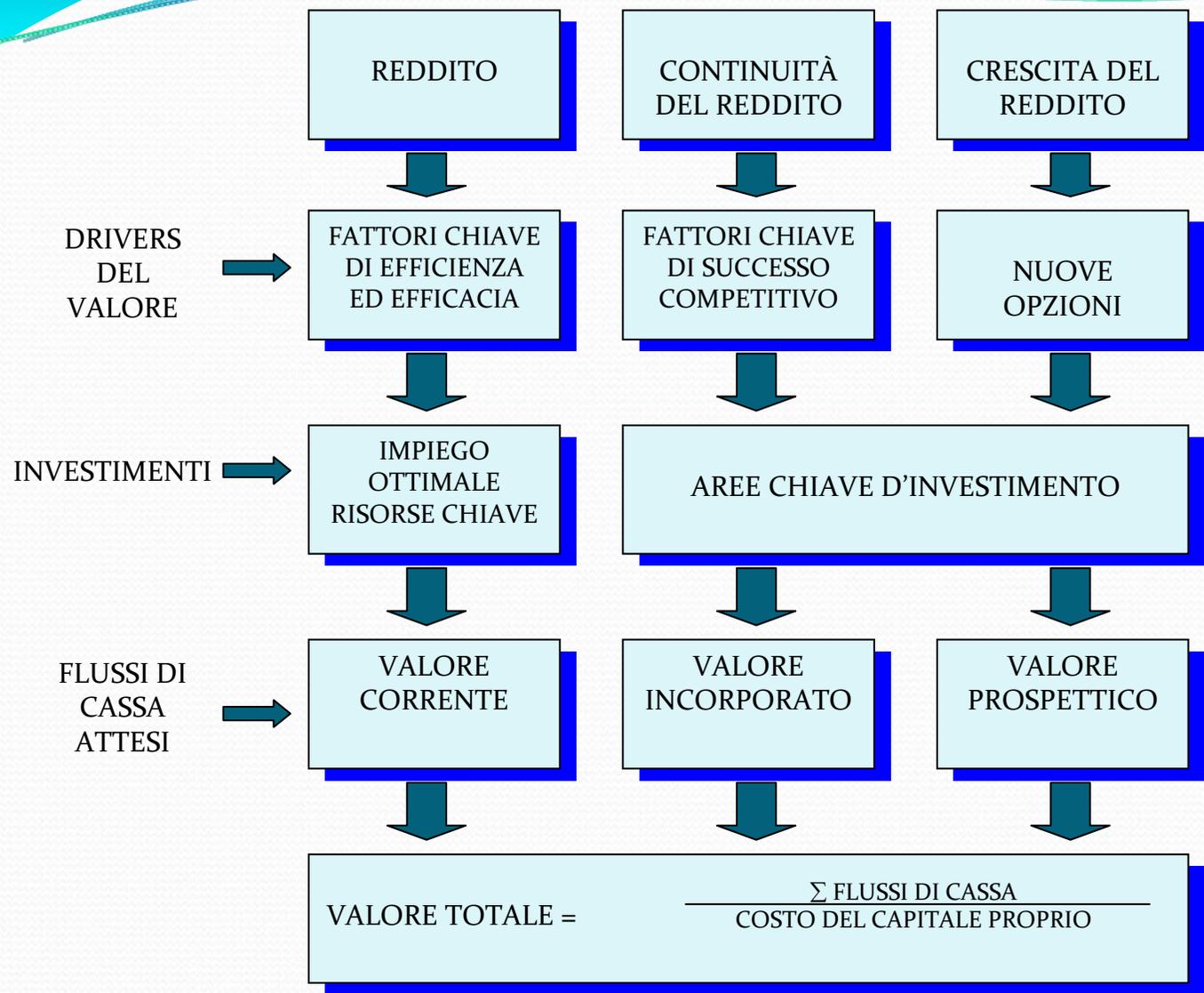
Parametri non contabili ma quantitativi





LE PROSPETTIVE DI MEDIO TERMINE

**REDDITO, CASH-FLOW
E VALORE D'IMPRESA**



I drivers della crescita aziendale

- **Ulteriore crescita in Europa:** da realizzare attraverso lo sviluppo dei punti vendita a marchio proprio (mono brand) sia in franchising che direttamente gestiti (DOS)



CUCINELLI: Targeted areas for distribution expansion

	RETAIL	MONO-BRAND	WHOLESALE	MULTI-BRAND
EUROPE				
ITALY	X			X
FRANCE	X			X
GERMANY	XX			
UK		X		X
SPAIN	X			X
RUSSIA		X		XX
EASTERN EUROPE		X		XX
USA				
EAST COAST	XX			XX
WEST COAST	XX			XX
OTHER	XX			XX

