

FACOLTA' DI ECONOMIA E DIREZIONE DELLE IMPRESE

Indirizzo MANAGEMENT D'IMPRESA

TESI DI LAUREA

BENCHMARKING E DINAMICHE DEL VALORE NEL MERCATO DEL FASHION&LUXURY: IL CASO: TOD'S – AEFPE – ITTIERRE

Candidato:

GIUSEPPANTONIO CARUCCI

Relatore:

PROF. DI LAZZARO FABRIZIO

Correlatore:

PROF. FORTUNA FABIO

ANNO ACCADEMICO 2009/2010

RIASSUNTO

Indice

CAPITOLO 1

La teoria del valore.

1. **Inappropriabilità del concetto di profitto.** p.
2. **Valore azionario vs valore economico.** p.
3. **Metodo finanziario.** p.
4. **Metodo reddituale .** p.
 - 4.1. Creazione del valore economico del capitale.p.
 - 4.2. Aspetti metodologici. p.
5. **Implicazioni del modello reddituale.** p.
 - 5.1 Responsabilità sociale dell'impresa. p.

CAPITOLO 2

Mercato del fashion luxury.

1. **Introduzione.** p.
2. **Le misure di valutazione dei risultati.** p.
3. **Analisi del mercato della moda.** p.
 - 3.1. Overview. p.
 - 3.2. Analisi delle performance per area geografica. p.
 - 3.3. Analisi delle performance per cluster. p.
 - 3.4. Analisi delle performance per segmento di mercato. p.

4.	Analisi del mercato della moda di lusso .	p.
4.1	Introduzione.	p.
4.2	Focus sul settore dell'abbigliamento.	p.
4.3	Focus sul settore della pelletteria.	p.

CAPITOLO 3

TOD'S.

1.	Il gruppo TOD'S S.p.a.	p.
1.1.	Attività del gruppo.	p.
1.2.	Organizzazione produttiva.	p.
1.3.	La distribuzione.	p.
1.4.	I marchi del gruppo.	p.
1.5.	La struttura organizzativa del gruppo.	p.
1.6.	Principali eventi ed operazioni del gruppo.	p.
2.	Struttura patrimoniale del gruppo .	p.
2.1.	Riclassificazione Finanziaria dello Stato Patrimoniale.	p.
2.2.	Analisi di composizione.	p.
	2.2.1. Valutazione dei risultati.	p.
2.3.	Analisi di solidità.	p.
	2.3.1. Valutazione dei risultati.	p.
2.4.	Analisi di solvibilità.	p.
	2.4.1. Valutazione dei risultati.	p.

3. Analisi delle redditività.	p.
3.1. Riclassificazione economica dello Stato patrimoniale.	p.
3.2. Riclassificazione del Conto Economico.	p.
3.3. Indici di redditività.	p.
3.4. Albero del ROE.	p.
3.5. Analisi dei risultati.	p.

CAPITOLO 4

AEFFE S.p.a.

1. Il gruppo Aeffe S.p.a.	p.
1.1. Struttura organizzativa del gruppo.	p.
1.2. Sintesi delle principali attività svolte dal gruppo.	p.
1.3. Quadro macroeconomico internazionale.	p.
2. Struttura patrimoniale del gruppo.	p.
2.1. Riclassificazione Finanziaria dello Stato Patrimoniale.	p.
2.2. Analisi di composizione.	p.
2.2.1. Valutazione dei risultati.	p.
2.3. Analisi di solidità.	p.
2.3.1. Valutazione dei risultati.	p.
2.4. Analisi di liquidità.	p.

	2.4.1. Valutazione dei risultati.	p.
3.	Analisi della redditività.	p.
	3.1. Riclassificazione economica dello Stato patrimoniale.	p.
	3.2. Riclassificazione del Conto Economico.	p.
	3.3. Indici di redditività.	p.
	3.4. Albero del ROE.	p.
	3.5. Analisi dei risultati.	p.

CAPITOLO 5

IT Holding.

1.	Il gruppo IT Holding	p.
	1.1. Struttura ORGANIZZATIVA del gruppo.	p.
	1.2. Le vicende societarie dell'ultimo anno.	p.
2.	Struttura patrimoniale del gruppo .	p.
	2.1. Riclassificazione Finanziaria dello Stato Patrimoniale.	p.
	2.2. Analisi di composizione.	p.
	2.2.1. Valutazione dei risultati.	p.
	2.3. Analisi di solidità.	p.
	2.3.1. Valutazione dei risultati.	p.
	2.4. Analisi di liquidità.	p.
	2.4.1. Valutazione dei risultati.	p.
3.	Analisi della redditività.	p.
	3.1. Riclassificazione economica dello Stato patrimoniale.	p.

3.2.	Riclassificazione del Conto Economico.	p.
3.3.	Indici di redditività.	p.
3.4.	Analisi dei risultati.	p.

CAPITOLO 6 Performance del valore.

1.	Analisi Economico-Finanziaria orientata al valore.	p.
2.	Diagramma del valore: TOD'S.	p.
3.	Diagramma del valore: AEFPE.	p.
4.	Diagramma del valore: IT Holding.	p.
5.	Analisi comparata.	p.
5.1.	Diagramma aggregato del valore.	p.
5.2.	Analisi della redditività comparata.	p.
5.3.	Valutazione dei risultati.	p.
5.4.	Analisi patrimoniale aggregata.	p.
6.	Conclusioni.	p.

Riferimenti bibliografici

p.

Siti internet consultati

p.

PREFAZIONE

La necessità di riflettere sulle possibili metodologie per la misurazione del risultato d'esercizio e in generale delle performance dell'impresa è un tema che ha da sempre impegnato i cultori delle discipline aziendali.

La validità o meno di un sistema volto alla misurazione dei risultati aziendali di un dato periodo deve necessariamente essere vagliato in relazione alla capacità dello stesso di cogliere l'attitudine della data azienda di raggiungere gli obiettivi per cui la stessa viene istituita e retta.

In questo senso l'azienda si pone come l'istituto in cui viene svolta l'attività economica necessaria alla realizzazione delle motivazioni degli uomini che la hanno istituita e la governano.

Ne consegue, pertanto, che qualsivoglia analisi delle performance, debba preventivamente definire quali siano gli obiettivi aziendali di cui l'ipotizzata misura di performance si prefigge di monitorare il raggiungimento.

A partire dalla metà degli anni '80, si è andata affermando con sempre maggiore successo la cosiddetta teoria della "CREAZIONE DEL VALORE", che vede appunto nella creazione del valore l'obiettivo ultimo da assegnare all'attività aziendale; ciò per due fondamentali ragioni: perchè si deve rendere conto necessariamente agli investitori esterni all'azienda (per crearsi una certa attendibilità industriale), e perchè la misura della creazione di valore è l'occasione per confrontare la propria performance con quella del resto del mercato.

Il concetto di valore assume sempre di più connotazioni nuove e si impone con insistenza all'attenzione di tutti, perché si eleva ad obiettivo principale del management, la cui responsabilità diventa quella di massimizzare il valore azionario (RAPPAPORT, 1986) o, più propriamente, il capitale economico dell'impresa (Guatri, 1990).

