

Rilanciare le aggregazioni del Made in Italy

La trasformazione delle sfide del Made in Italy in opportunità per crescere e creare valore

M&A Academy Research Paper

Stefano CASELLI, Andrea BELTRATTI, Alessia BEZZECCHI

10 ottobre 2018

Un'iniziativa promossa da:



SDA Bocconi
School of Management

Media Partner

L'Economia
del CORRIERE DELLA SERA

- Usando un campione di 1.371 aziende con un fatturato al 2013 superiore a 50 milioni di Euro, osservate nel periodo 2004-2016, studiamo i fattori abilitanti della profittabilità e della crescita, concentrando l'attenzione sulla concentrazione della value chain (misurata tramite l'appartenenza ad un distretto) e l'internazionalizzazione (misurata tramite la percentuale di fatturato esportata), e dimostriamo che:
 - l'appartenenza ad un distretto è complementare e non sostitutiva ad un approccio basato sulla crescita esterna (M&A) nel perseguimento di obiettivi di profittabilità
 - le grandi aziende con value chain concentrata e internazionalizzate (i Knowledge Integrator seguendo la definizione di Buciuni e Pisano (2015)) sono caratterizzate da una profittabilità superiore a quella di altre aziende altrimenti simili, e generano esternalità positive per le altre imprese che fanno parte della stessa rete produttiva
- Le implicazioni di politica economica ed industriale sono chiare: la crescita tramite le operazioni di M&A, in particolar modo per le aziende che fanno parte di una supply chain concentrata, è positiva per il sistema nel suo complesso e deve essere incoraggiata per consentire al sistema industriale italiano di mantenere l'ampia flessibilità che lo contraddistingue allo stesso tempo beneficiando delle economie di scala che sfuggono in presenza di una dimensione troppo piccola
- I settori della Meccanica, Tessile e Abbigliamento e Beni per la casa hanno un numero rilevante di Knowledge Integrator, che possono quindi fungere da poli di aggregazione oltre che di esternalità positiva, per le altre aziende più piccole che hanno l'opportunità, tramite l'attività M&A di crescere e diventare più profittevoli
- Gli altri settori con caratteristiche distrettuali (tra cui Alimentare e Cartotecniche e Poligrafiche), presentano pochi Knowledge Integrator, ed hanno quindi margini di crescita per la creazione di "campioni settoriali" in grado di migliorare la profittabilità e la crescita

- Il presente documento ha la finalità di presentare il progetto di ricerca SDA Bocconi - KPMG sul tema del “Made in Italy e la crescita: tra occasioni perdute e opportunità di rilancio”
- Date le caratteristiche del “tessuto” imprenditoriale italiano caratterizzato da frammentazione, alta specializzazione, dimensione prevalentemente contenuta e dati i risultati delle ricerche della M&A Academy (le aziende che fanno sistematicamente M&A, di grandi dimensioni, con contenuti livelli di leva ... sono le aziende Leader dei rispettivi settori che crescono e creano maggior valore rispetto ai competitor) indaga come tali peculiarità del Made in Italy costituenti delle “sfide” a volte anche di sopravvivenza (ancor prima di sviluppo), possano trasformarsi in “opportunità” di crescita e di creazione di valore
- La ricerca rileva quali sono i fattori/condizioni che possono permettere alle aziende italiane di creare valore e crescere concentrando l’analisi sul topic delle “opportunità di consolidamento strategico” con particolare attenzione ai settori trainanti del Made in Italy

Obiettivo del research paper è di analizzare come l'attività di M&A possa rappresentare un efficace strumento per perseguire una strategia di consolidamento strategico volta al rilancio e sviluppo a livello settoriale nel mercato domestico e internazionale in particolare per quanto riguarda le eccellenze del Made in Italy

L'analisi in questa prima fase si articola in 3 sezioni in cui si presentano le rilevanze statisticamente significative



La terza fase del research paper si focalizza sull'analisi multivariata al fine di analizzare come e con quale "intensità" la determinante "consolidamento strategico" spiega la crescita e la creazione di valore

Campione oggetto di analisi

Fonte dei dati

- Base dati: Bureau van Dijk (AIDA e Zephyr)
- Thomson One Reuters
- Merger Market
- Istat

Periodo di riferimento

- Orizzonte temporale complessivo - 14 anni 2004-2016
- Sottoperiodi di osservazione al fine di analizzare trend pre e post crisi:
 - Fase 1: 6 anni dal 2004-2008
 - Fase 2: 8 anni dal 2009-2016

Criteri di selezione

- Aziende con sede legale in Italia con fatturato 2013 superiore a €50 milioni, per le quali il data base AIDA presentava serie storiche sufficientemente complete e significative
- Rientrano inoltre nel campione:
 - società operative partecipate da enti pubblici (es. Gestore dei Servizi Elettrici, Poste Italiane, Ferrovie dello Stato, Fintecna, RAI, ecc.)
 - holding finanziarie che annoverano, tra le partecipazioni, numerosi investimenti nei settori oggetto di analisi
 - holding operative a capo di gruppi operanti nei settori oggetto di analisi

Attività economiche e Segmenti settoriali

- Attività economiche Codice ATECO 2007
- Industry/settori secondo classificazione Mediobanca
 - Industrial Products
 - Retail & Consumer Products
 - Telecommunications, Media & Technology
 - Transportation
 - Building & Construction
 - Business Services
 - Energy & Utilities
 - Health Care & Life Sciences

Il campione è stato estratto partendo da una “popolazione” di circa 7.000 aziende aventi ragione sociale in Italia, considerando le società con fatturato 2013 > 50 MLN/€, pari a 1.371

Domande di ricerca

- 1 Svolgere una strategia di consolidamento crea valore?
- 2 C'è ancora spazio per processi di aggregazione tra aziende operanti in alcune filiere del Made in Italy?
- 3 Quali sono i settori dove c'è più spazio di consolidamento e che sono più rilevanti per la crescita prospettica dell'economia italiana?

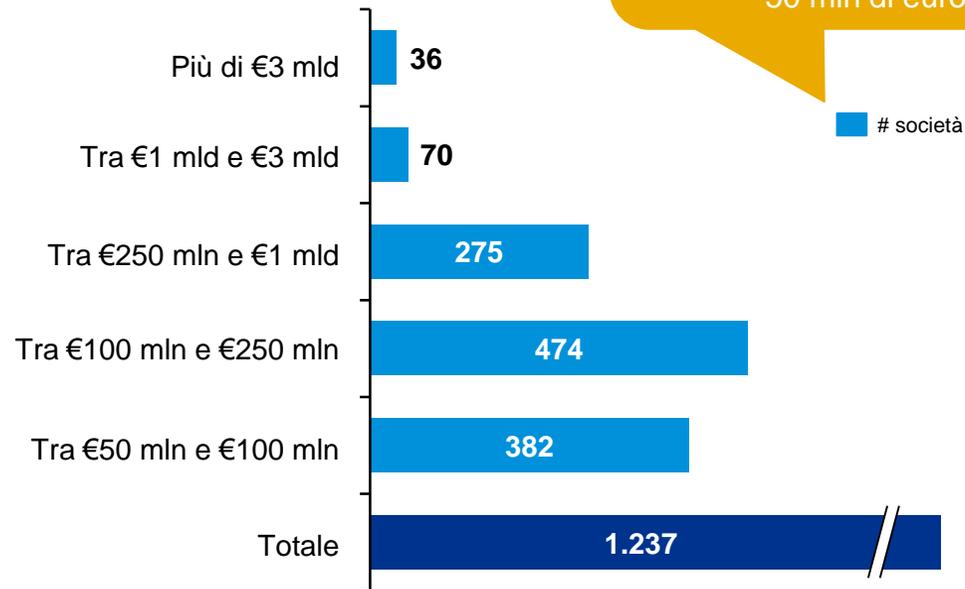
Narrativa della domanda di ricerca

La prima domanda indaga se i processi di aggregazione tra imprese possano creare maggior valore rispetto ad una struttura produttiva frammentata. La prima fase dell'analisi mira a mappare l'appartenenza o meno di un'azienda a un distretto e/o a un "Sistema Locale di grandi imprese con caratteristiche distrettuali". La seconda fase analizzerà nei relativi settori di riferimento la creazione di valore e la performance delle aziende che perseguono strategie di consolidamento rispetto a quelle che non lo fanno.

- 1 **Elementi caratterizzanti** indagati: settore, dimensione, distanza dal mercato di sbocco, M&A, struttura finanziaria, profittabilità storica, concentrazione della catena del valore
- 2 **Fasi della ricerca:**
 - a. Analisi fattoriale per esplorazione preliminare del database per individuare relazioni tra gruppi di variabili
 - b. Analisi del modello di business del campione mediante #2 variabili: concentrazione della supply chain e lontananza del mercato di sbocco
 - c. Analisi profittabilità e crescita nei cluster identificati
 - d. Driver di profittabilità e analisi multivariata
 - e. Verifica della distribuzione dei settori del Made in Italy nella matrice identificata e rilevazione dei settori "ad alta rilevanza" nei singoli cluster
 - f. Analisi dei fattori abilitanti: ruolo M&A e dei Knowledge Integrator
 - g. Analisi del ruolo dell'M&A nazionale e internazionale date le particolarità settoriali e confronto con analisi qualitative con la letteratura
 - h. Verifica dell'aziende di grandi dimensioni nel campione, e identificazione dei Knowledge Integrator
 - i. Definizione e misurazione del ruolo dei Knowledge Integrator
 - j. Analisi degli elementi di caratterizzazione dei Knowledge Integrator e identificazione dell'opportunità di aggregazione nei vari settori in termini di potenziale profittabilità

Analisi descrittiva - Anno 2016⁽¹⁾

Articolazione dimensionale Fatturato 2016 - # società



Nel 2013 il # di aziende presenti nel campione era superiore

Nel 2016 # 63 aziende hanno rilevato un fatturato inferiore ai 50 mln di euro

Articolazione settoriale # società e % Fatturato 2016

Il 69% delle aziende del campione fanno parte dei segmenti Industrial Products e Retail & Consumer