Source: Mediobanca Securities on company data

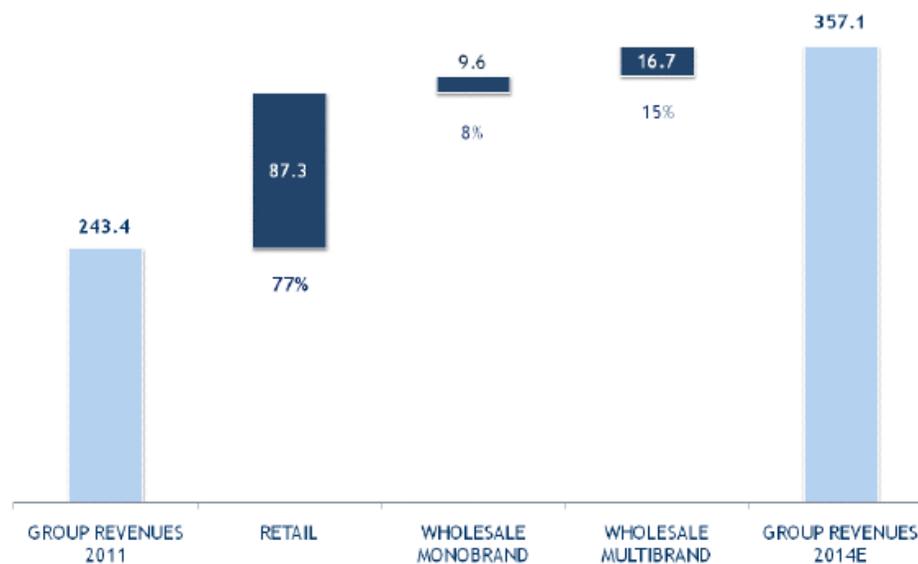
I drivers della crescita aziendale

- **Crescita selettiva in Asia ed in America Latina:** da realizzare attraverso lo sviluppo dei punti vendita a marchio proprio (mono brand) sia in franchising che direttamente gestiti (DOS). Specifiche aree di sviluppo sono individuate nel Messico ;
- **Espansione della rete distributiva:** nei prossimi tre anni il gruppo intende ampliare il suo network di vendita attraverso l'apertura di 10-15 punti vendita diretti all'anno con l'obiettivo di incrementare il contributo del canale diretto dal 22% delle vendite dirette al 40%: La strategia aziendale si propone, inoltre, di incrementare la presenza anche nel canale ingrosso (wholesale) attraverso l'incremento del numero dei punti vendita serviti (doors) a 1.200, dagli attuali 1.000;
- **Ulteriore focus nel segmento accessori e prodotti in pelle:** l'obiettivo è quello di far passare il contributo di questi prodotti alle vendite dall'attuale 12% al 20%. E' previsto, inoltre, l'ingresso nel segmento profumi ed occhialeria: Si stima anche un incremento della quota abbigliamento da uomo rispetto alla donna;
- **Incremento della consapevolezza del marchio:** da realizzare agendo sul legame tra marchio e filosofi, pubblicità per promuovere i valori del marchio e della cultura aziendale, più investimenti nella pubblicità e promozione, nuovi canali comunicativi (web).

Il piano di medio lungo termine: le previsioni di crescita del fatturato (per canale)

Il Piano di medio termine della BC prevede un significativo incremento del fatturato che, nel triennio del 2012-2014, è previsto passare dai 243 Mil/€ del 2011 ai 357 del 2014. Il principale fattore di crescita sarà la politica di incremento dei punti vendita in gestione diretta per cui è pianificato un programma di aperture in tutto il mondo tale da triplicarne il numero dagli attuali 20 a 63. Un limitato contributo verrà dai punti vendita in franchising (+14 pv) e assolutamente conservativa è la previsione sui punti vendita multi marchio che dovrebbero dare un contributo nel triennio di solo il 3,3%.

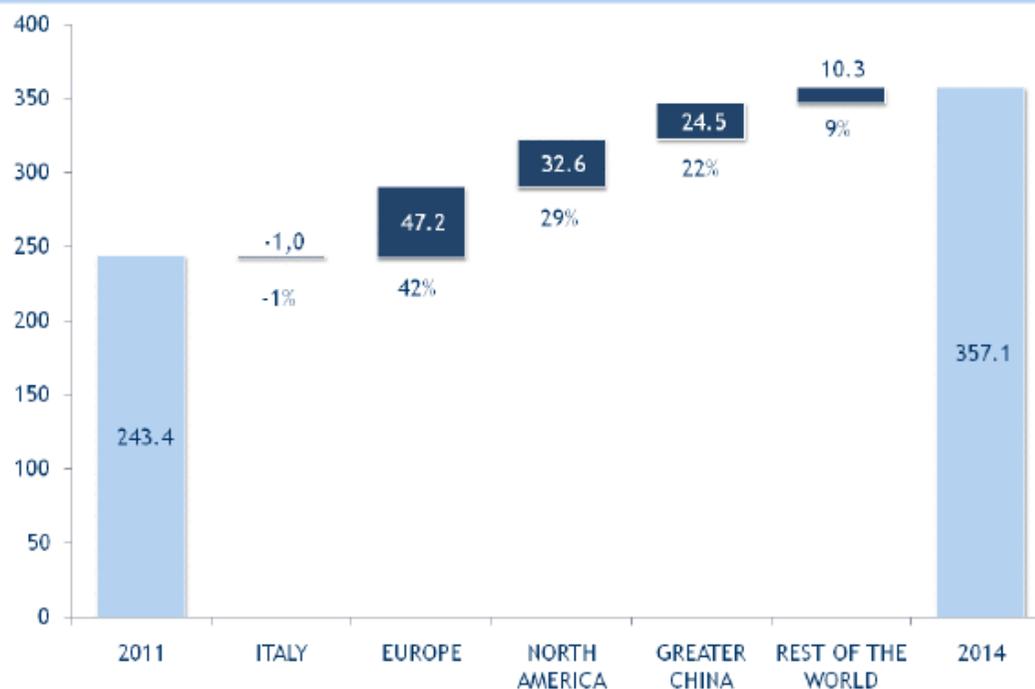
CUCINELLI: 2011-14E revenues bridge by distribution channel (€m)