La dinamica del valore "creato" o "distrutto" anno per anno rappresenta in primo luogo un importante orientamento per chi guida l'azienda: una bussola la cui validità permette di orientare le scelte strategiche definendone le dinamiche evolutive. Così com'è un efficace strumento di stimolo all'impegno dei manager, specie quando la loro remunerazione si lega in parte ai risultati in termini di valore.

Al di là della possibile metodologia utilizzata nella determinazione delle performance aziendali in relazione ad una data qualificazione degli obiettivi, ad avviso di chi scrive, la valutazione delle aziende non è mai un'applicazione meccanica di criteri, formule e metodologie. Per comporre una valutazione credibile bisogna disporre, oltre che di una serie di strumenti concettuali e d'informazioni, della capacità di "capire" l'azienda, le sue politiche, la sua vision, le sue risorse critiche, le sue strategie.

Bisognerà inoltre saperla inquadrare nel sistema in cui opera. È del pari evidente, infatti, l'importanza di conoscere e prevedere il quadro macroeconomico del Paese o dei Paesi in cui l'impresa vive; oltre che le caratteristiche del settore cui appartiene, nonché le dinamiche competitive e le caratteristiche degli attori che popolano il suo ambiente di riferimento.

CAPITOLO 1

La teoria del valore.

Capitolo 1

1. INAPPROPRIABILITA' DEL CONCETTO DI PROFITTO

Assumere che l'unica responsabilità sociale dell'impresa sia quella di fare profitti, anzi di massimizzare i profitti, nella convinzione che ciò sia funzionale all'utilizzo ottimo delle risorse del sistema, è solo in apparenza risolutivo. Il profitto appare, in via di prima approssimazione, un concetto semplice ed una chiave esplicativa potente del comportamento degli attori. Ma volendo comprendere più da vicino come la ricerca del profitto spieghi tali comportamenti, occorre sciogliere preliminarmente alcuni nodi solo apparentemente tecnici. In primo luogo è necessario stabilire a che tipo di risultato economico ci si riferisce parlando di profitto.

Il risultato economico di periodo, il Reddito Netto, determinato in sede di bilancio ed utilizzato per misurare attraverso l'indicatore contabile ROE (*Return on Equities*) la redditività del capitale proprio, è dotato di sufficiente capacità interpretativa nei contesti produttivi tradizionali, in cui l'impresa risponde a bisogni semplici con prodotti standardizzati, in cui la competizione è basata sul prezzo ed il solo fattore critico di successo è l'efficienza che consente di comprimere i costi di produzione. In questi contesti infatti, data la fondamentale stabilità delle condizioni operative, il risultato economico di periodo può essere considerato adeguatamente rappresentativo della redditività di lungo termine dell'impresa. Ma negli attuali contesti produttivi l'impresa si misura con una domanda caratterizzata da varietà, variabilità e selettività a cui deve rispondere innovando le proprie risposte produttive in modo da ottimizzarne il valore d'uso; la competizione non si basa solo sul prezzo, ma sul mix più appropriato di prezzo/qualità/personalizzazione/servizio: in altri termini per conseguire il successo non basta l'efficienza ma occorre essere capaci anche di efficacia. In tali condizioni il risultato economico di periodo non può più essere considerato rappresentativo della redditività di lungo termine dell'impresa, in quanto continuamente messo in discussione dal variare delle condizioni operative (domanda dei prodotti, offerta dei fattori produttivi, concorrenza, innovazione tecnologica). La competitività dell'impresa è condizionata dalle sue risorse e competenze distintive, ed il rendimento degli investimenti va apprezzato in rapporto ai profili di tempo e di rischio che ne caratterizzano i ritorni. È per questo che ormai da tempo la capacità di profitto dell'impresa è ricondotta non alla misura contabile del reddito ma alla creazione del valore.

2. VALORE AZIONARIO VS VALORE ECONOMICO: DUE MODELLI A CONFRONTO

Assunto il valore dell'impresa come la configurazione di profitto oggi più utile per spiegare il comportamento degli attori, occorre poi confrontarsi con il problema della sua determinazione.

La determinazione del valore dell'impresa infatti intanto sconta la previsione e valutazione non facili, aleatorie e problematiche delle condizioni operative future e dei risultati di gestione che si manifesteranno nel tempo, ma poi soprattutto può essere ricondotta a due approcci che non si differenziano come potrebbe sembrare solo per questioni di metodo e di tecnica contabile, in quanto dietro ad essi si celano modi diversi di concepire l'impresa, il suo ruolo, i suoi obiettivi. Il primo approccio, noto come *metodo finanziario*, prevede di attualizzare utilizzando un tasso rappresentativo del costo del capitale i flussi finanziari o cash flow ricavabili dai piani aziendali.

Il secondo, noto come metodo reddituale, si basa invece sulla attualizzazione dei flussi di reddito che mediamente l'impresa è ritenuta capace di generare nel tempo. Il primo approccio è quello definito da Alfred Rappaport che nel 1986 con *Creating Shareholder Value* formalizzava la teoria della creazione del valore dell'impresa come creazione del valore per i proprietari.

3. METODO FINANZIARIO

Il valore dell'impresa è ricondotto ai free cash flow che l'impresa può generare e destinare alla remunerazione del capitale impiegato. Nei sistemi economico-finanziari anglosassoni, dove sono largamente rappresentate le public companies e dove l'accesso del risparmio al capitale di rischio delle imprese è mediato da investitori istituzionali (banche d'affari, fondi di investimento, fondi pensione), l'adozione di questo punto di vista ha innescato una inesorabile reazione a catena.

Gli analisti finanziari stimano il valore dell'impresa e valutano la convenienza a investire nel suo capitale in base ai piani aziendali ed ai relativi cash flow; tali previsioni si scaricano immediatamente sui valori di mercato dell'impresa; il management è quindi sollecitato a finalizzare la gestione alla crescita dei cash flow; infine politiche di bonus e stock options, commisurati al valore che l'impresa prende in borsa, saldano gli interessi di proprietari e management intorno a logiche di tipo finanziario e ad obiettivi di breve termine.

Si privilegia così la finanza rispetto alla produzione; si persegue la crescita aziendale attraverso acquisizioni piuttosto che attraverso lo sviluppo di risorse interne; si

redistribuisce anziché reinvestire capitale; si impoveriscono risorse aziendali essenziali ai fini della competitività e della redditività nel lungo termine; si disarticolano e si delocalizzano spazialmente filiere produttive disperdendo risorse incardinate nel territorio; si scaricano costi sociali sulla collettività.

4. METODO REDDITUALE

Il secondo approccio alla teoria in esame è quello messo a fuoco da Luigi Guatri nel 1991 con un libro appunto intitolato "La teoria della creazione del valore". In questa prospettiva il valore dell'impresa è ricondotto non tanto ai cash flow quanto ai flussi di reddito che mediamente essa può generare nel tempo, identificati tenendo conto della sua redditività passata e dei vantaggi competitivi che può mettere in gioco nell'affrontare il futuro. L'accento cade così sugli investimenti e le esperienze dell'impresa, sulle sue risorse e competenze distintive, sulla qualità delle risposte produttive che può fornire al mercato generando valore d'uso per i clienti. Ci si sposta così da un'ottica di breve ad una di lungo termine, dall'enfasi sulla finanza a quella sulla produzione. Vale la pena di osservare che questo approccio alla teoria della creazione del valore sconta un quadro di governance caratterizzato da stabilità del soggetto economico e da coalizioni tra proprietà e management in grado di garantire l'attivazione di disegni di largo respiro e di piani strategici di lungo termine.