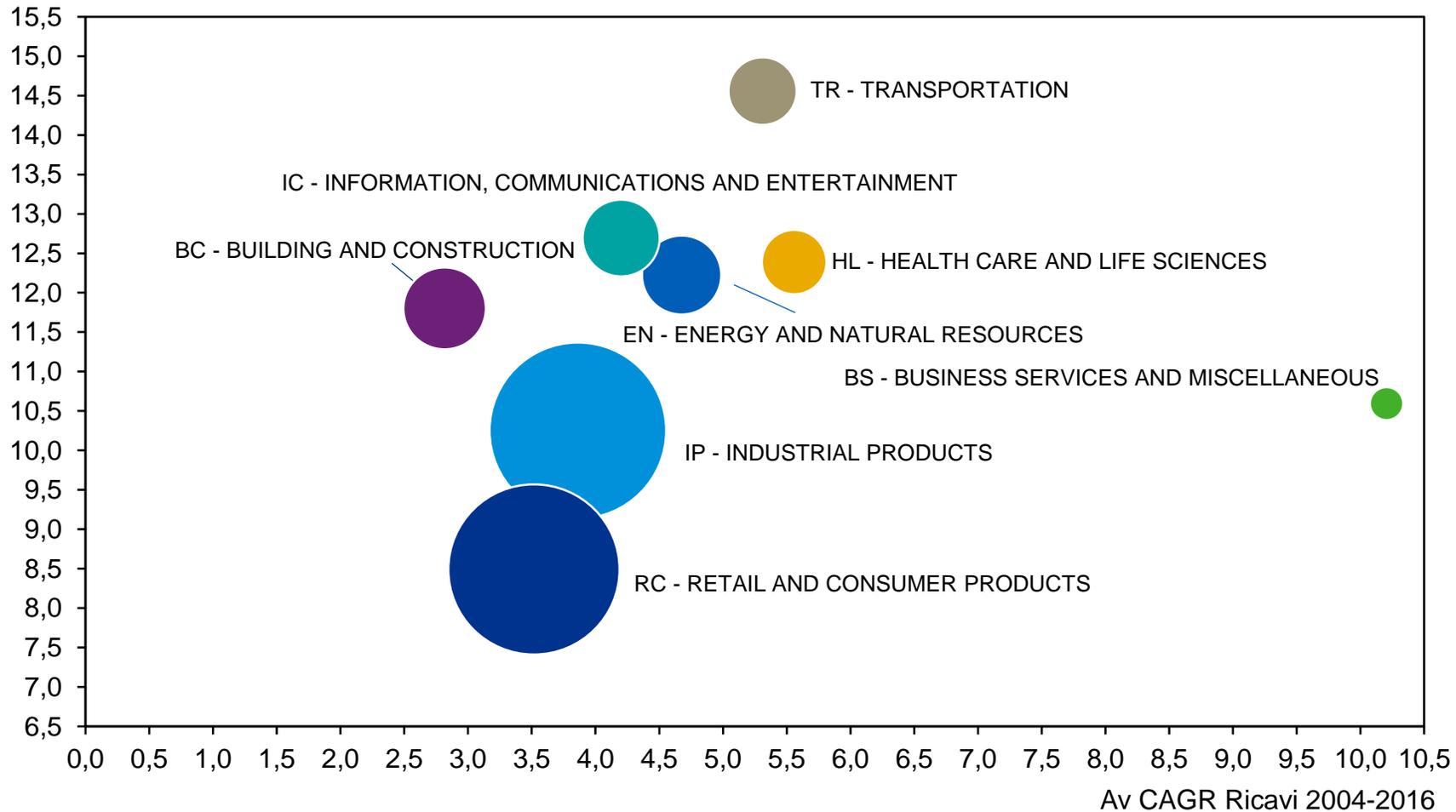
	Building & Construction	Business Services	Energy & Utilities	Healthcare & Life sciences	Industrial products	Retail & Consumer products	Telecommunications, Media & Technology	Transportation	Totale complessivo
# società	3	-	10	1	6	8	6	2	36
% Fatturato	4%	-	12%	2%	1%	2%	8%	3%	3%
# società	7	2	6	9	17	23	4	2	70
% Fatturato	9%	12%	7%	16%	4%	6%	5%	3%	6%
# società	20	4	17	14	86	94	22	18	275
% Fatturato	24%	24%	20%	25%	19%	23%	28%	28%	22%
# società	23	6	26	22	185	167	22	23	474
% Fatturato	28%	35%	31%	39%	42%	41%	28%	36%	38%
# società	29	5	24	11	150	120	24	19	382
% Fatturato	35%	29%	29%	19%	34%	29%	31%	30%	31%
# società	82	17	83	57	444	412	78	64	1237
% Fatturato	7%	1%	7%	5%	36%	33%	6%	5%	100%

Le aziende con fatturato <€1 mld rappresentano mediamente il ~90% per ogni segmento settoriale
 Fa eccezione il settore dell'Energy & Utilities che rileva #10 aziende (su 83) con fatturato oltre i 3mld di euro
Il 70% del campione ha un fatturato inferiore a €250 mln

Fonte: Elaborazioni SDA Bocconi

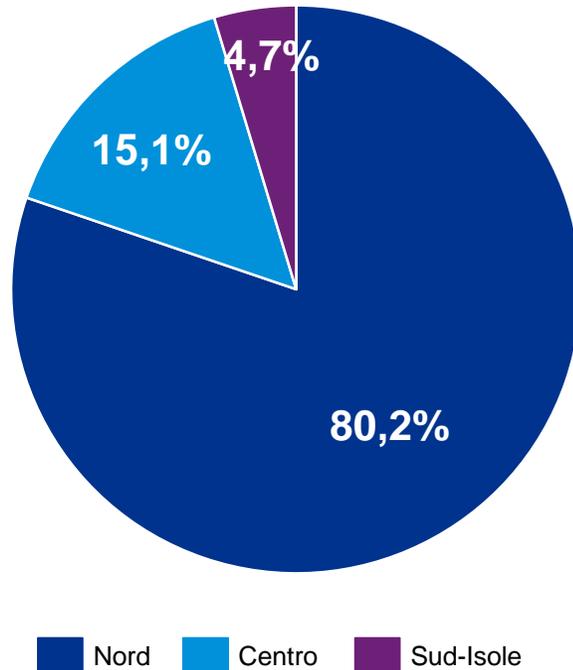
1) Si evidenzia come tale analisi rappresenta l'articolazione dimensionale e settoriale del campione nell'ultimo anno disponibile. Il numero di aziende analizzate è #1.371 e differisce da quanto rappresentato in quanto alcune aziende presentano un fatturato non incluso nelle articolazioni prese in esame

Avg. Ebitda Margin % 2004-2016



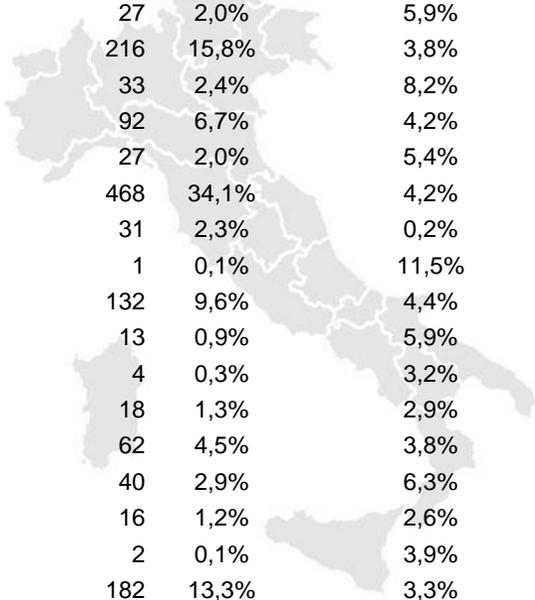
Fonte: Elaborazioni SDA Bocconi su dati Mediobanca a luglio 2018

Dettaglio Macroregioni % società



Dettaglio regioni # società e %

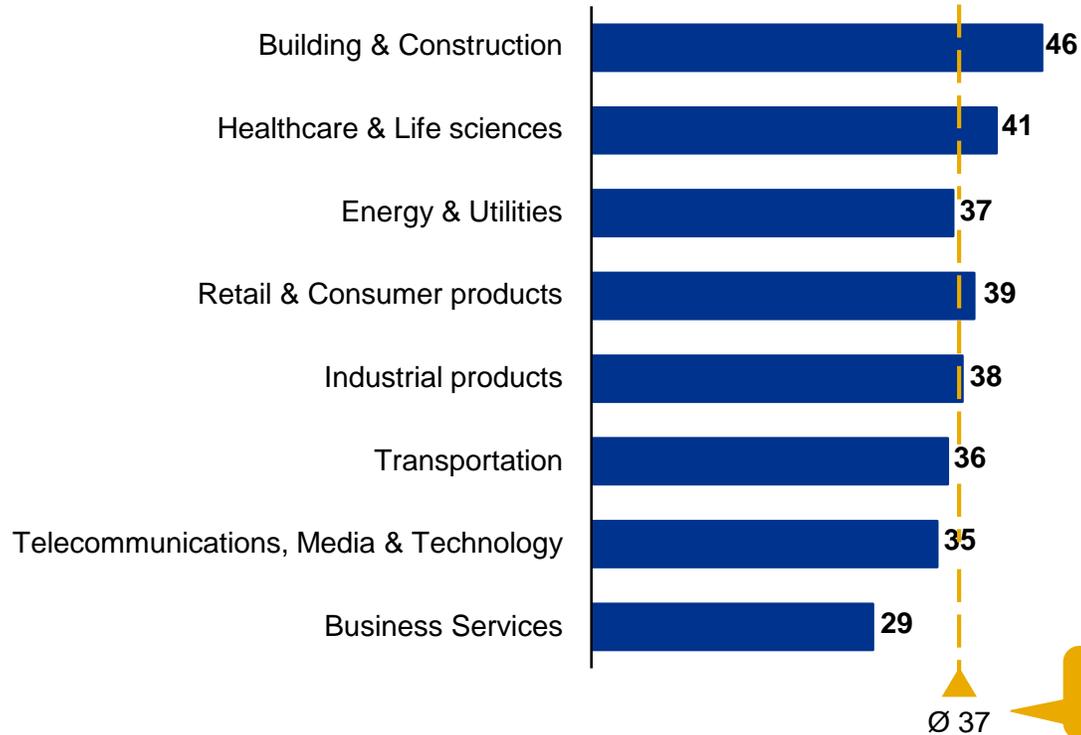
Regione	# Società	#	Av CAGR RICAVI 13 ANNI 2004-2016	Avg. Ebitda Margin % 2004-2016
Abruzzo	5	0,4%	2,1%	18,3%
Basilicata	2	0,1%	2,4%	8,7%
Campania	27	2,0%	5,9%	7,5%
Emilia-Romagna	216	15,8%	3,8%	10,2%
Friuli-Venezia Giulia	33	2,4%	8,2%	8,8%
Lazio	92	6,7%	4,2%	13,9%
Liguria	27	2,0%	5,4%	11,7%
Lombardia	468	34,1%	4,2%	10,8%
Marche	31	2,3%	0,2%	9,1%
Molise	1	0,1%	11,5%	3,6%
Piemonte	132	9,6%	4,4%	10,5%
Puglia	13	0,9%	5,9%	8,5%
Sardegna	4	0,3%	3,2%	3,7%
Sicilia	18	1,3%	2,9%	9,5%
Toscana	62	4,5%	3,8%	9,1%
Trentino-Alto Adige	40	2,9%	6,3%	9,0%
Umbria	16	1,2%	2,6%	10,9%
Valle d'Aosta	2	0,1%	3,9%	12,8%
Veneto	182	13,3%	3,3%	9,5%
Totale complessivo	1.371	100,0%	3,9%	10,4%



In termini geografici ~l'80% della aziende del campione sono localizzate al Nord (per il 34% nella sola Lombardia) contro il ~5% del Mezzogiorno

Fonte: Elaborazioni SDA Bocconi

Età media delle aziende per settore # anni



Età media delle aziende per dimensione Fatturato 2016 # anni

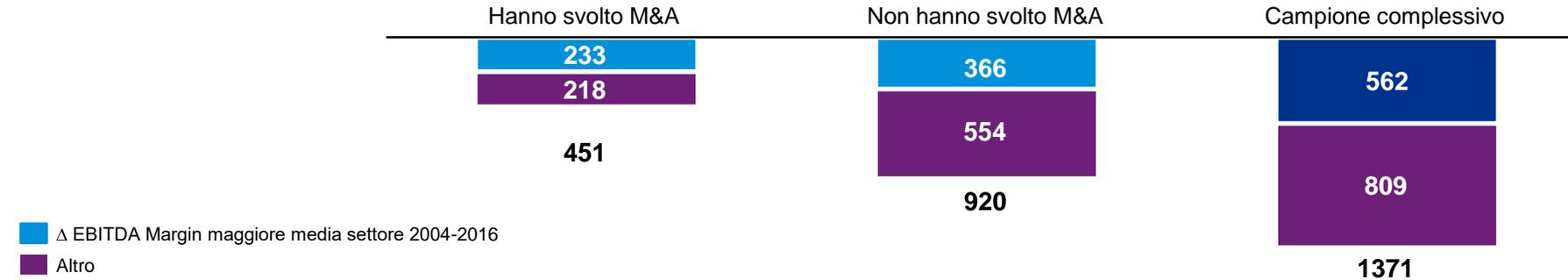


L'età media campionaria è di 37 anni. Le aziende con fatturato sopra i €3 mld hanno #1 anno in più rispetto alla media campionaria
BUILDING & CONSTRUCTION è il segmento caratterizzato da maggiore anzianità (# 46 anni)