Il piano di medio lungo termine: le previsioni di crescita del fatturato (per area geografica)

Il Piano commerciale della BC si focalizza su copertura punti vendita diretti sia in Europa che nella Grande Cina (China, Hong Kong, Macao e Taiwan). Ovviamente ciò avrà un riflesso sulla struttura delle vendite per area geografica con un consistente calo della quota italiana che passerà dal 30% al 20%.

CUCINELLI: 2011-14E revenues bridge by market (€m)



Il piano di medio lungo termine: le dinamiche dei costi

Il Piano a medio lungo termine ipotizza per i costi la seguente dinamica:

A) Una diminuzione dei costi del prodotto (materie prime e servizi di produzione di terzi) dal 45% al 40% sul fatturato. Ciò in relazione al modificarsi del mix delle vendite a favore del canale caratterizzato da un maggiore primo margine ed alla crescita dei mercati caratterizzati da una politica di mark up più elevato;

B) Incremento delle spese di pubblicità e promozione dal 5,2% sul fatturato al 6,5%;

C) Incremento degli affitti per l'espansione della rete dei punti vendita e degli effetti dello spin-off dell'immobile destinato ad uffici nel borgo di Solomeo.

CUCINELLI: 2011-14 evolution in costs structure

(€m)	2011E	%	2012E	%	2013E	%	2014E	%	'11/14 CAGR
VARIABLE COSTS	132.6	65%	143.9	63%	157.6	62%	173.9	60%	9.5%
as % of group revenues	54%		52%		50%		49%		
FIXED COSTS	70.7	35%	84.1	37%	97.9	38%	114.4	40%	17.4%
as % of group revenues	29%		30%		31%		32%		
TOTAL COSTS	203.3		227.9		255.5		288.3		12.3%

Source: Mediobanca Securities



Il piano di medio lungo termine: la dinamica della redditività (EBITDA;EBIT)

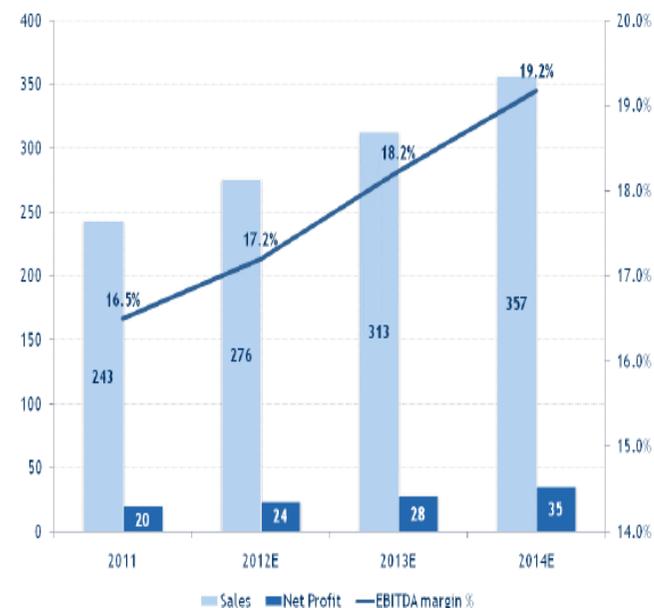
Sulla base delle ipotesi precedentemente formulate il piano prevede la seguente dinamica della redditività:

- A) Incremento del EBITDA sia in termini assoluti che percentuali;
- B) Una riduzione dei costi finanziari in conseguenza dei positivi cash flow generati dalla gestione caratteristica;
- C) Una riduzione del peso percentuale delle imposte dovuto alla internazionalizzazione dei profitti e alla riduzione del peso dell'IRAP

CUCINELLI: revenues, EBITDA and EBIT evolution (2011-14E)

(€m)	2011	2012E	2013E	2014E	11/14CAGR
REVENUES	243.4	276.3	312.8	357.1	13.6%
YoY chge%	19.1%	13.5%	13.2%	14.1%	
GROSS PROFIT	134.0	157.5	183.0	214.2	16.9%
YoY chge%	39.7%	17.6%	16.2%	17.1%	
Margin%	55.0%	57.0%	58.5%	60.0%	
EBITDA	40.2	47.5	57.1	68.6	19.5%
YoY chge%	67.6%	18.2%	20.4%	20.1%	
Margin%	16.5%	17.2%	18.3%	19.2%	
EBIT	34.9	40.3	46.6	57.1	17.8%
YoY chge%	73.4%	15.4%	15.8%	22.4%	
Margin%	14.3%	14.6%	14.9%	16.0%	

CUCINELLI: revenues, net profit and EBITDA margin (2010-13E) (€m)