Il fondamento teorico di questo metodo è che la creazione di valore per l'azionista è legata ai profitti conseguiti dall'impresa; in ogni caso ciò è vero soltanto se si abbandona il riferimento ai profitti contabili, esposti in bilancio, per rifarsi unicamente al concetto di profitto economico. Quest'ultimo è pari alla remunerazione eccedente quella minima attesa dai portatori di capitale di rischio, ed è un indicatore valido del valore creato nell'esercizio, perchè considera adeguatamente tutte le variabili di calcolo del profitto, vale a dire il reddito, il capitale investito ma anche il rischio relativo all'investimento di capitale. Il riconoscimento di un costo al capitale proprio rappresenta l'aspetto di maggior rilievo dell'approccio in questione

4.1 CREAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DEL CAPITALE

La teoria del valore sostiene che le finalità da assegnare all'impresa è quella di far crescere il valore economico dell'impresa Guatri afferma che creare valore significa accrescere la dimensione del capitale economico dell'impresa intesa come investimento.

Il fine dell'impresa sarebbe quindi quello di massimizzare il suo valore espresso in termini di capitalizzazione di borsa o di valore di mercato.

Questa teoria vede l'azienda come un investimento redditizio e che anche il mercato deve recepire come tale, investimento il cui rendimento sarà lo strumento di giudizio dell'azienda da parte del mercato.

E' una visione orientata al futuro perché ciò che conta non è più tanto il differenziale dei ricavi e dei costi ma la potenzialità di produrre risultati sempre migliori.

In certi ambiti economici, come ad esempio gli Stati Uniti chi gestisce l'impresa, quasi sempre public company, con soggetto economico di tipo manageriale, ha il mercato come giudice del proprio operato per cui rivolge la sua attenzione alla creazione di valore dell'azienda e anche soprattutto alla diffusione dello stesso. L'investitore azionario aspira non solo, evidentemente, al dividendo ma è interessato anche alla crescita del corso delle azioni.

La creazione del valore e la sua diffusione diventano il fine aziendale in una rilettura del concetto di massimizzazione del profitto che meglio si coniuga con le motivazioni comportamentali del soggetto economico manageriale.

4.2 ASPETTI METODOLOGICI

5 IMPLICAZIONI DEL MODELLO REDDITUALE

5.1 RESPONSABILITÀ SOCIALE DELL'IMPRESA

Un ulteriore aspetto su cui è opportuno soffermarsi è che porre come obiettivo dell'attività aziendale la creazione del valore economico non deve essere inteso come una scelta che privilegia una particolare categoria di stakeholders, i proprietari, quanto piuttosto come la ricerca del comune denominatore degli interessi di tutti coloro che partecipano alla vita dell'azienda e che trovano risposta alle loro istanze nella sopravvivenza e sviluppo profittevole della compagine aziendale cui gli stessi, seppur in differenti forme, partecipano.

Ciò significa riconoscere esplicitamente la responsabilità sociale delle imprese. Per chiarire questo passaggio è utile ricordare come la scuola italiana di Economia Aziendale, a partire dal contributo fondante di Gino Zappa, abbia sempre considerato l'azienda, e quindi l'impresa, come un istituto economico che deve saper operare stabilmente, generando e diffondendo benessere e ricchezza attraverso la produzione di beni e servizi utili in risposta a bisogni individuali e collettivi, operando come fattore di armonia e di coesione.

Nei contesti produttivi tradizionali, di tipo fordista, l'impresa opera in un orizzonte in cui si confronta con clienti e fornitori dei fattori produttivi, e la sua redditività dipende dal conseguimento di ricavi in misura sufficiente sia a remunerare congruamente e attrarre stabilmente i fornitori dei fattori sia a residuare utili in grado di compensare i titolari per l'apporto di capitale proprio e premiandoli per il rischio cui si espongono.

Nei contesti produttivi attuali, di tipo post-industriale, il quadro è più complesso, ed il paradigma viene adattato alla maggiore complessità senza peraltro che lo slittamento ne comprometta la sostanza.

Ha concorso a questa riformulazione Vittorio Coda, quando ha ricompreso tra le determinanti della economicità e della duratura funzionalità dell'impresa anche le relazioni con il sistema degli attori sociali gravitanti intorno ad essa (*La valutazione della formula imprenditoriale*, 1984, e *il problema della valutazione della strategia*, 1991), e ha poi chiuso il cerchio di questa operazione Giorgio Donna quando ha recuperato sul piano strutturale la problematica del rapporto dell'impresa con i suoi stakeholder, vedendo questi ultimi come portatori di risorse che si incorporano funzionalmente nel capitale aziendale contribuendo alla formazione del vantaggio competitivo (*Patrimonio strategico e valore dell'impresa*, 2004). L'impresa in altri termini non si relaziona più solo con clienti e con fornitori di fattori, ma con un ventaglio più ampio di interlocutori che comprendono dipendenti, partner, finanziatori, collettività locali, opinione pubblica, istituzioni, e soprattutto intrattiene con questi interlocutori relazioni che non si risolvono più solo in atti di scambio di tipo commerciale ma diventano continui, assumono carattere cooperativo, veicolano significati e valori.

I clienti soddisfatti apportano fedeltà e danno stabilità; il personale apporta competenze in cambio di buone remunerazioni e di prospettive di crescita professionale e di carriera; i fornitori tecnicamente qualificati possono cooperare ai cicli innovativi con reciproco vantaggio; la collettività e le istituzioni possono assicurare esternalità positive e promuovere un contesto favorevole quando le imprese generano benessere, migliorano la qualità della vita, rispettano standard etici condivisi.

Parlare di questi interlocutori come stakeholder quindi significa riconoscere che l'impresa si relaziona costantemente, in funzione della propria attività produttiva, con una pluralità di soggetti i quali, a diverso titolo ed in varia misura, partecipano ai suoi progetti, cui apportano risorse e da cui si attendono contributi, in base ad un trade-off che deve essere reciprocamente soddisfacente. Dalle risposte che ricevono dipende il valore d'uso che gli stakeholder riconoscono all'impresa.

CAPITOLO 2

Mercato del fashion luxury.

CAPITOLO 2

1. Introduzione

Si intende analizzare le prestazioni economiche e finanziarie di un campione di imprese della moda e del lusso:

- nella categoria di moda sono incluse tutte quelle aziende di produzione e / o vendita al dettaglio di abbigliamento e accessori personali (pelletteria, gioielli, occhiali) con ciclo di vita del prodotto breve.
- nella categoria di lusso includiamo quelle aziende di produzione e / o vendita al dettaglio di abbigliamento e accessori personali concorrenti nella fascia alta del mercato, come definito dal prezzo e l'immagine della marca.

Ho incluso nella mia analisi i principali attori internazionali nelle industrie della moda e del lusso. Le aziende sono state individuate in base a quattro criteri di selezione:

1. devono essere quotate sul mercato finanziario e i propri marchi di fama internazionale;
2. il loro fatturato consolidato deve essere superiore a 200 milioni di € o dollari
3. i loro risultati finanziari ed economici devono essere accessibili al pubblico;
4. devono operare in una o più delle seguenti attività:

Accessori (pelletteria, calzature, accessori in seta e bagagli),

Active

Accessori di bellezza

Occhiali

Fashion retail

Gioielli & Orologi.