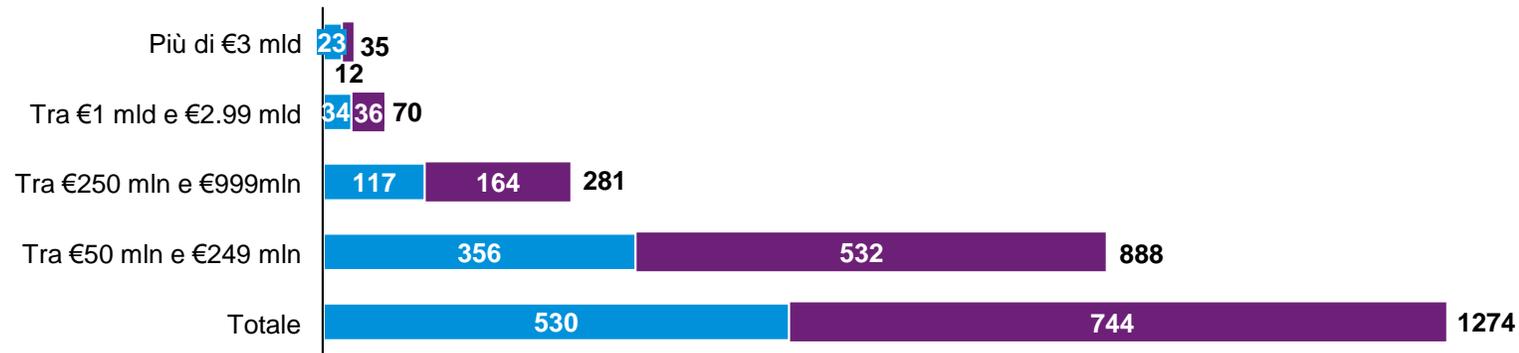
Fonte: Elaborazioni SDA Bocconi

Analisi descrittiva - Aziende maggiormente performanti

società Δ Ebitda Margin '04-'16 superiore alla media



società Δ Ebitda Margin '04-'16 superiore alla media

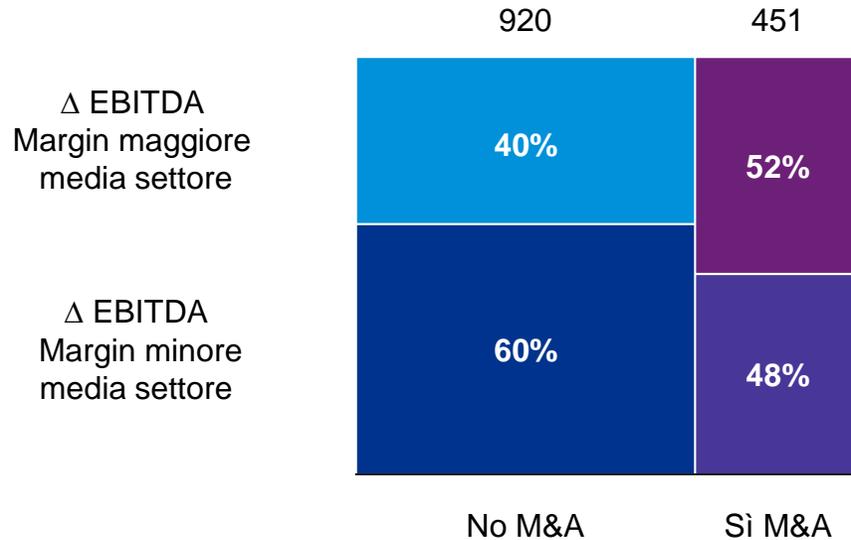


La percentuale delle aziende che hanno svolto M&A rivelano una performance superiore alle aziende che hanno effettuato una crescita organica (52% vs 40%) confermando i risultati rilevati nelle precedenti ricerche. Il subcampione delle aziende di maggiori dimensioni presenta una maggiore concentrazione di aziende più performanti rispetto ai relativi settori

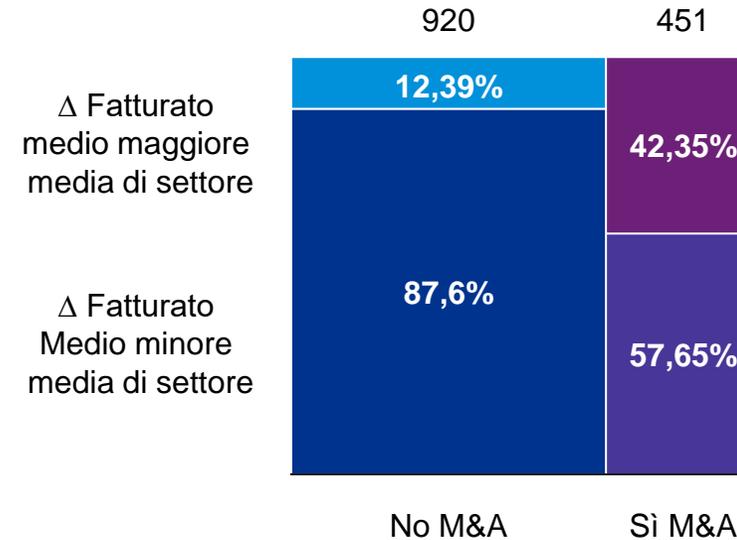
Fonte: Elaborazioni SDA Bocconi

Analisi descrittiva - Aziende maggiormente performanti e M&A

Variabile creazione di valore



Variabile crescita

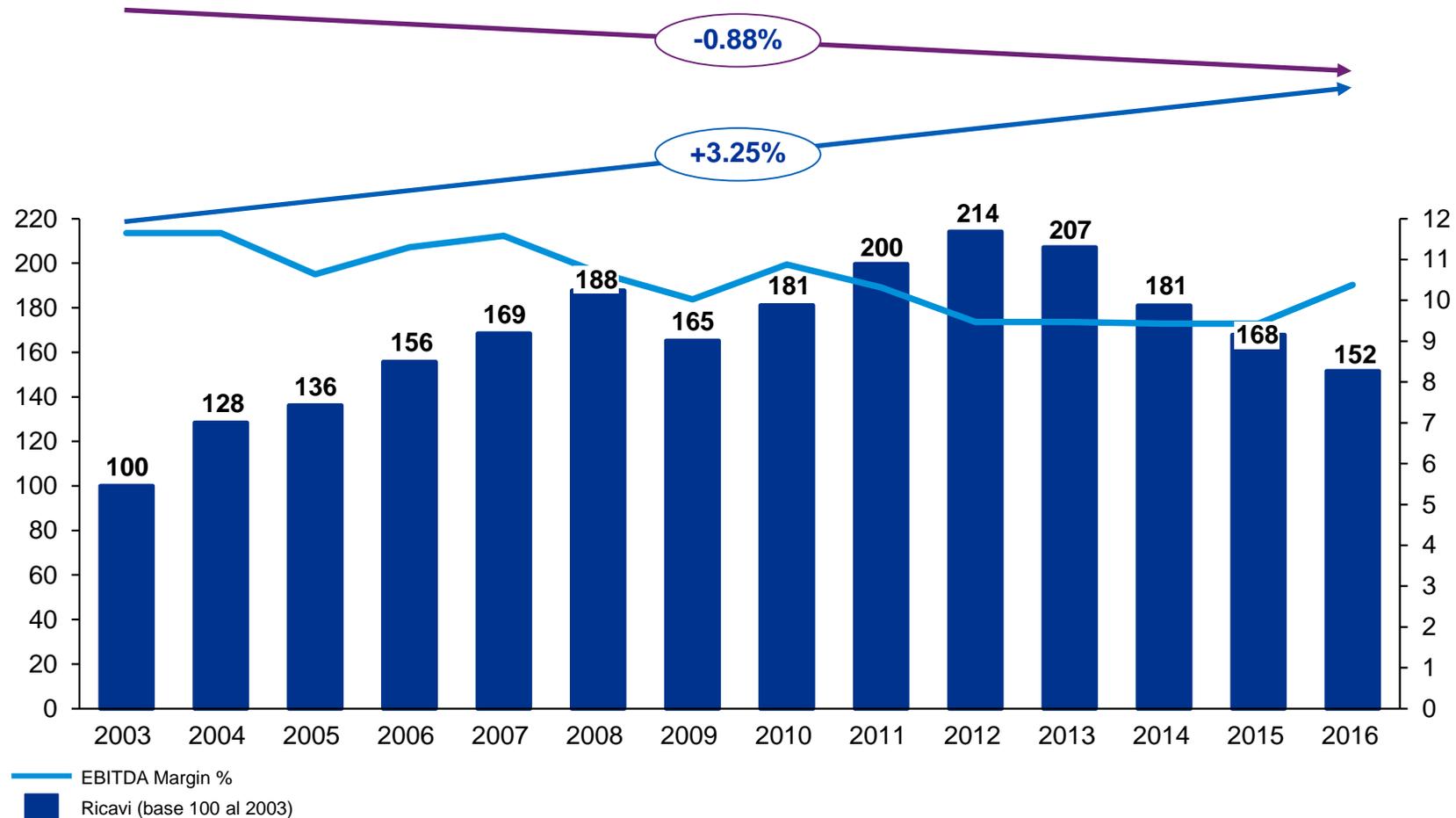


La frequenza con cui il delta tra l'Ebitda Margin e il delta tra i Ricavi 2004-2016 è maggiore del delta medio di settore è più elevata per coloro che hanno effettuato operazioni di M&A. #191 società su #451 che hanno fatto M&A (~42,35%), hanno visto aumentare il proprio fatturato più di quello medio di settore (contro il 12,4% delle aziende che non hanno fatto M&A)

Più del 50% delle società che hanno svolto operazioni di M&A presentano un delta Ebitda Margin maggiore alla media di settore, contro il 37% di coloro che non hanno effettuato M&A