Il piano di medio lungo termine: la dinamica degli investimenti

CUCINELLI: CAPEX estimates (2011-14E)

(€m)	2011	2012E	2013E	2014E
COMMERCIAL & PLANTS	7.5	16.2	16.0	13.6
DOS		12.0	10.0	5.0
PLANT		4.2	6.0	8.6
OTHER TANGIBLES	2.5	1.5	1.7	2.0
KEY MONEY	6.7	4.0	0	0
OTHER INTANGIBLES	0.9	2.0	2.0	2.0
TOTAL	17.6	23.7	19.7	17.6
as % of group revenues	7.2%	8.6%	6.3%	4.9%

Source : Mediobanca Securities

CUCINELLI: NWC evolution (2011-14E)

(€m)	2011	2012E	2013E	2014E
NET WORKING CAPITAL	46.2	53.5	59.3	64.0
as % of revenues	19.0%	19.4%	19.0%	17.9%
INVENTORIES	64.7	71.1	78.9	90.0
RECEIVABLES	48.8	48.4	48.0	48.2
PAYABLES	-56.1	-62.0	-63.5	-70.2
OTHERS	-11.2	-4.0	-4.0	-4.0

Source : Mediobanca Securities

Sotto il profilo degli investimenti il Piano ipotizza le seguenti dinamiche :

- a) Forte crescita degli investimenti fissi in ragione della politica di apertura dei punti vendita diretti e della realizzazione del nuovo stabilimento di Solomeo (+20 Mil/€ nel triennio);
- b) Dinamica del circolante inferiore a quanto previsto per il fatturato in ragione del mix di fatturato.

Il piano di medio lungo termine: la dinamica della posizione finanziaria netta

Balance Sheet (€ m)	2011	2012E	2013E	2014E
Working Capital	46.2	53.5	59.3	64.0
Net Fixed Assets	42.2	58.7	67.9	74.0
Total Capital Employed	88.4	112.2	127.2	138.0
Shareholders' Funds	36.3	54.7	77.5	105.8
Minorities	1.7	2.5	3.5	4.9
Provisions	2.4	2.8	2.7	3.2
Net Debt (-) Cash (+)	-48.0	-52.2	-43.4	-24.0

Cash Flow Model (€ m)	2011	2012E	2013E	2014E
Cash Earnings	26.3	32.3	40.2	48.8
Working Capital Needs	-3.1	-7.3	-5.8	-4.7
Capex (-)	-17.6	-23.7	-19.7	-17.6
Financial Investments (-)	3.1	0.0	0.0	0.0
Dividends (-)	-5.1	-5.5	-6.0	-7.1
Other Sources / Uses	1.3	0.1	0.0	0.0
Change in Net Debt (-) Cash (+)	4.9	-4.2	8.7	19.4

	2011	2012	2013	2014
D/E	1,32	0,95	0,56	0,23
NPF/EBITDA	1,19	1,10	0,76	0,35

Le dinamiche finanziarie del Piano assumono una distribuzione di dividendi (pay-out) pari al 25% degli utili. Tutte le simulazioni di Piano sono formulate pre-money.

Il rapporto d'indebitamento (D/E) presenta una progressiva riduzione in considerazione di una NFP che si riduce progressivamente dopo un incremento previsto per il 2012.



LA VALUTAZIONE

I CRITERI DI VALUTAZIONE

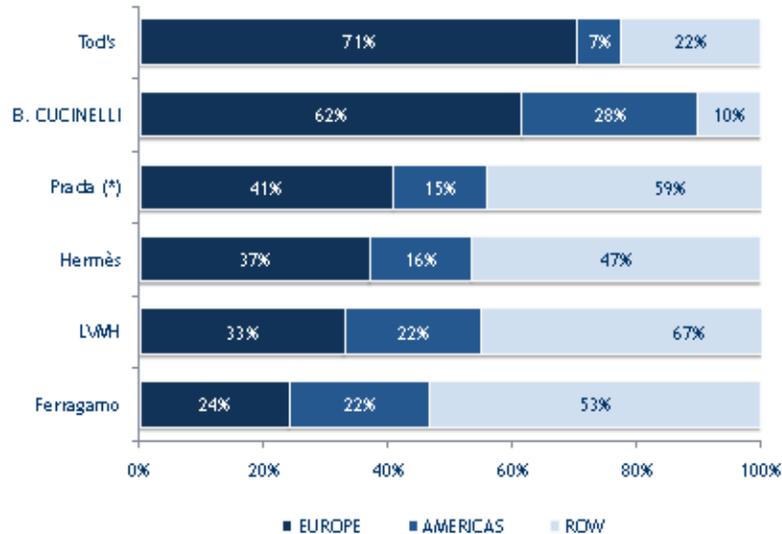
Si è pervenuti alla stima del valore delle azioni della BC sulla due differenti metodologie:

- A) Confronto con i multipli di imprese comparabili:** l'appartenenza della BC al comparto del lusso ha consentito di identificare una serie (panel) di imprese comparabili (peers) per le quali esistono dei multipli di mercato;
- B) Metodo dei flussi di cassa attualizzati (DCF):** tale metodologia è stata utilizzata per verificare la valutazione basata sul modello dei multipli.