Il Totale delle vendite nel campione di società della moda e del lusso è pari a € 224 miliardi di euro.

L'obiettivo sarà quello di esaminare i risultati consolidati e analizzare le prestazioni dell'azienda rispetto al business, alle caratteristiche, al processo di crescita e all'area geografica

2. LE MISURE DI VALUTAZIONE DEI RISULTATI

Prendiamo in considerazione le diverse misure di performance aziendale:

- **La crescita media delle vendite :**

Si analizzerà la media dei tassi di crescita delle vendite e i margini EBIT / EBITDA per misurare la capacità delle imprese di aumentare le entrate e insieme di mantenere i margini stabili.

- **L'EBITDA / L'EBIT**

quali conduttori fondamentali in questo settore per leggere gli effetti economici del modello di business.

- **Il ritorno sul capitale investito (ROI)**

Considerato per esplorare il rapporto tra il risultato operativo e l'ammontare delle attività a sostegno del business.

- **La capacità del flusso di cassa operativo**

Allo scopo di misurare l'assorbimento di cassa da parte della gestione caratteristica e dell'attività di investimento

- **La dimensione media degli investimenti**

Verrà esplorato il rapporto tra investimenti core ,ammortamento e il peso del totale degli investimenti sulle vendite.

Investimenti Core includono quelli destinati all'acquisizione dei beni materiali e immateriali connessi all'esercizio dell'attività principale della società, ma non comprendono i capitali destinati a varie ed eventuali acquisizioni.

Gli investimenti complessivi sono definiti come il totale del contante utilizzato in investimenti per attività materiali e immateriali, più, le acquisizioni aziendali e gli investimenti finanziari.

1. ANALISI DEL MERCATO DELLA MODA.

3.1 OVERVIEW

Nel 2008, il rendimento economico medio delle imprese considerate nel campione è sostanzialmente in calo, confermando una tendenza negativa generale negli ultimi tre anni.

L'aumento medio delle vendite rispetto all'anno precedente è pari al 3,2% (9,4% nel Anno fiscale 2007), suggerendo che l'industria continua a crescere, ma ad un ritmo notevolmente inferiore.

In aggiunta, troviamo un brusco calo dell'EBITDA, che è calato oltre il 16% rispetto all'anno fiscale 2008. La media del ROI del campione è di circa 9,4% (14,2% nell'esercizio 2007).

In aggiunta, il ROE è risultato negativo (-1,1%) nell'anno fiscale 2008: riteniamo che l'andamento negativo del reddito netto è stato per lo più legato a perdite di valore straordinario e a risultati finanziari negativi.

Il margine EBIT medio è pari al 8,3% (11,9% nel 2007).

Il flusso di cassa medio delle vendite è stato ridotto al 8,3%, parzialmente colpito dall'aumento medio del peso del capitale di funzionamento (ora pari al 20,2% delle vendite).

Le società oggetto di analisi mostrano anche una certa riduzione degli investimenti core, ora pari al 124,5% degli ammortamenti, e degli investimenti totali, ormai vicino al 5% del fatturato consolidato.

Queste cifre indicano che i principali attori del settore vogliono ancora investire nello sviluppo del core business per sostenere la crescita futura, anche se più lentamente rispetto agli anni precedenti.

Si ritiene che il maggiore uso del debito è legato alla copertura del fabbisogno finanziario a breve termine più che a finanziare la crescita. Confrontando la crescita del fatturato e i margini, con la media degli investimenti nel tempo, troviamo che l'andamento negativo delle vendite è associato ad un aumento medio dei costi operativi delle società analizzate e ad un aumento rilevante del livello di capitale circolante.

Questo deterioramento della tendenza di lungo periodo deve essere identificata come un cambiamento strutturale della redditività media del settore e non come la conseguenza della generale crisi economica e finanziaria del 2008.

Sul campione totale, la dimensione resta un elemento chiave della redditività. Si scopre che le imprese con vendite sopra 5 miliardi di € realizzano un miglior ROI, margine EBIT e flusso di capacità di generazione di cassa rispetto alle piccole società. In particolare, le

aziende con un fatturato medio sotto 1 miliardo di € realizzano i risultati più poveri del campione, in relazione a ciascuno dei profili considerati.

Per quanto riguarda la crescita delle vendite, le medie imprese (con un fatturato consolidato compreso tra 1 e 5 miliardi di euro) presentano il più alto tasso di crescita nel 2008. Questo porta a risultati molto interessanti, sul futuro di molte piccole e medie imprese del nostro campione della moda e del lusso. È un dato di fatto, le aziende più grandi si rivelano in grado di affrontare meglio un deterioramento della situazione economica rispetto a quelle di piccole dimensioni. Se è così, potremmo aspettarci dalle grandi aziende una migliore capacità di difesa della loro posizione competitiva anche nel 2009.

In generale, la crescita delle vendite è stata seguita da un significativo miglioramento del rendimento sul capitale investito (ROI) in tutti gli anni tra il 2001 e 2007. Abbiamo sempre sostenuto che la dimensione è estremamente importante per queste società, così sollevando dubbi sulla sostenibilità dei modelli di business degli operatori di nicchia. Confrontando l'anno fiscale 2008 con gli anni precedenti, troviamo che la maggior parte della società hanno lottato con l'efficienza e la massimizzazione dei rendimenti, mentre solo in pochi vivono ancora una fase di crescita intensa. Nel 2008, la tendenza già individuata nel 2007 è stata confermata. Le uniche società a realizzare un rendimento degli investimenti al di sopra della media sono state quelle che hanno risposto, alla riduzione della crescita del settore, con una maggiore attenzione in materia di efficienza.

Se in passato la crescita delle vendite è stata principalmente determinata da una apertura di nuovi negozi, negli ultimi tre anni il ritmo di sviluppo della rete di distribuzione ha iniziato a decelerare. Dal campione emerge che, in media, la crescita del numero di negozi è stato pari all'8% nel 2008. In passato, la crescita del numero dei negozi è stato un motore essenziale per la crescita delle vendite e della redditività in questo business. Ora, che il tasso medio di crescita delle vendite si riduce, l'efficienza è sempre più importante. In media, nel 2008 l'apertura di nuovi negozi si è orientata nel perseguimento di nuove sfide dal momento in cui, data la contrazione dei consumi trovano più difficoltà di prima a raggiungere il volume di vendite in linea con gli obiettivi.

Analizzando la crescita media del livello degli investimenti nel corso del tempo, ci accorgiamo che gli investimenti totali sono stati fortemente abbattuti nell'anno fiscale 2008, mentre gli investimenti core (in immobilizzazioni materiali e immateriali) sono ancora in aumento, anche se a un ritmo molto più lento rispetto all'anno fiscale 2007 e 2006. Ciò suggerisce che gli investimenti core sono ancora un elemento rilevante in questo settore, pertanto si attende un'ulteriore aumento di questi ultimi negli anni futuri.

In linea con gli anni precedenti, i segmenti Fashion Retail and Pelletteria inglobano le imprese più rappresentative in termini di crescita, di redditività e generazione di cash flow. Tuttavia, un'analisi più approfondita delle strategie attuate rivela che altri fattori, diversi dalla natura delle attività, sono in grado di aiutare a spiegare le ragioni di tali risultati brillanti.