Fonte: Elaborazioni SDA Bocconi
 Note: Significatività 5%, Confidenza 95%

Analisi descrittiva - Andamento Ricavi e EBITDA Margin %



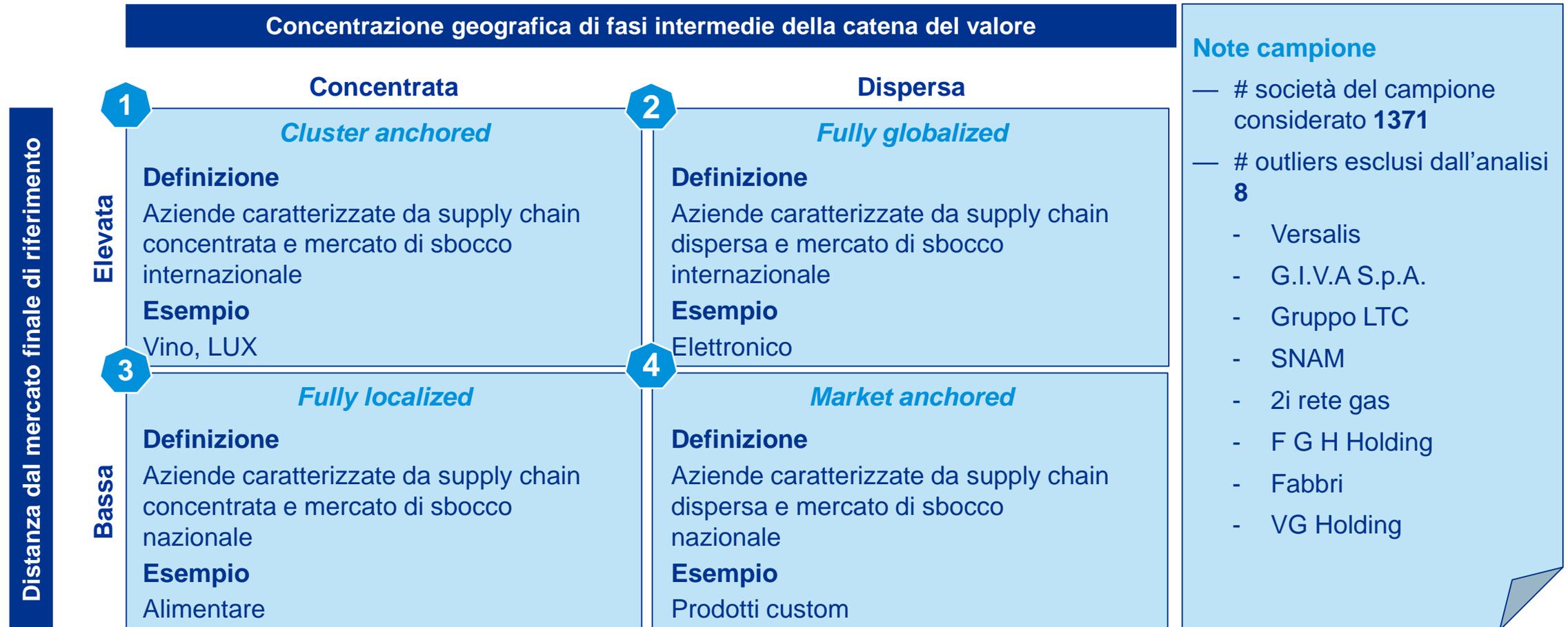
Fonte: Elaborazioni SDA Bocconi

La catena del valore e letteratura di riferimento

- Buciuni e Pisano (2015) definiscono la catena del valore tramite una matrice che combina la “concentrazione geografica della supply chain” con la “distanza dal mercato finale”. Le aziende sono divise in #4 cluster:
 - **Cluster anchored (sbocco lontano/supply chain concentrata)**
 - **Fully globalized (sbocco lontano/supply chain dispersa)**
 - **Fully localized (sbocco vicino/supply chain concentrata)**
 - **Market anchored (sbocco vicino/supply chain dispersa)**
- La matrice non è analizzata in maniera empirica, ma fornisce uno spunto qualitativo per riflettere sui modelli di business delle aziende. Gli autori sostengono che “localized supply chains are surprisingly resilient ... (they) tend to arise where there are strong economies of co-location of supply chain activities due to perishability of intermediates or due to company strategies emphasizing quick response”
- In un’analisi qualitativa, studiano due distretti italiani per descrivere i motivi per cui uno va bene e uno va male, sostenendo che la competizione internazionale può totalmente cambiare le condizioni di profittabilità di intere aree geografiche. Evidenziano il ruolo del “knowledge integrator” come cinghia di trasmissione tra le esigenze della domanda internazionale e le opportunità di continuo miglioramento produttivo di aziende in una certa area

Dati gli obiettivi della ricerca il presente studio parte dai cluster di Buciuni e Pisano per: (a) sistematizzare e generalizzare l’analisi dal punto di vista empirico (b) verificare il ruolo del knowledge integrator (c) mostrare che l’attività di M&A è un modo anche più efficace per consentire ad una supply chain concentrata di adeguarsi ai mutamenti della domanda

Analisi il campione sulla base di due profili 1) distanza dal mercato di riferimento e 2) livello di concentrazione delle catene del valore



Note: Il campione è stato analizzato sulla base dei profili di: 1) **Concentrazione geografica**. Livello di vicinanza/distanza geografica che rilevano le diverse fasi del ciclo produttivo costituenti la catena del valore 2) **Distanza dal mercato di riferimento finale**. Livello di vicinanza/distanza geografica della catena del valore al mercato finale

Analisi profittabilità e crescita nei cluster identificati

Profittabilità e crescita nelle strategie per le aziende del campione per tutti settori (1.371 aziende)			
	# aziende	Margine EBITDA relativo ⁽¹⁾	Crescita RICAVI relativa ⁽²⁾
Cluster anchored	156	1,285 ^(***)	2,111% ^(**)
Fully globalized	435	1,029	-0,294%
Fully localized	74	1,138 ^(*)	0,621%
Market anchored	706	0,930 ^(*)	-0,891%

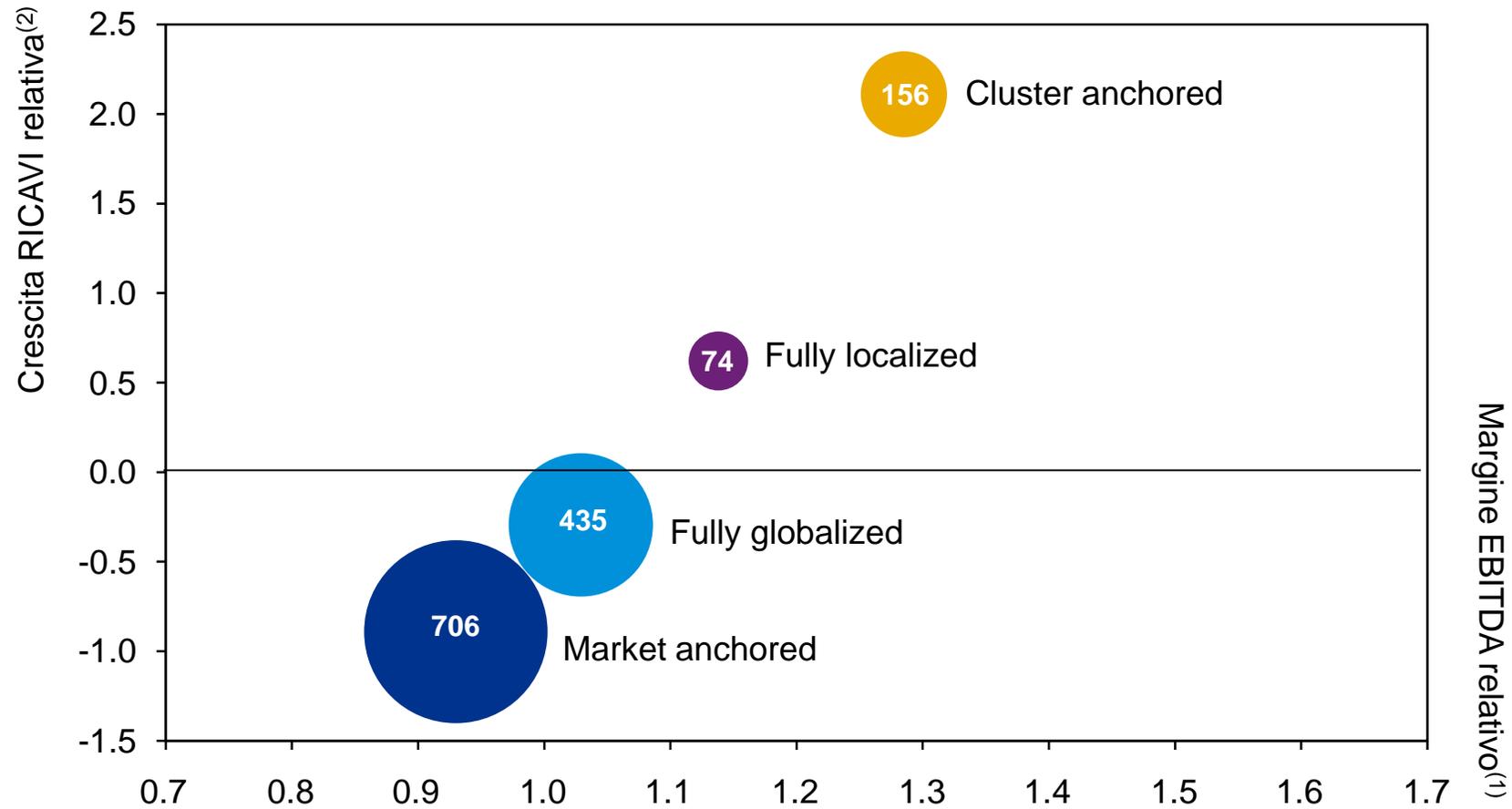
Analisi

- Le aziende **cluster anchored** hanno prodotto il margine EBITDA più alto, seguite a distanza da quelle fully localized. In entrambi i casi l'evidenza è statisticamente positiva. Questa evidenza che la concentrazione della supply chain è stata un elemento positivo per la creazione di valore
- Le aziende **fully globalized** hanno avuto performance in linea con il settore di riferimento per quanto riguarda l'EBITDA
- Le aziende **market anchored** hanno sottoperformato il settore di riferimento di 7 punti percentuali, un gap statisticamente significativo. In termini di crescita, l'unica evidenza statisticamente significativa è quella per le cluster anchored
- Le aziende degli altri tre cluster non hanno performance media significativamente diverse da quelle dei settori di riferimento. Interessante osservare che le cluster anchored e le fully localized sono le migliori sia in termini di EBITDA sia in termini di tasso di crescita

Note:

- (1) Margine EBITDA medio 2012-2016 azienda/margine EBITDA medio 2012-2016 settore
(2) Crescita RICAVI media 2012-2016 azienda - Crescita RICAVI media 2012-2016 settore
(***) Dato significativo con p-value di 1%
(**) Dato significativo con p-value di 5%
(*) Dato significativo con p-value 10%

Analisi profittabilità e crescita nei cluster identificati



Note:

(1) Margine EBITDA medio 2012-2016 azienda/margine EBITDA medio 2012-2016 settore

(2) Crescita RICAVI media 2012-2016 azienda - Crescita RICAVI media 2012-2016 settore

Analisi profittabilità e crescita nei cluster identificati

Profittabilità e crescita nelle strategie per le aziende del campione per i settori con caratteristiche distrettuali (773 aziende)

	# aziende	Margine EBITDA relativo ⁽¹⁾	Crescita RICAVI relativa ⁽²⁾
Cluster anchored	156	1,285 ^(***)	2,111% ^(**)
Fully globalized	256	1,061	0,295%
Fully localized	74	1,138 ^(*)	0,621%
Market anchored	287	0,971	-2,403% ^(**)

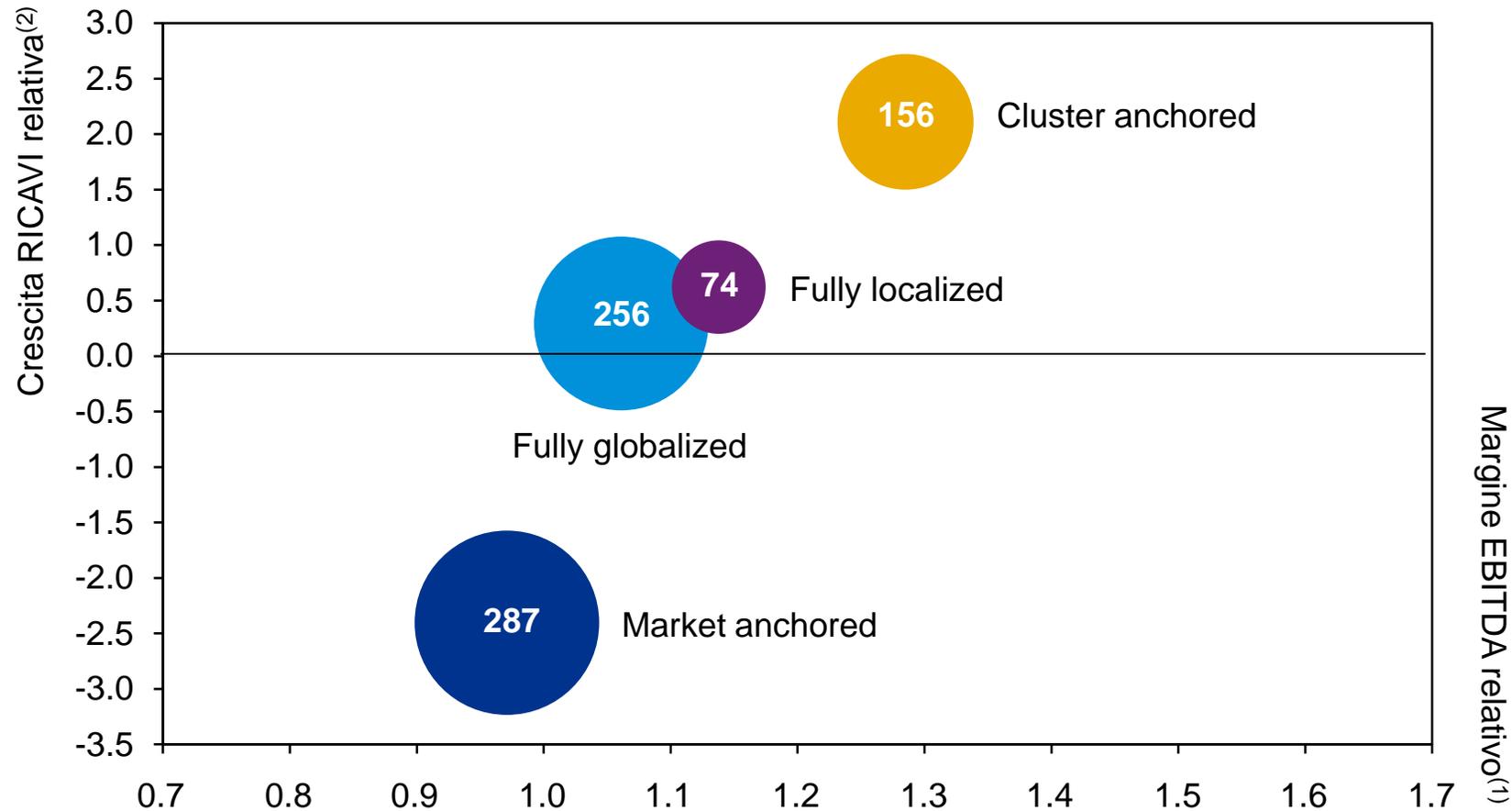
Analisi

- La tabella, calcolata sul sotto-insieme delle aziende appartenenti a settori distrettuali, evidenzia pattern simili a quelli precedenti, anche se le **aziende market anchored** hanno avuto performance significativamente inferiori a quelle del settore di riferimento in particolare per quanto riguarda la crescita
- Le aziende afferenti al sub-campione operanti in settori distrettuali hanno profittabilità superiore a quella delle aziende in “settori non distrettuali”