Il Panel delle imprese comparabili è stato identificato in: **Luis Vuitton (LVHM); PRADA, FERRAGAMO e TOD'S**. Nel campione non è stato inserito **HERMES** poiché il suo valore di mercato è influenzato da fenomeni speculativi correlati con il fatto che la società è detenuta da LVHM.

Il confronto con il Panel: le caratteristiche

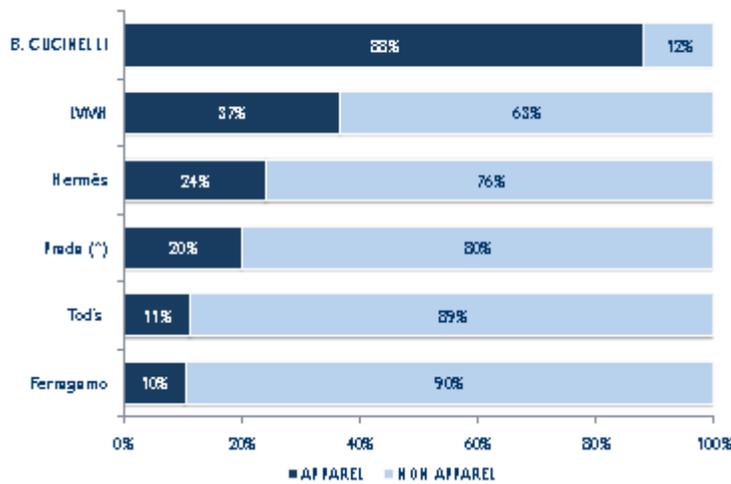
Sector peers: geographic mix of sales (2011)



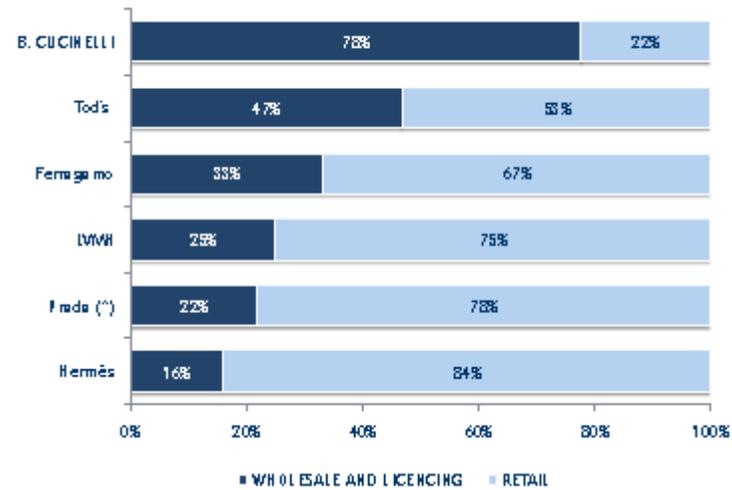
La BC presenta consistenti differenziazioni con la media delle imprese inserite nel Panel:

- a) Maggiore esposizione al mercato europeo;
- b) Quota maggiore dell'abbigliamento rispetto agli altri prodotti;
- c) Quota più basse del fatturato realizzata tramite negozi di proprietà

Sector's peers: product mix of sales (2011)

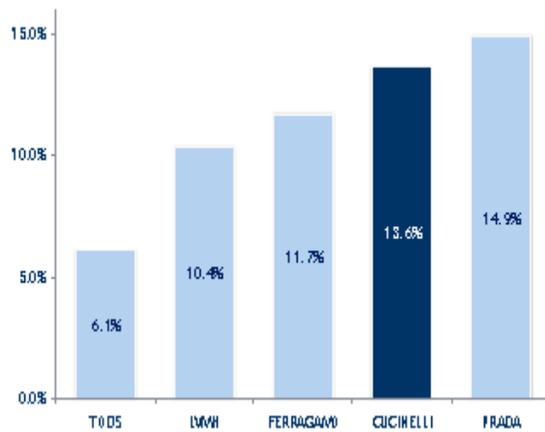


Sector's peers: channel mix of sales (2011)