Le due parole chiave nell' anno fiscale 2008 sono state esecuzione e disciplina.

Se, infatti, le condizioni dell'economia esterna hanno influenzato la domanda con riflessi sulle vendite e sui margini, le aziende più efficienti hanno reagito mettendo in atto strategie e interventi volti a:

- (i) la gestione di rotazione delle scorte;
- (ii) migliorare produttività ;
- (iii) Aumento dei canali di distribuzione;
- (iv) Orientamento degli investimenti sui mercati in forte espansione con un alto potenziale di crescita e basso grado di penetrazione.

In linea con gli anni precedenti, le imprese statunitensi, nonostante la crisi abbia colpito in modo rilevante il loro mercato, rappresentano le top performer (Coach, Deckers Outdoor, Guess e Urban Outfitters, le quali presentano forti performance sia in termini di crescita che di redditività).

Questo evidenzia che la forte presenza sul mercato locale e l'integrazione verticale nel commercio al dettaglio rappresentano i due principali fattori di successo per la moda e le compagnie di lusso.

Ancora una volta, Geox è l'unica azienda italiana a realizzare i migliori risultati, sia in termini di redditività che di crescita. Il suo concetto di prodotto innovativo e di modello di business adottato hanno dimostrato di avere successo nel lungo periodo e di essere in grado di resistere alla crisi dei consumi.

Per quanto riguarda il rendimento medio sugli investimenti, i top performers sono quelle aziende che sono in grado di raggiungere al contempo un margine molto elevato (superiore al 17% sulle vendite) e un fatturato altrettanto alto. In media, queste aziende sono state in grado di raggiungere una crescita media delle vendite consolidate del 24% nel 2008. Infine, è interessante osservare che, gli investimenti fatti per sostenere il posizionamento del marchio in una fascia alta stanno diventando sempre meno redditizia rispetto ai segmenti del mercato di massa.

CAPITOLO 3

IL GRUPPO TOD'S S.p.a.

TOD'S s.p.a.

1. IL GRUPPO TOD'S S.p.a.

1.1 L'attività del Gruppo

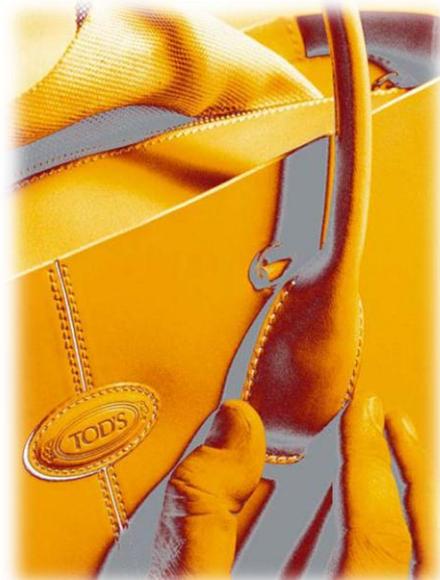
Il Gruppo TOD'S opera nel settore del lusso, con marchi di proprietà (TOD'S, HOGAN e FAY) ed in licenza (ROGER VIVIER). E' attivo nella creazione, produzione e distribuzione di calzature, di articoli di pelletteria ed accessori e di abbigliamento. La missione dell'azienda è offrire ai consumatori del mondo prodotti di altissima qualità che rispondano alle loro esigenze funzionali ed aspirazionali.

1.2 L'organizzazione produttiva.

L'organizzazione della produzione del Gruppo è fondata sul controllo completo dell'intera filiera produttiva, dalla creazione delle collezioni, alla produzione, fino alla distribuzione dei prodotti; si ritiene che questa impostazione sia determinante per garantire il prestigio dei marchi.

La produzione delle calzature e della pelletteria è affidata agli stabilimenti interni di proprietà del Gruppo, con il parziale ricorso a laboratori esterni specializzati, tutti dislocati in aree nelle quali storicamente è forte la tradizione nella rispettiva produzione calzaturiera e pelletteria, in considerazione del fatto che si tratta di produzioni in cui è estremamente elevato il livello di professionalità richiesto per l'esecuzione delle lavorazioni, ed altrettanto significativo il valore aggiunto apportato al prodotto dalla componente manuale.

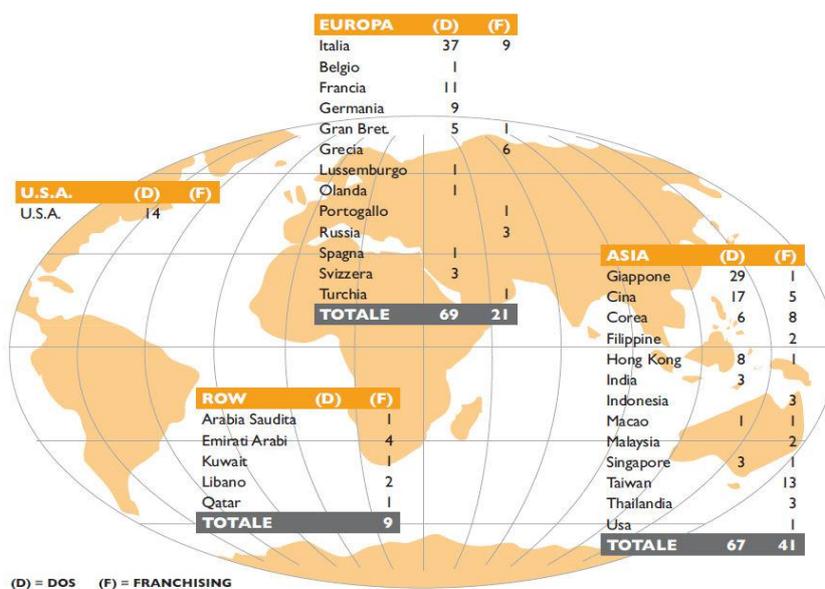
Per la produzione della linea di abbigliamento, il Gruppo utilizza esclusivamente selezionati laboratori esterni specializzati, ciò che consente di usufruire dell'elevato grado di specializzazione di ognuno di essi nella realizzazione dei singoli prodotti che costituiscono l'offerta della linea abbigliamento.



1.3 LA DISTRIBUZIONE

Il prestigio dei marchi distribuiti e l'elevata specializzazione necessaria per presentare alla clientela i relativi prodotti, rendono indispensabile operare, a livello distributivo, attraverso una rete di negozi altamente specializzati. A tal fine, il Gruppo si avvale principalmente di tre canali: i DOS (negozi a gestione diretta), i punti vendita in *franchising* ed una serie di selezionati negozi indipendenti multimarca. Il focus strategico del Gruppo è incentrato sullo sviluppo della rete dei DOS e dei *franchising*, in considerazione del fatto che tali canali consentono un maggiore controllo della distribuzione e una più fedele trasmissione dell'immagine dei singoli marchi. E' peraltro di tutta evidenza che, in particolari situazioni di mercato, risulta più efficiente una distribuzione attraverso i negozi multimarca indipendenti, canale la cui importanza riveste carattere assolutamente centrale per il Gruppo.