Note:

- (1) Margine EBITDA medio 2012-2016 azienda/margine EBITDA medio 2012-2016 settore
(2) Crescita RICAVI media 2012-2016 azienda - Crescita RICAVI media 2012-2016 settore
(***) Dato significativo con p-value di 1%
(**) Dato significativo con p-value di 5%
(*) Dato significativo con p-value 10%

Analisi profittabilità e crescita nei cluster identificati



Note:

- (1) Margine EBITDA medio 2012-2016 azienda/margine EBITDA medio 2012-2016 settore
- (2) Crescita RICAVI media 2012-2016 azienda - Crescita RICAVI media 2012-2016 settore

Driver della profittabilità per le aziende del campione e le aziende dei settori distrettuali

Variabile dipendente: margine EBITDA relativo, media 2012-2016				
Varibili esplicative	# Modello			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Distretto	0,250 ^(***)	0,214 ^(***)	0,214 ^(***)	0,204 ^(***)
M&A Internazionale	0,295 ^(***)	0,212 ^(**)	0,240 ^(**)	0,202 ^(**)
M&A domestica	0,107	0,073	-0,090	-0,074
Internazionale	0,029	-0,033	0,054	0,035
Debt-equity		-0,037 ^(***)		-0,028 ^(**)
ROI		4,766 ^(***)		4,947 ^(***)
Dipendenti/1.000		0,026		-0,001
Costante	0,913 ^(***)	1,042 ^(***)	0,969 ^(***)	1,08 ^(***)
# osservazioni	1.371	1.364	778	773
R2	0,027	0,105	0,026	0,128

Analisi

- L'appartenenza a un distretto influenza sempre **positivamente** il margine EBITDA, con un coefficiente compreso tra **0,204** e **0,25**. Per interpretare economicamente i coefficienti, una stima di 0,25 significa che, a parità di altre condizioni, un'azienda appartenente a un distretto presenta un margine EBITDA superiore di 25 punti percentuali rispetto ad un'azienda identica che non appartiene a un distretto
- Anche l'aver **effettuato operazioni di M&A internazionale** è significativamente associato alla **maggior profittabilità**, mediante coefficienti di dimensione simile a quelli del distretto
- L'aver **effettuato M&A domestico** ha un impatto **variabile**, a volte positivo e a volte negativo, sulla profittabilità, e non è mai statisticamente significativo come per le aziende definibili come "internazionali"
- Tra le caratteristiche, **la leva finanziaria** è **negativamente** legata alla **profittabilità**, mentre la **redditività passata** influenza **positivamente** la profittabilità

Note:

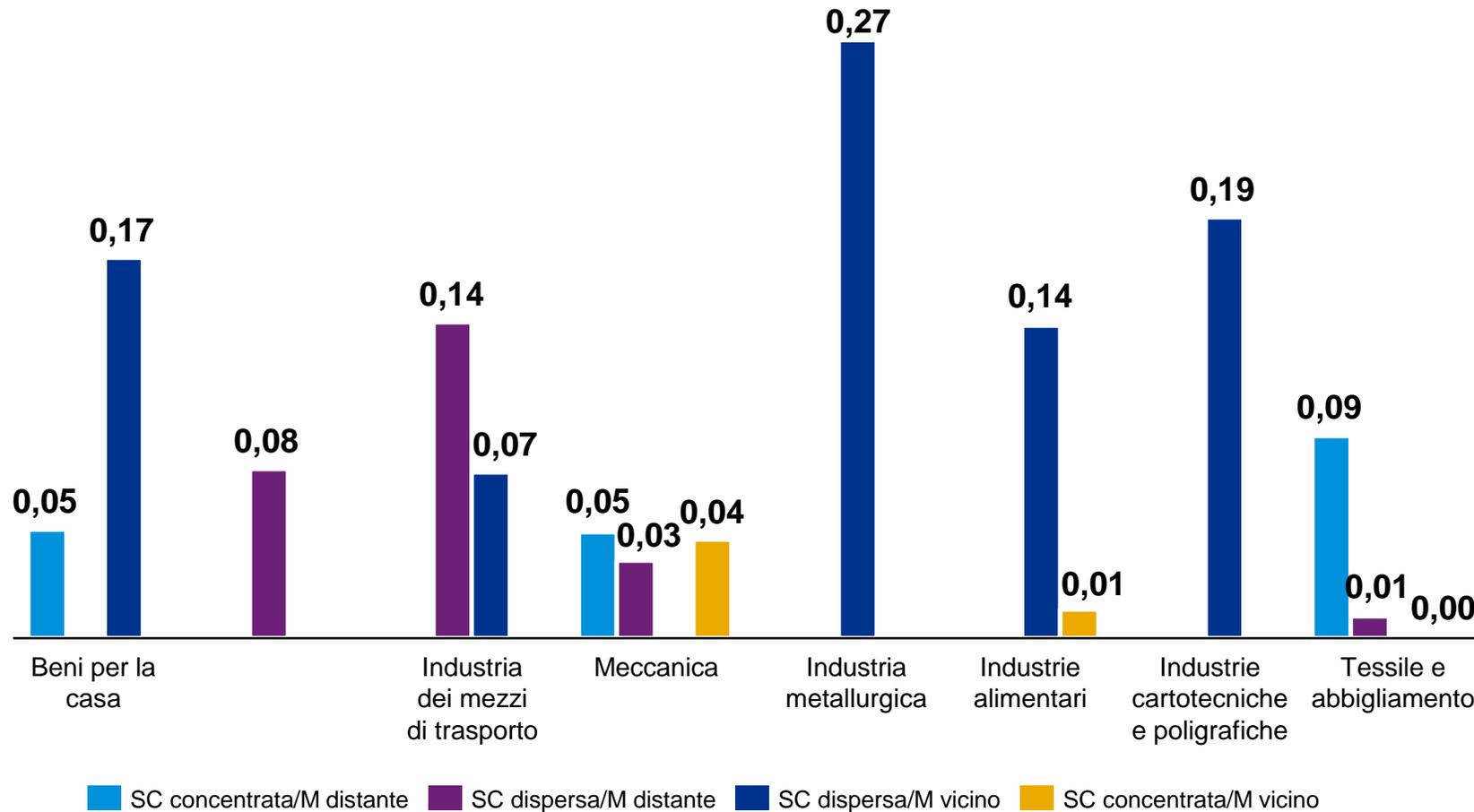
- (1) La tabella riporta i risultati di regressioni finalizzate a spiegare i driver del margine EBITDA (sempre relativamente al settore di riferimento). (***) Dato significativo con p-value di 1%, (**) Dato significativo con p-value di 5%, (*) Dato significativo con p-value 10%
- (2) Le colonne (1) e (2) considerano il campione di tutte le aziende, le colonne (3) e (4) il sotto-campione delle aziende appartenenti a settori distrettuali. Le colonne (1) e (3) considerano solo le variabili rilevanti dal punto di vista delle ipotesi effettuate nella ricerca, mentre le colonne (2) e (4) aggiungono variabili di controllo rappresentate da caratteristiche aziendali

Verifica della distribuzione dei settori del Made in Italy nella matrice identificata e rilevazione dei settori "ad alta rilevanza" nei singoli cluster



Note: Il campione è stato analizzato sulla base dei profili di: 1) **Concentrazione geografica**. Livello di vicinanza/ distanza geografica che rilevano le diverse fasi del ciclo produttivo costituenti la catena del valore 2) **Distanza dal mercato di riferimento finale**. Livello di vicinanza/ distanza geografica della catena del valore al mercato finale

Verifica della distribuzione dei settori del Made in Italy nella matrice identificata e rilevazione dei settori "ad alta rilevanza" nei singoli cluster



Risultati di sintesi:

- a. Analisi del modello di business del campione mediante #2 variabili: concentrazione della supply chain e lontananza del mercato di sbocco
- b. Analisi profittabilità e crescita nei cluster identificati
- c. Verifica della distribuzione dei settori del Made in Italy nella matrice identificata e rilevazione dei settori “ad alta rilevanza” nei singoli cluster

- 1 La catena del valore e la distanza dal mercato di sbocco individuano aziende con profittabilità e crescita significativamente diversi dalla media settoriale
- 2 La combinazione peggiore è quella di supply chain dispersa e mercato di sbocco nazionale
- 3 Nelle analisi di regressione l'appartenenza a un distretto, una proxy per una supply chain concentrata, ha un forte impatto statistico, che rimane anche quando si tiene conto degli indicatori che descrivono l'M&A nazionale e soprattutto internazionale
- 4 L'analisi descrittiva consente di attribuire i settori del made in Italy ai #4 quadranti della matrice

I due candidati come elementi che possono accelerare la profittabilità e la crescita sono:

- **i Knowledge integrator.** Il knowledge integrator è un'azienda che consente ad una supply chain integrata di essere più produttiva grazie alla diffusione locale di conoscenze provenienti dalla interazione con un ampio mercato di sbocco
- **l'attività di M&A.** L'attività di M&A consente all'azienda di fare un salto dimensionale e di beneficiare di numerosi fattori tra cui le economie di scala, maggiore forza finanziaria nei confronti degli intermediari finanziari e altri vantaggi

Analisi dei fattori abilitanti: ruolo M&A nazionale

Profittabilità e crescita per combinazioni di supply chain e attività di M&A nazionale (1.371 aziende)			
	# aziende	Margine EBITDA relativo ⁽¹⁾	Crescita RICAVI relativa ⁽²⁾
Supply chain concentrata/M&A nazionale	34	1,491 ^(***)	4,762% ^(***)
Supply chain dispersa/M&A nazionale	157	1,124	-2,950% ^(*)
Supply chain concentrata/No M&A nazionale	196	1,194 ^(***)	1,089%
Supply chain dispersa/No M&A nazionale	984	0,943 ^(**)	-0,297%