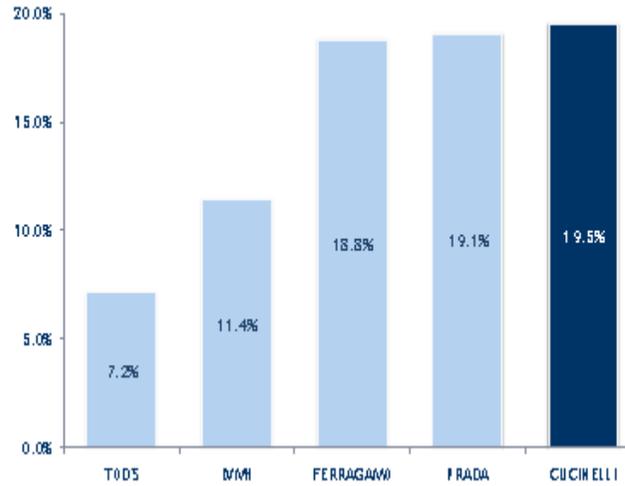


Il confronto con il Panel: i risultati attesi

CUCINELLI: Sector's peers: 11/14 sales CAGR

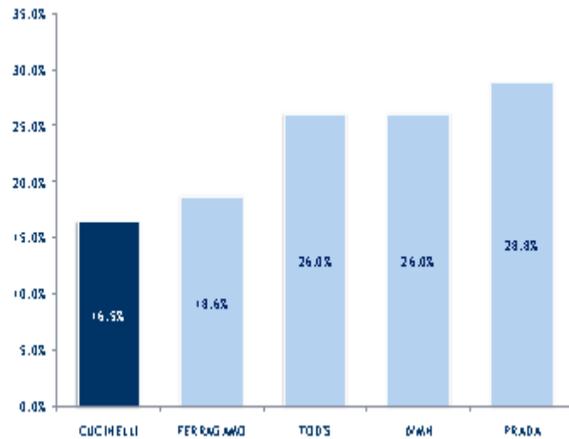


CUCINELLI: Sector's peers: 11/14 EBITDA CAGR

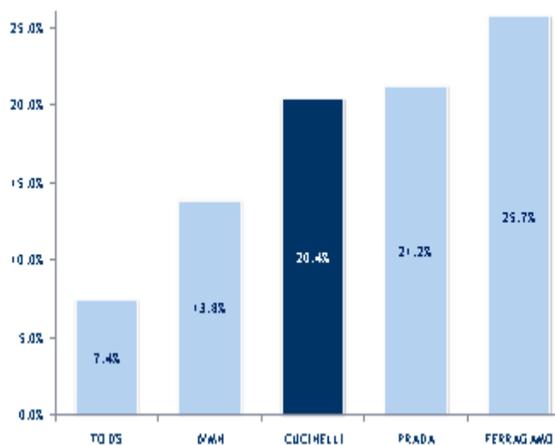


Il tasso di crescita del fatturato e dei margini della BC è superiore a quello dei concorrenti. I valori di redditività (EBITDA %) sono ancora inferiori alla media del Panel.

CUCINELLI: Sector's peers: 2011 EBITDA margin



CUCINELLI: Sector's peers: 11/14 Net profit CAGR



Il confronto con il Panel: la stima dei valori (metodo dei moltiplicatori)

Stima dei moltiplicatori di mercato per imprese operanti nel comparto del lusso	Dati al 31 Marzo 2012	
	EV/EBITDA	P/E
Ferragamo	14,6	32,2
LVHM	10,6	21,3
PRADA	16,5	28,9
TOD'S	10,7	19,1
Media	13,1	25,375
Mediana	13,55	25,65
BC Prezzo minimo 6,75€ (dati 2011)	11,3	20
Sconto massimo rispetto alla media del Panel	14%	27%
BC Prezzo massimo 7,75€ (dati 2011)	12,80	22,90
Sconto minimo rispetto alla media del Panel	2,3%	9,8%

Il valore economico della Brunello Cucinelli Spa, calcolato con il metodo dei moltiplicatori oscilla, pre-money, tra i **405,1 Mil/€** ed i **465 Mil/€**. In ipotesi di collocamento integrale delle azioni di nuova emissione ai prezzi minimi e massimi della forchetta di oscillazione di IPO, il valore, oscilla tra **459,1 Mil/€** e **526,9 Mil/€**.

Il valore economico della Brunello Cucinelli Spa, calcolato con il metodo dei moltiplicatori di borsa, è stato ottenuto applicando uno sconto rispetto al valore dei moltiplicatori risultati dall'analisi delle imprese inserite nel Panel.

Dati in Mil/€	Prezzo minimo	Prezzo massimo
EBITDA	40,2	40,2
Moltiplicatore	11,27	12,76
Enterprise Value	453,054	512,952
PFN	48	48
Equity Value pre - money	405,1	465,0
Numero di azioni	60.000.000	60.000.000
Prezzo per azione	6,75	7,75
Azioni di nuova emissione	8.000.000	8.000.000
Capitale da collocamento nuove azioni	54,0	62,0
Equity Value dopo IPO	459,1	526,9

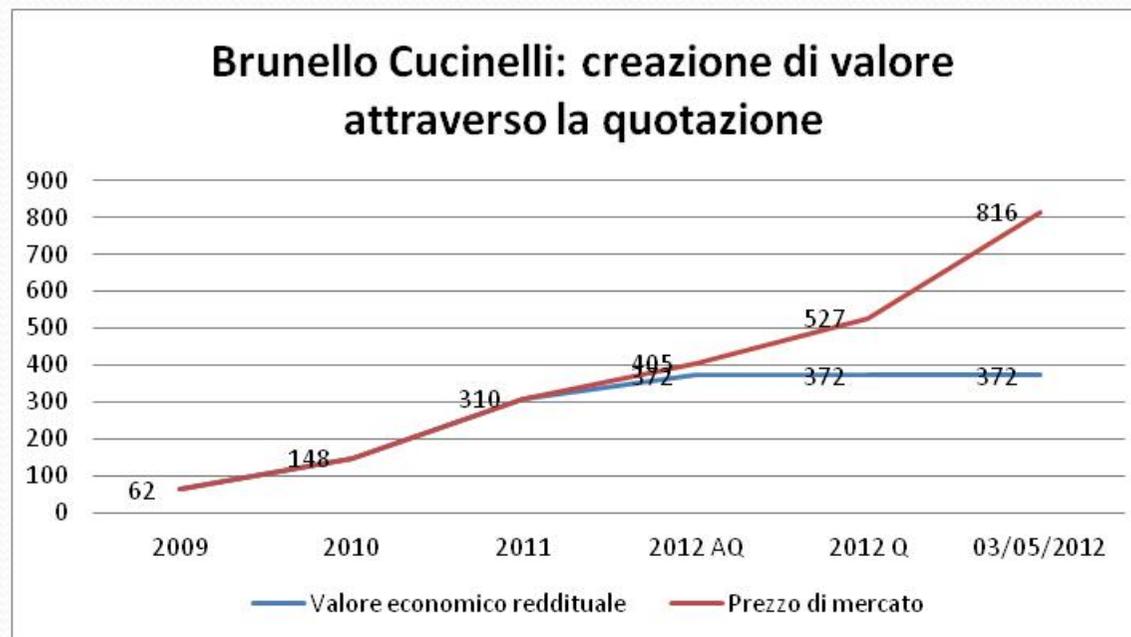
Il confronto con il Panel: la stima dei valori (metodo del DCF)