La rete distributiva al 31 dicembre 2008



DOS, le nuove aperture del 2008

Italia
Milano (Roger Vivier)
Roma
Roma

Europa
Berlino
Mendrisio
Monaco

Usa
Dallas

Far East
Hong Kong
Kyoto
Sendai
Beijing (*)
Beijing
Changsha
Chengdu (*)
Chongqing
Dalian
Hangzhou (*)
Kunming
Nanjing
Qingdao
Sanya
Shanghai (*)

(Italia)
(Italia)
(Italia)

(Germania)
(Svizzera)
(Germania)

(Texas)

(Cina)
(Giappone)
(Giappone)
(Cina)
(Cina)

Shanghai (*)
Tianjin
Suzhou
Wuhan
Wuxi
Bangalore
Mumbai
New Delhi

(Cina)
(Cina)
(Cina)
(Cina)
(Cina)
(India)
(India)
(India)

Franchising, le nuove aperture del 2008

Europa
Salonico
Atene (4)

Far East
Hong Kong
Jakarta
Kuala Lumpur
Manila
Seoul
Macao
Taiwan
Middle East
Doha

(Grecia)
(Grecia)

(Cina)
(Indonesia)
(Malesia)
(Filippine)
(Korea)
(Macao)
(Taiwan)
(Cina)
(Qatar)

(*) Conversione rete in franchising

1.4 I MARCHI DEL GRUPPO

Il marchio TOD'S è posizionato nel mercato del lusso e combina tradizione, altissima qualità e modernità, offre al consumatore calzature, pelletteria, accessori ed abbigliamento dal *design* esclusivo, funzionale e mai ostentato, interpretando una eleganza senza tempo.



I prodotti **TOD'S** rappresentano l'alta qualità "Made in Italy" e sono eseguiti con tecniche artigianali, per diventare oggetti di uso giornaliero, ma al tempo stesso sofisticati ed eleganti. Alcuni prodotti quali la *Driving Shoe* o la *D-Bag*, amati da celebrità e personaggi *opinion leader* in tutto il mondo, sono diventati "icone" rappresentative di uno stile unico e riconoscibile di eleganza maschile e femminile.

Il marchio HOGAN è posizionato nel mercato del lusso dinamico urbano, ed offre al consumatore calzature, pelletteria, accessori ed abbigliamento di stile e design contemporaneo, con una visione internazionale.



I prodotti HOGAN, che si distinguono per la loro "innovatività" ed alta qualità, hanno creato uno stile unico, contribuendo a cambiare il modo di vestire del consumatore che vuole un prodotto funzionale ma al tempo stesso sportivo ed elegante per la vita di tutti i giorni.

I prodotti HOGAN sono leader nella definizione dello sportivo elegante, ed alcuni modelli sono dei *best sellers*, come ad esempio le calzature Interactive.

Questo marchio offre al consumatore una linea di prodotti di abbigliamento di alta qualità, che si distingue per il trattamento tecnico dei tessuti, per il culto dei dettagli, per l'estrema funzionalità dei capi, che combinano con eccellenza stile e qualità.



I prodotti FAY sono indossabili ovunque: dallo stadio all'ufficio, dalla città alla campagna. La collezione FAY comprende, ad ogni stagione, prodotti innovativi e riconoscibili da uomo, da donna e da bambino

2.1 RICLASSIFICAZIONE DELLO STATO PATRIMONIALE

		IMPIEGHI	FONTI	
2008	LIM	101.276	Pass.correnti	162.787
	LID	132.035	Pasa.consolid	40.640
	MAG	242.076	Patrimonio Netto 606.315	
	Att.IMM	196.247		
	Att.IMM	113.412		
ALTRE	24.696			
475.387		809.742	809.742	203.427
334.355				

		IMPIEGHI	FONTI	
2007	LIM	95.753	Pass.corr.	156.423
	LID	133.514	Pass.consolid.	41.920
	MAG	218.731	Patrimonio Netto 566.758	
	Att.IMM.	198.536		
	Att.MAT.	100.708		
ALTRE	16.753			
447.998		765.016	765.016	198.343
315.997				

Conto economico

Euro/000			
	Note	Eserc. 08	Eserc. 07
Ricavi			
Ricavi delle vendite		707.553	657.089
Altri ricavi		14.772	12.965
Totale ricavi		722.325	670.054
Costi operativi			
Variazione rimanenze PF e SL		20.542	22.689
Costi per materie prime e di consumo		(180.465)	(179.496)
Spese per servizi		(236.402)	(213.991)
Costi per utilizzo beni di terzi		(44.473)	(38.660)
Costo il personale	26	(104.597)	(89.327)
Altri oneri operativi		(20.726)	(18.296)
Totale costi operativi		(566.121)	(517.081)
EBITDA		156.204	152.973
Ammortamenti e svalutazioni			
Ammortamenti attività immateriali	9	(6.611)	(5.141)
Ammortamenti attività materiali	10	(22.509)	(20.423)
Rivalutazioni (Svalutazioni)	7-11	242	(494)
Totale ammortamenti e svalutazioni		(28.878)	(26.058)
Accantonamenti	15-22	(725)	(383)
EBIT		126.601	126.532
Proventi e oneri finanziari			
Proventi finanziari	27	22.541	9.948
Oneri finanziari	27	(23.179)	(9.811)
Proventi (oneri) finanziari		(638)	137
Proventi (oneri) da partecipazioni			
Risultato prima delle imposte		125.963	126.669
Imposte sul reddito	20-28	(41.375)	(47.943)
Risultato netto consolidato		84.588	78.726
Risultato di pertinenza di terzi		(1.139)	(1.394)
Risultato netto del Gruppo		83.449	77.332
Utile base per azione	6	2,74	2,54
Utile diluito per azione	6	2,68	2,43