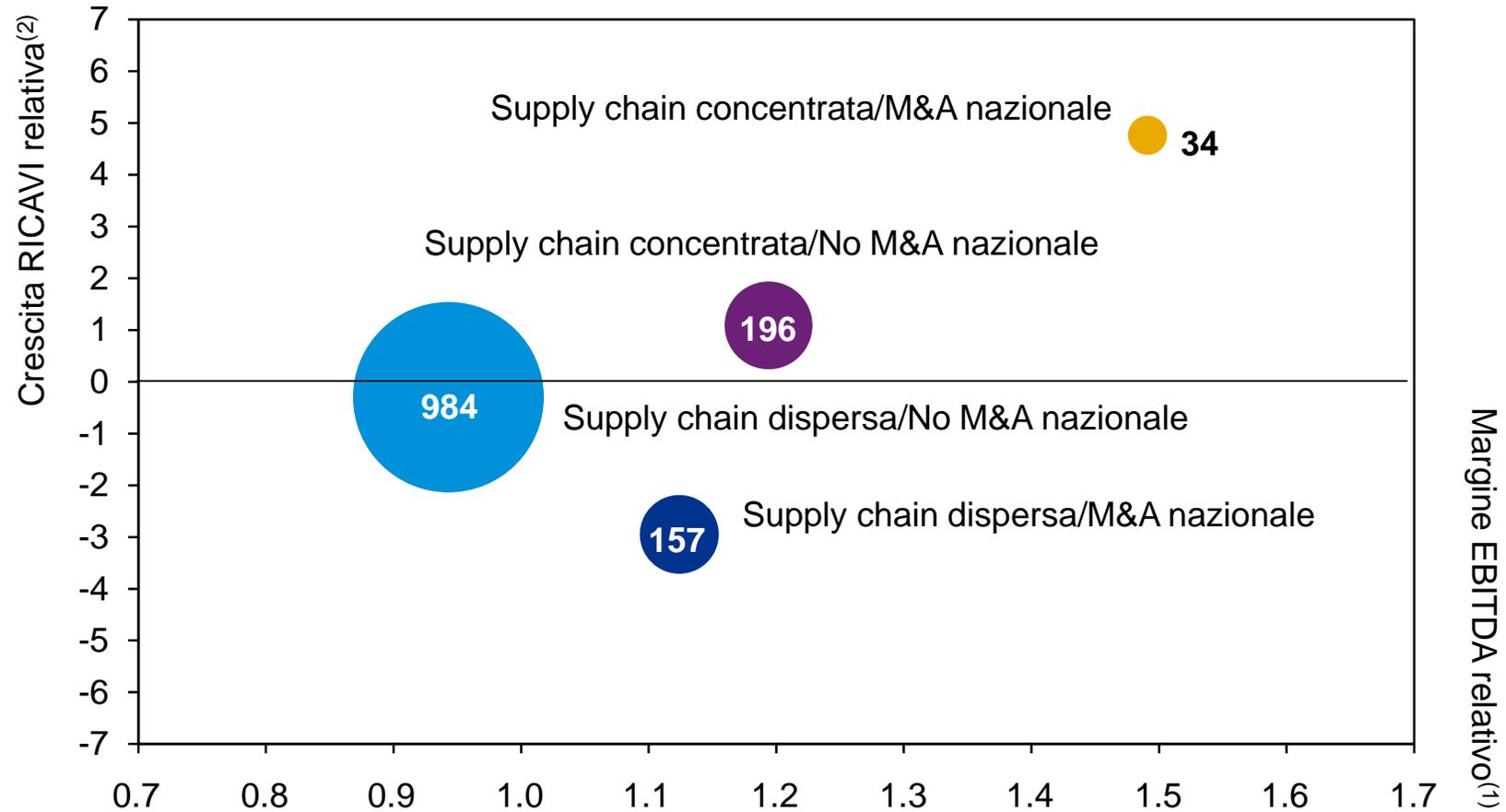
Analisi

- La tabella analizza EBITDA e crescita ricavi per aziende caratterizzate dalla combinazione tra concentrazione della supply chain e presenza/assenza di M&A nazionale
- Si conferma che le **aziende più profittevoli** sono quelle che presentano **supply chain concentrata, soprattutto quando la localizzazione sia associata allo svolgimento di operazioni di M&A nazionali**
- Il cluster **peggiore** è quello con **supply chain dispersa, senza attività di M&A nazionale**
- Analoghe le risultanze in termini di CAGR

Note:

- (1) Margine EBITDA medio 2012-2016 azienda/margine EBITDA medio 2012-2016 settore
(2) Crescita RICAVI media 2012-2016 azienda - crescita RICAVI media 2012-2016 settore
(***) Dato significativo con p-value di 1%
(**) Dato significativo con p-value di 5%
(*) Dato significativo con p-value 10%

Analisi dei fattori abilitanti: ruolo M&A nazionale



Note:

- (1) Margine EBITDA medio 2012-2016 azienda/margine EBITDA medio 2012-2016 settore
- (2) Crescita RICAVI media 2012-2016 azienda - crescita RICAVI media 2012-2016 settore

Analisi dei fattori abilitanti: ruolo M&A internazionale

Profittabilità e crescita per combinazioni di supply chain e attività di M&A internazionale (1.371 aziende)			
	# aziende	Margine EBITDA relativo ⁽¹⁾	Crescita RICAVI relativa ⁽²⁾
Supply chain concentrata/M&A internazionale	30	1,478 ^(***)	3,994% ^(***)
Supply chain dispersa/M&A internazionale	110	1,309 ^(**)	-0,880%
Supply chain concentrata/No M&A internazionale	200	1,202 ^(***)	1,278% ^(*)
Supply chain dispersa/No M&A internazionale	984	0,931 ^(**)	-0,640%

Analisi

- L'elemento rilevante è la presenza di **M&A internazionale**
- Le aziende con **supply chain concentrata** ma che **non hanno mai svolto M&A internazionale** hanno una **profittabilità** molto superiore a quella del settore di riferimento ma **inferiore a quella delle aziende che hanno supply chain dispersa e hanno svolto M&A internazionale**
- La peggiore combinazione è costituita **da supply chain dispersa e assenza di M&A internazionale**
- In termini di **crescita** si ripropone la **rilevanza della concentrazione della supply chain** dal momento che le aziende che appartengono a settori con supply chain dispersa hanno un CAGR relativo negativo indipendentemente dall'aver o no effettuato operazioni di M&A internazionale

Note:

(1) Margine EBITDA medio 2012-2016 azienda/margine EBITDA medio 2012-2016 settore

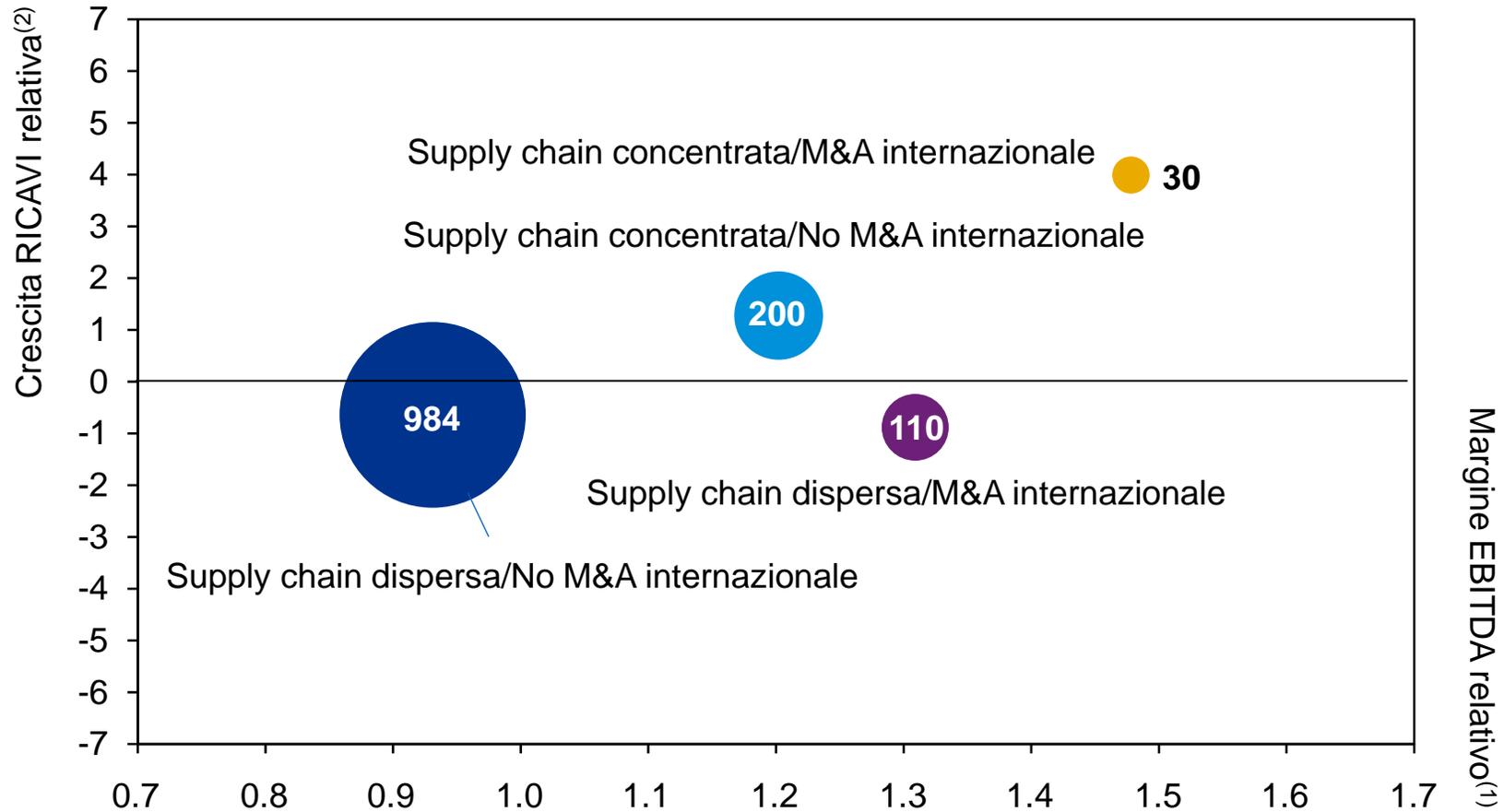
(2) Crescita RICAVI media 2012-2016 azienda - crescita RICAVI media 2012-2016 settore

(***) Dato significativo con p-value di 1%

(**) Dato significativo con p-value di 5%

(*) Dato significativo con p-value 10%

Analisi dei fattori abilitanti: ruolo M&A internazionale



Note:

- (1) Margine EBITDA medio 2012-2016 azienda/margine EBITDA medio 2012-2016 settore
- (2) Crescita RICAVI media 2012-2016 azienda - crescita RICAVI media 2012-2016 settore

Attività di M&A nelle strategie per le aziende del campione anni '04-08 (1.371 aziende)			
	# aziende	M&A internazionale	M&A domestico
Cluster anchored	156	18,59%	18,59%
Fully globalized	435	25,06%	16,78%
Fully localized	74	1,35%	6,76%
Market anchored	706	0,14%	11,90%