L'analisi del Valore Economico della BC condotta con il metodo dei DCF è stata condotta sulla base delle seguenti assunzioni:

- a) Stime analitiche dei risultati fino al 2017 periodo considerato sufficiente per stabilizzare i risultati del Gruppo;
- b) Valore terminale calcolato sulla base di un tasso di crescita di lungo termine del 2%, che corrisponde ad un moltiplicatore dell'EBITDA di 6,8 volte;
- c) Il WACC (Weighted average cost of capital) è stato calcolato sulla base dei seguenti fattori e fissato in 7,59%.

	Free Risk Rate	Beta	Premio per il rischio di mercato	TOTALE	Ponderazione	Costo
Costo dell'Equity	5,25%	1,92	4,00%	12,93%	44,20%	5,72%
Costo del debito				3,35%	55,80%	1,87%
WACC						7,58%

Le dinamiche del valore



Valore Mil di €	2009	2010	2011	2012 AQ	2012 Q	03/05/2012
Utile netto	4	10	20	24	24	24
Costo del capitale proprio	12,93%	12,93%	12,93%	12,93%	12,93%	12,93%
Valore economico reddituale	62	148	310	372	372	372
Prezzo di mercato	62	148	310	405	527	816

La quotazione della Brunello Cucinelli Spa ha consentito l'emersione di significativi valori economici incorporati nel progetto strategico ed imprenditoriale sotteso all'idea dell'omonimo fondatore.



APPENDICI

Il punto di pareggio

Dati in Mil/€	2011	2012	2013	2014
Fatturato	243,5	276,3	312,8	357,1
Costi variabili	132,6	143,9	157,6	173,9
% sul fatturato	54,46%	52,08%	50,38%	48,70%
% Margine di contribuzione ai costi fissi	45,54%	47,92%	49,62%	51,30%
Costi fissi	70,7	84,1	97,9	114,4
Punto di pareggio	155,2	175,5	197,3	223,0
Margine di sicurezza	36,25%	36,48%	36,92%	37,55%

Il Piano assume una sostanziale stabilità del margine di sicurezza.



La cultura: viene da lontano



Luisa Spagnoli di umili origini assunse nella Perugia ed Italia industriale dei primi decenni del novecento un ruolo centrale per l'esperienza della Perugina, fondata nel 1907 con il marito Annibale Spagnoli e con Francesco Buitoni. Dopo la prima guerra mondiale si lancia nell'allevamento dei polli e dei conigli d'angora per la produzione di filati. Nel 1937 nasce l'angora Spagnoli che, superata la dimensione artigianale, si propone, sotto la guida di Mario Spagnoli punto di riferimento nella moda italiana. Costante l'impegno sociale rivolto verso le proprie maestranze ritenute fonte del successo imprenditoriale e patrimonio da valorizzare e preservare.



Definizioni Green shoe

La **Greenshoe Option** è uno strumento utile per la stabilizzazione delle quotazioni del titolo dopo un'IPO. La banca che segue l'azienda nel processo di quotazione non esaurisce il suo compito con il collocamento delle azioni, ma ha un ruolo fondamentale anche nella fase immediatamente successiva all'offerta per la stabilizzazione delle quotazioni del titolo. La banca incaricata di stabilizzare il prezzo del titolo assume una posizione corta sul mercato, cioè vende allo scoperto un certo numero di azioni dell'impresa (*overallotment*) ad un prezzo molto vicino al prezzo di offerta. Per coprire tale posizione la banca ottiene l'opzione di acquistare dall'impresa entro una certa data (di solito la greenshoe option scade 30 giorni dopo l'ammissione alla quotazione dei titoli sul mercato) un certo ammontare di azioni (di solito il 15% del totale delle azioni offerte) ad un prezzo pari al prezzo di collocamento. Se nei primi giorni di quotazione il prezzo delle azioni scende, l'investment bank non esercita l'opzione e acquista sul mercato le azioni necessarie a chiudere la posizione corta assunta (stimola la domanda di azioni). Così facendo la banca sostiene in una qualche misura il prezzo delle azioni arrestandone o quanto meno rallentandone la discesa. Se invece il prezzo delle azioni sul mercato nei giorni immediatamente successivi alla realizzazione dell'offerta sale, la banca esercita la greenshoe option e rimette sul mercato altre azioni (il flottante aumenta) e quindi arresta o rallenta l'ascesa del prezzo del titolo.