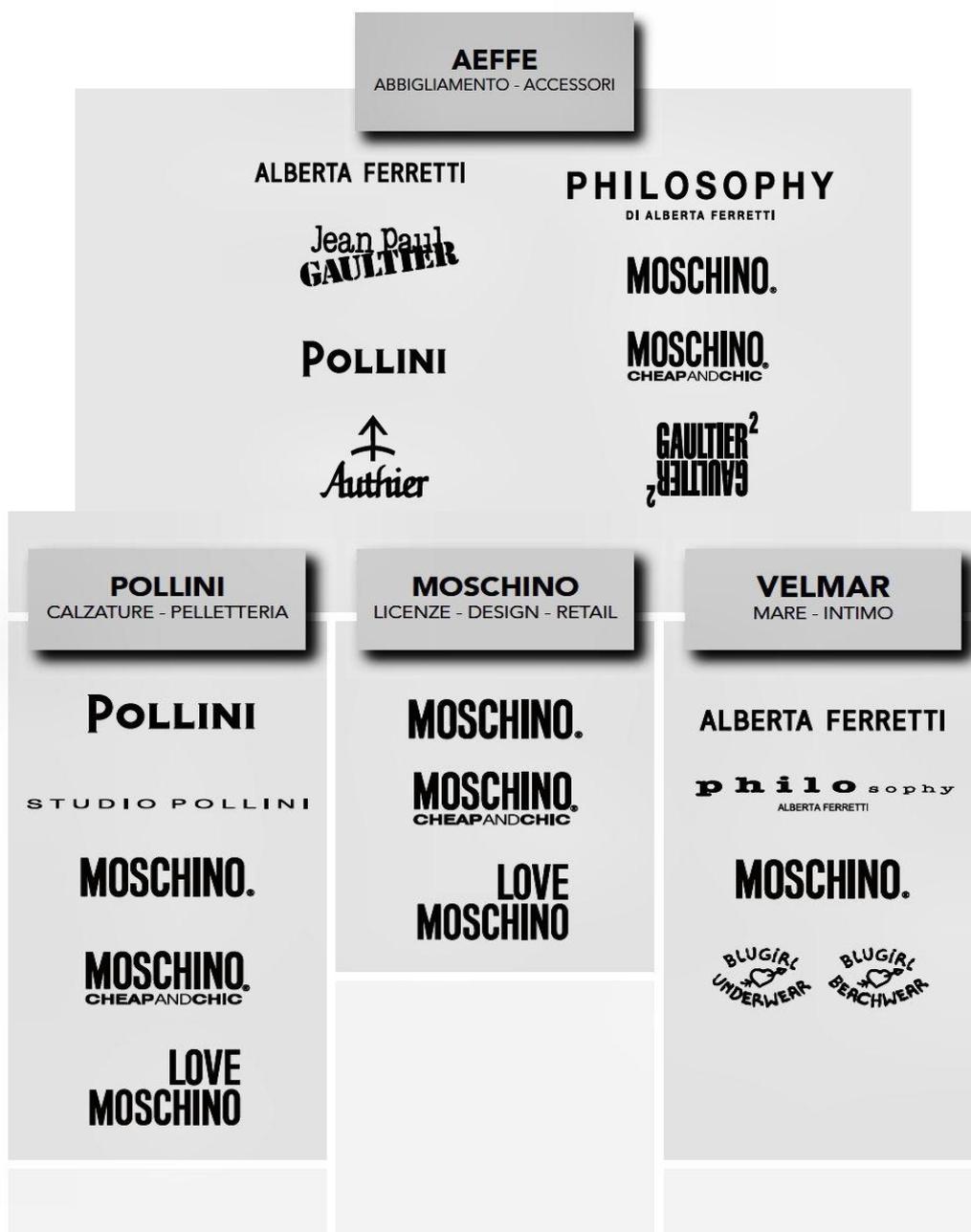
CAPITOLO 4

IL GRUPPO AEFPE S.p.a.

AEFPE

1.2 SINTESI DELLE PRINCIPALI ATTIVITA' SVOLTE DAL GRUPPO

Il Gruppo Aeffe opera a livello internazionale nel settore della moda e del lusso ed è attivo nella creazione, nella produzione e nella distribuzione di un'ampia gamma di prodotti che comprende *prêt-à-porter* e calzature e pelletteria. Il Gruppo sviluppa, produce e distribuisce, in un'ottica di costante attenzione all'unicità ed esclusività, le proprie collezioni sia con marchi di proprietà, tra i quali "Alberta Ferretti", "Moschino" e "Pollini", sia con marchi di cui è licenziataria, tra i quali "Jean Paul Gaultier", "Blugirl" e "Authier". Il Gruppo, inoltre, ha concesso in licenza a primari partners la produzione e la distribuzione di ulteriori accessori e prodotti, con i quali completa la propria offerta (profumi, linee bimbo e junior, orologi e occhiali).



1.2.1 I MARCHI DEL GRUPPO

L'attività del Gruppo si suddivide, sulla base delle diverse linee di prodotti e marchi che ne compongono l'offerta, in due segmenti:

- (i) *prêt-à-porter* (che include, le linee di *prêt-à-porter* e l'abbigliamento intimo e mare);
- (ii) calzature e pelletteria.

La divisione *prêt-à-porter*, che si compone delle realtà aziendali di Aeffe, Moschino e Velmar, opera prevalentemente nella creazione, realizzazione e distribuzione di collezioni di abbigliamento *prêt-à-porter* di lusso e di collezioni di *lingerie*, *beachwear* e *loungewear*.

Per quanto riguarda le collezioni di abbigliamento *prêt-à-porter*, l'attività è svolta da Aeffe, sia per quanto attiene la realizzazione dei prodotti con marchi di proprietà del Gruppo ("Alberta Ferretti", "Philosophy di Alberta Ferretti", "Moschino", "Moschino Cheap and Chic" e "Pollini") sia per i marchi concessi in licenza da altre maison esterne al Gruppo (quali "Jean Paul Gaultier" e "Authier"). Aeffe gestisce inoltre la distribuzione di tutti i prodotti della divisione, che avviene sia attraverso il canale *retail* sia attraverso il canale *wholesale*. Velmar realizza e distribuisce le collezioni di abbigliamento intimo e mare, e in particolare le collezioni di *lingerie*, *underwear*, *beachwear* e *loungewear* sia per uomo che per donna.

Le collezioni sono prodotte e distribuite sia con marchi di proprietà del Gruppo, quali "Alberta Ferretti", "Philosophy di Alberta Ferretti", "Moschino", "Verdemare", sia con marchi in licenza da soggetti terzi, quali "Blugirl".

La divisione *prêt-à-porter* si occupa inoltre della gestione dei contratti di licenza concessi a società esterne al Gruppo per la realizzazione di linee di prodotto recanti marchi di proprietà di Aeffe e Moschino quali, in particolare, il contratto di licenza del marchio "Moschino" relativo alla linea *love*, ai profumi delle linee Moschino, ed agli occhiali a marchio "Moschino".

- **AEFFE**

L'attività di Aeffe trae origine dall'iniziativa della stilista Alberta Ferretti che inizia la propria attività come impresa individuale nel 1972. La storia della Capogruppo si sviluppa così parallelamente a quella della sua fondatrice, la cui personale attività nel campo della moda assume un rilievo significativo nell'evoluzione di Aeffe.

La crescita della Capogruppo quale realtà industriale e creativa è contraddistinta, sin dagli albori, da una vocazione *multibrand*, che porta Aeffe a realizzare e distribuire le

collezioni di *prêt-à-porter* di importanti *maison* anche grazie al *know how* acquisito nella realizzazione di linee di *prêt-à-porter* di lusso.

In quest'ottica si inquadra la collaborazione di Aeffe con lo stilista Franco Moschino, per il quale produce e distribuisce, su licenza esclusiva sin dal 1983, la linea a marchio "Moschino Couture!".

Nel 1995, Aeffe inizia la collaborazione con lo stilista Jean Paul Gaultier, per il quale produce e distribuisce su licenza la linea "Jean Paul Gaultier" e, dal 2006, la linea "Gaultier2".

Nel 2001, Aeffe acquista il controllo di Pollini, realtà industriale di lunga tradizione nel settore delle calzature e della pelletteria. Tale acquisizione consente ad Aeffe di completare le collezioni realizzate dalle proprie *maison* con le rispettive linee di accessori.

Nel 2002 Aeffe acquista il controllo di Velmar, società che già da tempo collaborava con Aeffe, attiva nella realizzazione e distribuzione di linee *lingerie*, *beachwear*, e *loungewear*.

Nel 2004 Aeffe, nell'ambito della propria attività di scoperta e valorizzazione di nuovi talenti, avvia una collaborazione con la coppia anglo-brasiliana di stilisti emergenti Bruno Basso e Christopher Brooke, premiati nel 2004 al *fashion fringe* di Londra (importante evento di richiamo per i nuovi stilisti emergenti).