Analisi

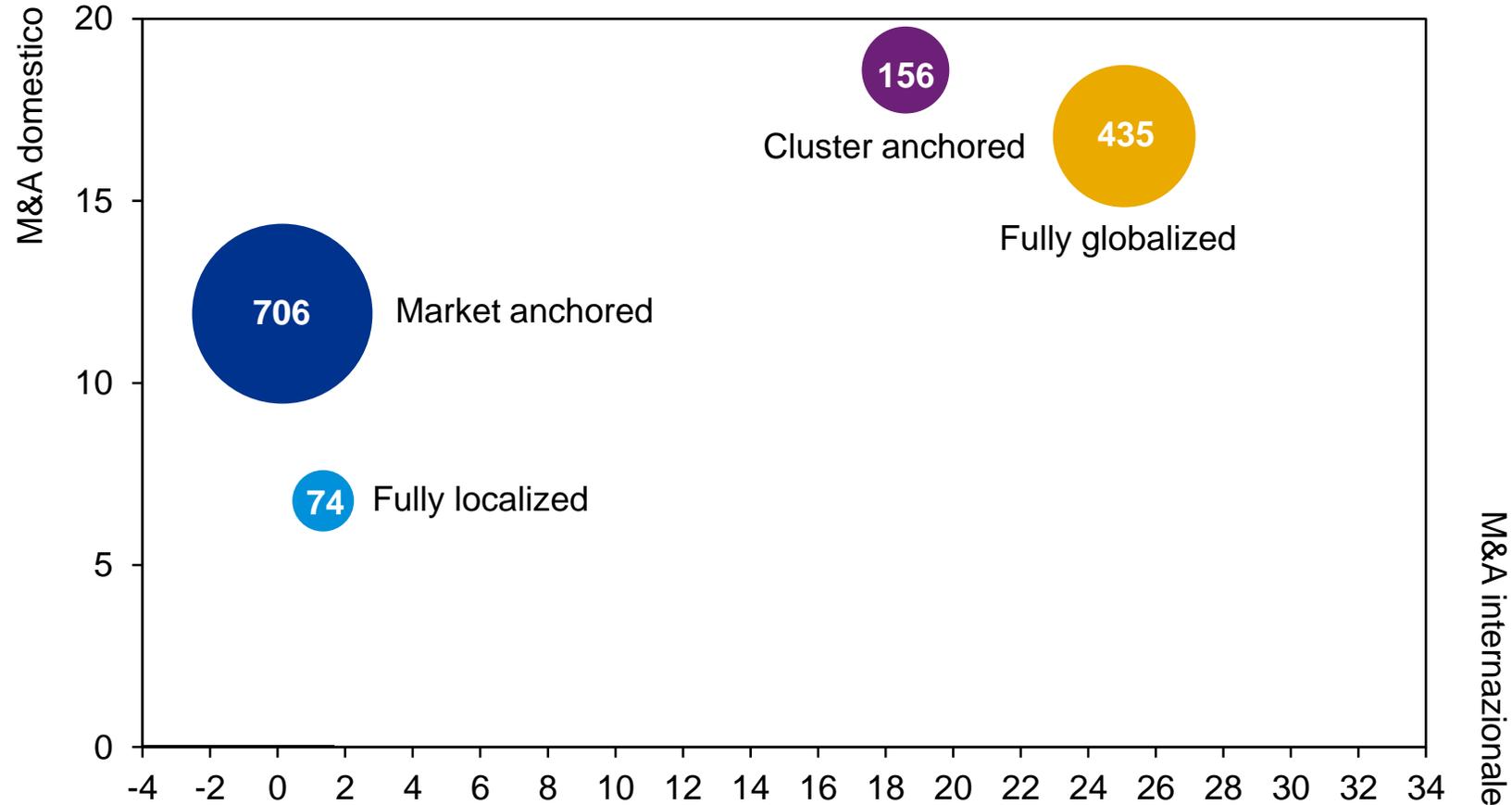
- La tabella riporta il numero di aziende presenti in ogni cluster, e le percentuali di aziende che hanno svolto attività di M&A internazionale e nazionale
- **Una percentuale superiore** delle aziende **cluster anchored e fully globalized** ha fatto **più operazioni di M&A internazionale delle altre**, al contrario, sono le **aziende appartenenti a fully localized e market anchored che hanno svolto soprattutto operazioni di M&A domestico**
- E' interessante che nel complesso i primi due cluster siano popolati da aziende che hanno svolto sia M&A internazionale che M&A nazionale

Note:

(1) M&A internazionale: % aziende che hanno svolto almeno un'operazione straordinaria internazionale anni '04-08

(2) M&A nazionale: % aziende che hanno svolto almeno un'operazione straordinaria nazionale anni '04-08

Analisi dei fattori abilitanti: ruolo M&A



Note:

- (1) M&A internazionale: % aziende che hanno svolto almeno un'operazione straordinaria internazionale anni '04-08
- (2) M&A nazionale: % aziende che hanno svolto almeno un'operazione straordinaria nazionale anni '04-08

Attività di M&A nelle strategie per le aziende dei settori distrettuali (778 aziende)			
	# aziende	M&A internazionale	M&A domestico
Cluster anchored	156	18,59%	18,59%
Fully globalized	259	24,71%	10,81%
Fully localized	74	1,35%	6,76%
Market anchored	289	0,00%	10,03%

Analisi

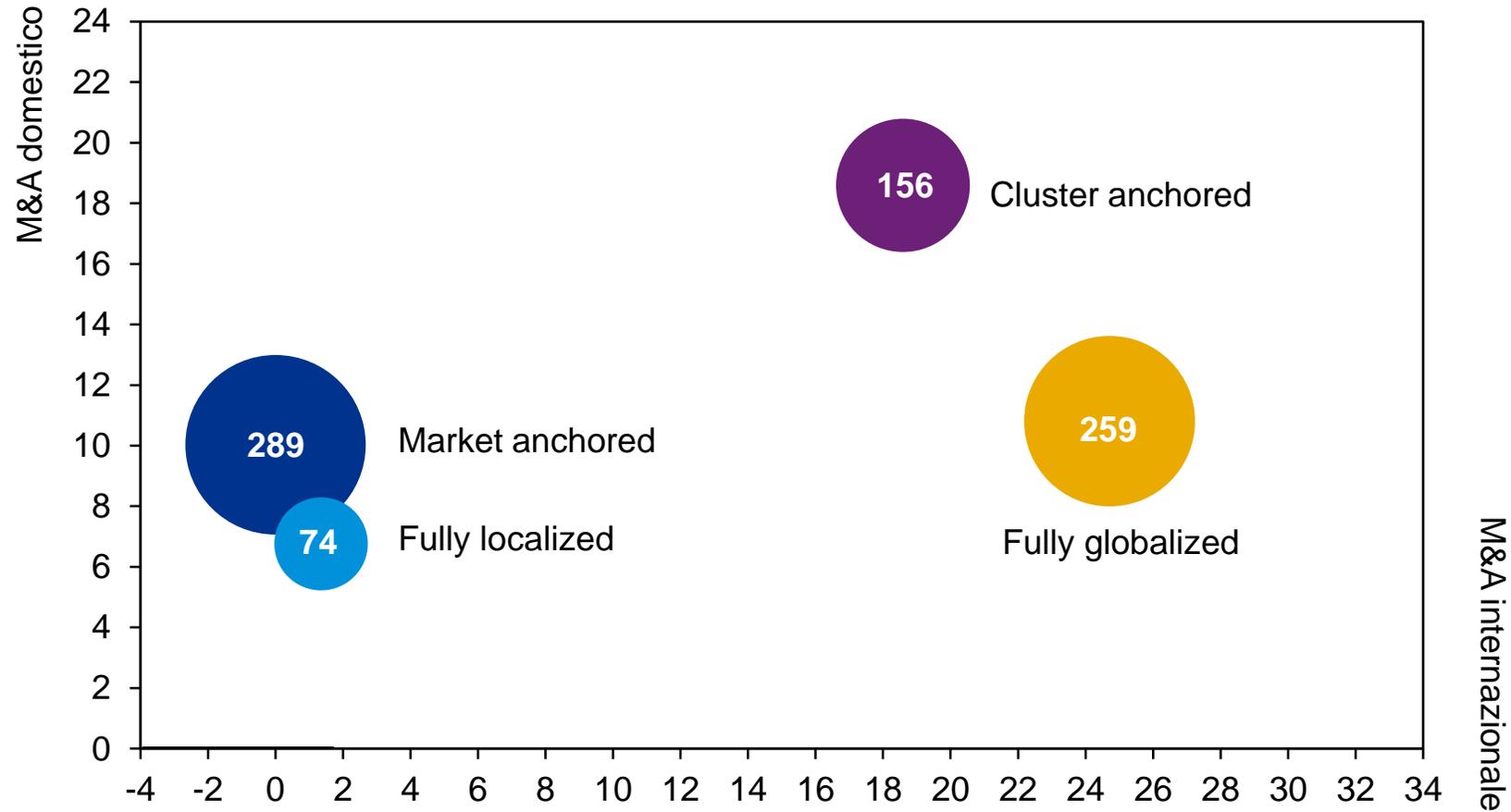
- La tabella riporta il numero di aziende presenti in ogni cluster, e le percentuali di aziende che hanno svolto attività di M&A internazionale e nazionale e che appartengono a settori con caratteristiche distrettuali
- **Analogamente a quanto rilevato nel campione complessivo, una percentuale superiore delle aziende cluster anchored e fully globalized ha fatto più operazioni di M&A internazionale delle altre, al contrario, sono le aziende appartenenti a fully localized e market anchored che hanno svolto quasi esclusivamente operazioni di M&A domestico**
- Anche in questo caso è interessante che nel complesso i primi due cluster siano popolati da aziende che hanno svolto sia M&A internazionale che M&A nazionale

Note:

(1) M&A internazionale: % aziende che hanno svolto almeno un'operazione straordinaria internazionale anni '04-08

(2) M&A nazionale: % aziende che hanno svolto almeno un'operazione straordinaria nazionale anni '04-08

Analisi dei fattori abilitanti: ruolo M&A



Note:

- (1) M&A internazionale: % aziende che hanno svolto almeno un'operazione straordinaria internazionale anni '04-08
- (2) M&A nazionale: % aziende che hanno svolto almeno un'operazione straordinaria nazionale anni '04-08

Risultati di sintesi:

a. Analisi del ruolo dell'M&A nazionale e internazionale date le particolarità settoriali e confronto con analisi qualitativa con la letteratura

- 1 Le aziende più attive sui mercati internazionali svolgono più attività di M&A internazionale
- 2 Le aziende più attive sui mercati nazionali svolgono più attività di M&A nazionale
- 3 Incrociando i dati di supply chain con quelli di M&A domestico, troviamo conferma della rilevanza della concentrazione della supply chain, ulteriormente aiutata, dal punto di vista sia della profittabilità sia della crescita, dalle acquisizioni domestiche
- 4 Quando usiamo l'M&A internazionale troviamo risultati ancora più forti e statisticamente significativi, vale a dire l'M&A internazionale è positivo sia per supply chain concentrata che dispersa

Analisi dei fattori abilitanti: i knowledge integrator

Chi sono i knowledge integrator?

- Un modo per stimare l'esistenza di un Knowledge Integrator (KI) è considerare la presenza di grandi imprese
- Definiamo Large le aziende che hanno un attivo superiore al 75esimo percentile nella media del valore dell'attivo di stato patrimoniale nel periodo
- Ci sono **#343 aziende large, con un valore medio dell'attivo pari a EUR 3.811 (Media Tot Attivo 2004_2008 winsorizzato) e una leva di $\approx 1,3$ (Media Debt/equity ratio % 2004-2008 winsorizzato totale)**
- **Definiamo KI come azienda Large che appartiene ad un Distretto; nel campione di rilevano #74 aziende definibili come KI**
- Queste aziende hanno un **attivo medio di EUR 1.185 milioni**, una leva in termini di **Media Debt/equity ratio % 2004-2008 pari a $\approx 1,1$**

KI distribuzione settoriale



Analisi dei fattori abilitanti: i knowledge integrator

Profittabilità e crescita dei Knowledge Integrator, in aggregato e per settori

	# aziende	Margine EBITDA relativo ⁽¹⁾	Differenza	Crescita RICAVI relativa ⁽²⁾	Differenza
Knowledge Integrator	74	1,288	0,230(**)	2,126%	2,692%
Non Knowledge Integrator	704	1,058		-0,567%	
Large	343	0,996		-1,905%	
Knowledge Integrator, Tessile	15	1,576	0,440(**)		
Non Knowledge Integrator, Tessile	57	1,136			
Knowledge Integrator, Beni per la casa	13	1,303	0,002		
Non Knowledge Integrator, Beni per la casa	53	1,305			
Knowledge Integrator, Alimentari	3	1,187	0,119		
Non Knowledge Integrator, Alimentari	93	1,064			
Knowledge Integrator, Meccanica	29	1,17	0,082		
Non Knowledge Integrator, Meccanica	249	1,087			
Knowledge Integrator, Metallurgico	2	1,42	0,577		
Non Knowledge Integrator, Metallurgico	53	0,843			
Knowledge Integrator, Chimico	3	1,567	0,446		
Non Knowledge Integrator, Chimico	129	1,122			
Knowledge Integrator, Mezzi di trasporto	1	1,929			
Non Knowledge Integrator, Mezzi di trasporto	24	0,605			
Knowledge Integrator, cartotecnica	4	1,235	0,551		
Non Knowledge Integrator, cartotecnica	28	0,684			

Analisi

- I KI hanno un **marginale EBITDA superiore di 23 punti percentuali al margine EBITDA** delle aziende che non sono KI pur facendo parte di distretti
- I KI sono migliori anche in termini di **crescita** con un gap di 2,692%
- I KI sono migliori anche **delle aziende large** in generale
- La tabella effettua il confronto anche per i singoli settori, che avendo un numero spesso basso di KI non consente di avere confronti statisticamente significativi. E' però interessante notare che **in tutti i casi la profittabilità dei KI è superiore a quella delle altre aziende**