Definizioni Richistan

Non esiste: ma ha un nome verosimile, con una desinenza da ex repubblica sovietica. Non ha confini: perché si estende da una parte all'altra del globo per includere la popolazione dei privilegiati ovunque dispersa. È un alias: ma altro che per una seconda vita. Cresce vertiginosamente: a un ritmo più veloce del Pil cinese. 'Richistan': è la terra dei ricchi, qui e ora. Come l'ha battezzata Robert Frank, giornalista del 'Wall Street Journal', in un saggio appena pubblicato negli Stati Uniti (Crown Publishers) e in Gran Bretagna (Piatkus Books) e già bestseller. Un paese immaginario, transnazionale, grande quanto il Belgio o la Svezia, dove la lingua ufficiale è l'inglese. Con nove milioni e mezzo di abitanti, secondo l'ultimo censimento del World Wealth Report di Merrill Lynch-Capgemini. Per un valore complessivo, in termini di patrimoni in ballo, di 37 mila miliardi di dollari. Per di più con un trend in aumento: nel 2006 il numero di milionari si era ingrossato dell'8,3 per cento rispetto al 2005. Quest'anno è cresciuto dell'11,4. Hanno toccato quota 95 mila gli straricchi, quelli con un patrimonio da 30 milioni di dollari in su (proprietà escluse). Più evidente ancora la scalata degli 'Hnwi', High Net Worth Individuals, con patrimonio personale superiore a 10 milioni, con molte new entry da Singapore, India, Russia. Più a rilento, cresce anche l'Italia dei Paperoni. Secondo Merrill Lynch, l'avanzata dei milionari ha avuto nel 2006 un incremento del 3 per cento. Alla fine del 2006 erano 205.800 gli italiani con un patrimonio superiore al milione di dollari (750 mila euro), e quasi 2 mila con un conto in banca da 30 milioni di dollari. Un asset di liquidità che garantisce una vita a 5 stelle, anzi 7: 'It's a 7-star living', strillano gli immobilieri della Florida, dalle pagine House & Home del 'Financial Times'. Vite di lusso a 360 gradi, in residenze che somigliano a splendidi hotel, tra oggetti personalizzati con loghi privati, legioni di staff a servizio. Con sistemi sanitari riservati, reti di viaggio dedicate, modi di parlare da società segrete ("Chi è il tuo household manager? Il personal concierge?"). "I milionari sono cittadini di una nazione virtuale", conferma Frank: "Una società nella società. Un'economia dentro l'economia". Un mondo parallelo dove di rado arrivano i riflettori televisivi. Che però ha in comune con i Donald Trump, i Warren Buffet e le 400 superstar di Forbes un lifestyle superlativo. Frank lo ha scandagliato. Il risultato è un aggiornamento della lista degli status symbol, ovvietà incluse: i più ricchi guidano Mercedes, soprattutto Maybach. Portano orologi preziosi, preferibilmente Frank Muller. Frequentano gli stessi alberghi: dal Burj-al-Arab di Dubai al Four Seasons di New York, dal Claridge's di Londra all'ultimo proibitivo Ritz-Carlton di Mosca. Se la più forte concentrazione di ricchi francesi è tra Marnes-la-Coquette e Neuilly, stando alle ricevute dell'imposta di solidarietà sui patrimoni; se a Londra è Bishops Avenue la Billionaires' boulevard, con gli appartamenti più cari della capitale; se i miliardari russi calano in Versilia, il must resta Manhattan, specie ora che ne è stato progettato un radicale restyling. "Quello dei miliardari è, in realtà, un mondo segmentato", sottolinea Joseph Sasson, sociologo e direttore di Alphabet, istituto di analisi della comunicazione: "In Cina, India, Russia, Brasile o Messico, dove c'è stata una potente crescita del reddito, il desiderio è investire in beni visibili. Nei ricchi da generazioni c'è invece una cultura della ricchezza che li tiene lontani dall'ostentazione. E che trasforma in lusso certe esperienze, come quelle a contatto con la natura". "Newsweek" intercetta la tendenza con una copertina sulla ricchezza discreta e l'immagine di un dito indice sulla bocca, come monito a non spifferare i segreti. I suggerimenti, a porte chiuse, per i miliardari? Una cena a lume di candela nel campo tendato di Sabora, in Tanzania. Un libro stampato in unica copia (Myspecialbook.com). Una casa firmata da un famoso architetto con estetica no frills e forme zen. "Il modo in cui la ricchezza si è accumulata crea molte differenze", aggiunge Sasson. Ci sono ricchi e ricchi, insomma: dal self made man Li Ka Shing, ultrasettantenne di Hong Kong che ha iniziato vendendo fiori di plastica ed è diventato il nono uomo più ricco del mondo, al campione di golf Tiger Woods, che a soli 31 anni può permettersi una tenuta in Florida da 40 milioni di dollari.