Note:

(***) Dato significativo con p-value di 1%

(**) Dato significativo con p-value di 5%

(*) Dato significativo con p-value 10%

Analisi dei fattori abilitanti: i knowledge integrator

Le caratteristiche dei Knowledge Integrator						
	Knowledge Integrator	Non Knowledge Integrator, settori ATECO	Large, settori ATECO	Non large, settori ATECO	Large, non settori ATECO	Non large, non settori ATECO
# aziende	74	704	181	597	162	431
Margine EBITDA relativo ^(*) , media 2004-2016	1,189	1,05	1,062	1,048	1,255	0,796
Crescita RICAVI relativa ^(**) , media 2004-2016	-0,597%	-0,446%	-2,80%	-0,031%	-1,3%	0,85%
Margine EBITDA relativo ^(*) , media 2012-2016	1,288	1,058	0,996	1,069	1,268	0,797
Crescita RICAVI relativa ^(**) , media 2012-2016	2,126%	-0,567%	-1,90%	-0,325%	-1,2%	0,13%
Attivo totale relativo ^(*) , media 2004-2016	1,986	0,556	2,149	0,271	2,136	0,206
Debt-equity relativo ^(*) , media 2004-2016	0,862	0,924	0,757	0,954	1,157	1,617
ROI relativo ^(*) , media 2004-2016	1,012	1,02	0,827	1,055	0,795	0,964
Dipendenti relativo ^(*) , media 2004-2016	1,902	0,619	2,228	0,33	2,038	0,339
Leader	0,378	0,102	0,364	0,055	0,339	0,07
# deal esteri	1,919	0,527	2,159	0,234	1,852	0,232
# deal nazionali	1,635	0,487	1,692	0,271	3,413	0,431

Analisi

I knowledge integrator:

- Presentano un **marginale EBITDA superiore** a quello di tutte le altre nel periodo 2012-2016 e secondo nell'intero periodo 2004-2016
- Presentano **una crescita dei ricavi superiore** a quella di tutte le altre nel periodo 2012-2016
- **Sono grandi**, sia come attivo che come numero di dipendenti, **ma non grandi quanto le aziende large**
- Hanno uno dei valori più piccoli di leva finanziaria (**leva finanziaria bassa**)
- Hanno valori di **ROI relativamente alti**

Note:

(*) Variabile relativa perché definita come rapporto sul valore medio settoriale nel periodo indicato

(**) Variabile relativa perché definita come differenziale rispetto al valore medio settoriale nel periodo indicato

Analisi dei fattori abilitanti: i knowledge integrator

Le caratteristiche dei Knowledge Integrator						
	Margine EBITDA relativo ⁽¹⁾ , media 2012-2016	Margine EBITDA relativo ⁽¹⁾ , media 2012-2016	Margine EBITDA relativo ⁽¹⁾ , media 2012-2016	Crescita RICAVI relativa ⁽²⁾ , media 2012-2016	Crescita RICAVI relativa ⁽²⁾ , media 2012-2016	Crescita RICAVI relativa ⁽²⁾ , media 2012-2016
Distretto	0,226 ^(***)	0,182 ^(***)	0,160 ^(***)	0,025 ^(**)	0,020 ^(**)	0,019 ^(*)
Knowledge Integrator/100		0,014 ^(*)	0,016 ^(*)		0,002 ^(*)	0,003 ^(**)
Internazionale	0,047	0,091	0,025	0,022 ^(**)	0,024 ^(**)	0,027 ^(**)
Large/1000000		-3,610	4,82		-7,98 ^(*)	1,13
M&A nazionale, 2004-2008	-0,096		-0,100	-0,019		-0,010
M&A internazionale, 2004-2008	0,250 ^(***)		0,201 ^(**)	0,007		0,021
Debt-equity relativo, 2004-2008			-0,023			0,003
ROI relativo, 2004-2008			0,348 ^(***)			-0,003
Dipendenti relativo, 2004-2008			-0,023			-0,015 ^(*)
Costante	0,971 ^(***)	0,971 ^(***)	0,671 ^(***)	-0,020 ^(**)	-0,020 ^(**)	-0,014
# osservazioni	760	760	760	755	755	755
R2	0,028	0,023	0,151	0,016	0,018	0,028

Analisi

- E' interessante osservare che i **KI sono associati ad un livello più elevato di profittabilità media, cosa non vera per le aziende che sono semplicemente "large"**. La dimensione di per sé non è rilevante. Anche l'essere internazionale di per sé non è un elemento rilevante in quanto il coefficiente non è mai significativo
- Per comprendere la rilevanza economica consideriamo la seconda colonna della tabella. Un'azienda che non è KI, non è internazionale e non è large ha un margine EBITDA atteso di 0,971. Se la stessa azienda fosse nel distretto avrebbe un margine EBITDA pari a 1,153 una crescita di circa 18%. Se l'azienda fosse un KI con una dimensione media di attivo pari a 1,368 milioni di euro il suo EBITDA margin sarebbe pari a 1,344, un ulteriore crescita del 17%
- Considerazioni simili valgono **per la crescita** con la differenza che **anche essere azienda internazionale influenza in modo statisticamente significativo la crescita**. Considerando i coefficienti stimati dal modello nella colonna (5), un'azienda che non appartiene al distretto e non è internazionale ha una crescita attesa dei ricavi di -2%. La crescita attesa diventa di 0% se appartiene al distretto, di 2,4% se è internazionale, di 4% se è un KI

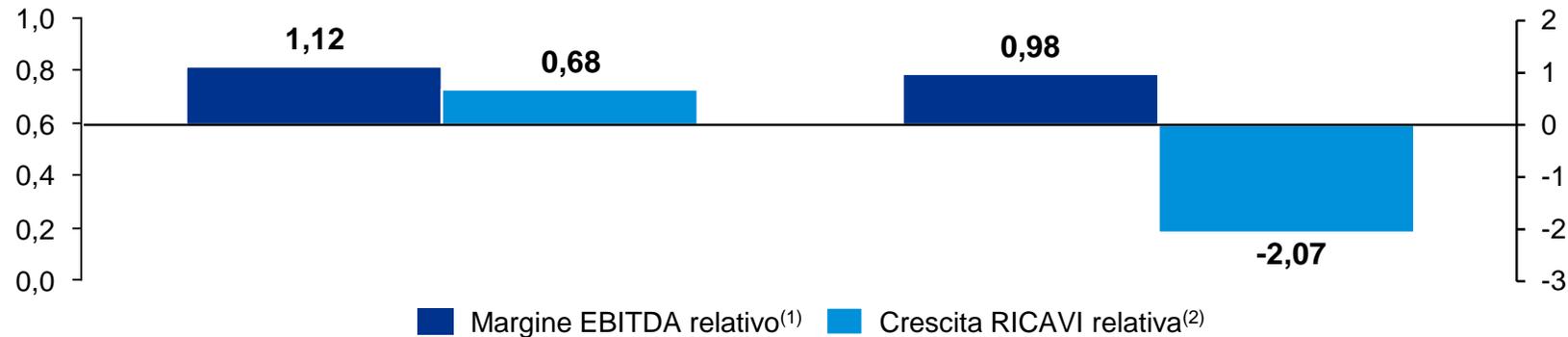
Note:

(1) Margine EBITDA medio 2012-2016 azienda/margine EBITDA medio 2012-2016 settore

(2) Crescita RICAVI media 2012-2016 azienda - crescita RICAVI media 2012-2016 settore

Analisi dei fattori abilitanti: i knowledge integrator

Le caratteristiche dei Knowledge Integrator				
	Margine EBITDA relativo ⁽¹⁾	Differenza	Crescita RICAVI relativa ⁽²⁾	Differenza
Aziende (escluse KI) appartenenti a un Distretto con Knowledge Integrator	1,123	0,144 (0,023) ^(*)	0,68%	2,75% (0,017) ^(*)
Aziende appartenenti a un Distretto senza Knowledge Integrator	0,979		-2,07%	



Analisi

- Le aziende (escluse i KI) appartenenti ad un distretto in cui è presente almeno un KI hanno un margine EBITDA superiore di 14 punti percentuali alle aziende che appartengono a un distretto che non ha KI
- Anche a livello di CAGR il differenziale è ampio

Note:

(1) Margine EBITDA medio 2012-2016 azienda/margine EBITDA medio 2012-2016 settore

(2) Crescita RICAVI media 2012-2016 azienda - crescita RICAVI media 2012-2016 settore

(*) p-value

Risultati di sintesi:

- a. Verifica dell'aziende di grandi dimensioni nel campione, e identificazione dei Knowledge Integrator
 - b. Definizione e misurazione del ruolo dei Knowledge Integrator
 - c. Analisi degli elementi di caratterizzazione dei Knowledge Integrator e identificazione dell'opportunità di aggregazione nei vari settori in termini di potenziale profittabilità
- 1 I **Knowledge Integrator** sono **più profittevoli** (di circa 6 punti percentuali), ed hanno un **impatto positivo su profittabilità** (oltre il 20% di margine EBITDA) e **crescita** (di oltre 2,5 punti percentuali) delle aziende locali
 - 2 In molti settori del made in Italy esiste un gap importante di profittabilità tra i **Knowledge Integrator** e le altre aziende all'interno di ciascun settore
 - 3 E' interesse del sistema economico italiano aiutare la crescita dei **Knowledge Integrator**

Le rilevanze del contesto e della ricerca ...

- 1 L'industria italiana ha nella supply chain concentrata uno dei suoi punti di forza, e nella piccola dimensione un suo punto di debolezza
- 2 Storicamente l'aver una supply chain concentrata sembra essere un parziale sostituto dell'M&A, ma in realtà M&A aiuta le aziende nei distretti e fuori dai distretti
- 3 I Knowledge Integrator sono più profittevoli e generano esternalità positive per le altre aziende
- 4 Le aziende italiane devono rivolgersi sempre di più ai mercati internazionali
- 5 Le operazioni di crescita esterna sono utili sia per chi le svolge sia per le aziende che interagiscono con gli acquirer
- 6 I settori ad elevato potenziale sono:
 - Gioielleria, Industria chimica, petrolchimica, Meccanica: con vocazione all'M&A internazionale per la distribuzione del prodotto
 - Beni per la casa, Alimentare, Cartotecnica: con vocazione all'M&A nazionale

... le implicazioni manageriali

- 1 L'appartenenza ad un distretto è complementare ad un approccio basato sulla crescita esterna (M&A) nel perseguimento di obiettivi di profittabilità
- 2 La definizione di knowledge integrator proposta da Buciuni e Pisano (2015) ha una valenza generale utile per comprendere la profittabilità dei settori
- 3 I knowledge integrator non solo sono caratterizzati da una profittabilità superiore a quella delle altre aziende, ma generano esternalità positive per le altre aziende che fanno parte della stessa rete produttiva

... le implicazioni di politica economica e industriale

La crescita tramite le operazioni di M&A, in particolar modo delle aziende che fanno parte di una supply chain concentrata, è positiva per il sistema nel suo complesso e deve essere incoraggiata per consentire al sistema industriale italiano di mantenere l'ampia flessibilità che lo contraddistingue allo stesso tempo beneficiando delle economie di scala che generalmente sfuggono a causa della ridotta dimensione di molte imprese italiane



Stefano CASELLI

Prorettore agli Affari Internazionali, Università L. Bocconi, Milano
Professore Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari presso il Dipartimento di Finanza, Università L. Bocconi



Andrea BELTRATTI

Academic Director dell'Executive Master in Finance SDA Bocconi
PhD Yale, Professore Ordinario di Economia Politica presso l'Università Bocconi



Alessia BEZZECCHI

Program Director dell'Executive Master in Finance SDA Bocconi
SDA Lecturer Corporate Finance & Real Estate

Grazie

Un'iniziativa promossa da:



SDA Bocconi
School of Management

Media Partner

L'Economia
del CORRIERE DELLA SERA