Nel 2006, Aeffe inizia la produzione e distribuzione su licenza delle linee di abbigliamento *ski* e *apres ski* a marchio "Authier".

Nel 2007, Aeffe ottenuto il Nulla Osta Consob alla pubblicazione del prospetto informativo per l'Offerta Pubblica e la quotazione sull'MTA - Segmento STAR - delle azioni ordinarie Aeffe S.p.A., chiude con successo l'Offerta di azioni e inizia ad essere negoziata sull'MTA -

Segmento STAR - di Borsa Italiana.

Nel 2008 Aeffe concede in licenza a Elizabeth Arden lo sviluppo, il marketing e la distribuzione del profumo a marchio "Alberta Ferretti". Sempre nel 2008 Aeffe ha siglato un accordo di licenza di master franchising con SE International per la distribuzione in Corea dei marchi Alberta Ferretti e Philosophy di Alberta Ferretti.

- **MOSCHINO**

La *maison* nasce nel 1983 e si sviluppa nel corso degli anni novanta, sino a divenire un marchio noto a livello internazionale. A seguito della scomparsa, nel 1994, del fondatore Franco Moschino, i suoi familiari, i collaboratori e gli amici raccolgono l'eredità dello stilista rispettandone l'identità creativa e la filosofia. Rossella Jardini, collaboratrice di Franco Moschino sin dal 1981, succede a Franco Moschino nella

direzione artistica ed è attualmente la responsabile dell'immagine e dello stile del marchio.

La società svolge attività di *design* e di comunicazione e di agenzia presso lo showroom, sito a Milano, per le collezioni Moschino, sia per l'Italia sia per l'estero.

La società gestisce, inoltre, direttamente quattro *boutique* monomarca, che commercializzano le linee Moschino, due delle quali site a Milano, una a Roma e una a Capri.

Nel 2007, Moschino concede in licenza al Gruppo Binda la produzione e la commercializzazione di orologi e gioielli a marchio "Moschino Cheap and Chic".

Nel 2007, Moschino concede in licenza a Max Safety Fashion la produzione di caschi a marchio "Moschino".

Nel 2008 Moschino concede in licenza ad Altana S.p.A. la creazione, lo sviluppo e la distribuzione a livello mondiale delle collezioni Moschino bimbo e bimba.

- **VELMAR**

Velmar nasce nel 1983 a San Giovanni in Marignano e opera nel settore della produzione e distribuzione di *lingerie*, *underwear*, *beachwear*, *loungewear*.

Nel 1990 inizia la collaborazione tra Velmar e la stilista Anna Molinari, per la produzione delle linee di *lingerie* e *beachwear*. Nello stesso anno vengono avviati i primi contatti con Aeffe e il gruppo Genny.

Dal 1990 al 1995 Velmar collabora con Genny e Fendi producendo tutte le linee mare disegnate dalle due case di moda. Dal 1990 al 2001, Velmar collabora con Itierre e Prada per la creazione e la produzione di linee *active* e *sport*, rispettivamente per il marchio "Extee" e "Prada" per la linea uomo.

Dal 1995 al 1998 Velmar produce e distribuisce in licenza la linea *beachwear* di "Byblos" uomo e donna.

Nel 1998 Velmar stipula un accordo di licenza con il gruppo Blufin per la produzione e la distribuzione delle linee "Blugirl".

Nel 2001, Aeffe acquista il 75% del capitale sociale di Velmar. Anche in questo caso, l'acquisizione costituisce la naturale evoluzione della collaborazione esistente tra la società e Aeffe.

Nel 2001 Velmar inizia la produzione e distribuzione su licenza delle linee di *lingerie*, *beachwear* e *loungewear* a marchio "Alberta Ferretti".

Nel 2004, Velmar inizia la produzione e distribuzione delle linee *lingerie*, *beachwear* e *loungewear* a marchio "Philosophy di Alberta Ferretti".

Nel 2006 Velmar acquisisce la licenza per la produzione e distribuzione delle linee *beach wear* e *underwear* uomo e *beachwear* e *lingerie* donna a marchio "Moschino".

La divisione calzature e pelletteria

La divisione calzature e pelletteria, che si compone della realtà aziendale di Pollini e delle società da essa controllate, opera prevalentemente nella creazione, produzione e distribuzione di calzature, piccola pelletteria, borse e accessori coordinati, caratterizzati da materiali esclusivi.

L'attività operativa è svolta principalmente da Pollini, che cura direttamente l'ideazione, la produzione e la distribuzione dei prodotti a marchio proprio, nonché la produzione e la distribuzione dei *brand* ricevuti in licenza da società del Gruppo.

La divisione calzature e pelletteria si occupa inoltre della gestione dei contratti di licenza concessi a società esterne al Gruppo per la realizzazione di linee di prodotto a marchio "Pollini" e "Studio Pollini", quali i contratti di licenza per la realizzazione di occhiali.

- **POLLINI**

L'attività di Pollini trae origine nel 1953 nel solco della tradizione artigiana della produzione pelletteria e calzaturiera italiana, contribuendo a creare il distretto produttivo del settore calzaturiero di San Mauro Pascoli (FC). L'Italia rappresenta il principale centro produttivo delle calzature: in ragione dell'elevato livello di professionalità richiesto dalla realizzazione di tale tipologia di prodotto, la quasi totalità degli insediamenti produttivi è concentrata in aree con una forte tradizione in tale settore, quali San Mauro Pascoli, Vigevano e Strà (PD).

La filosofia aziendale è orientata verso una diffusione internazionale del *look* Pollini, che rappresenta una sintesi tra qualità artigianale e stile italiano in una gamma di prodotti che include calzature, borse e accessori coordinati.

Dal 1957 al 1961 Pollini produce le collezioni di calzature dello stilista Bruno Magli.

Tra gli anni sessanta e gli inizi degli anni settanta Pollini inizia a produrre calzature con il proprio marchio, presentando collezioni "a tema" (tra le quali la collezione di calzature sportive "Daytona" ispirata al mondo delle corse motociclistiche).

Già negli anni settanta l'attività di Pollini assume una connotazione internazionale: in quegli anni, le sue collezioni vengono infatti presentate a Dusseldorf, Parigi, New York, oltre che a Milano e Bologna. Negli stessi anni vengono aperte le prime *boutique* a Firenze, Milano, Roma, Bologna, Parma, Verona, Bolzano, Bergamo, Varese e Venezia.

Nel 1989 Pollini si trasferisce nella nuova sede di Gatteo (FC), avente un'estensione di 50.000 metri quadri, di cui 15.000 coperti e adibiti ad area produttiva e uno stabile adiacente di sette piani adibito a uffici e *show room*. Nella nuova sede vengono così riunite le divisioni calzature, pelletteria, e gli uffici commerciali e amministrativi.

Nel 2001 Aeffe e Pollini raggiungono un accordo per l'acquisizione da parte di Aeffe del pacchetto di controllo di Pollini. L'acquisizione costituisce la naturale evoluzione di

un rapporto di collaborazione, resosi sempre più intenso, che ha consentito la crescita delle linee di calzature e pelletteria disegnate dalla stilista Alberta Ferretti.

Nel 2003, viene inaugurato il *flagship store* di Pollini a Parigi, in Rue Saint Honorè.

Nel 2008 lo stilista Jonathan Saunders assume la direzione creativa della linea abbigliamento e lo stilista Nicholas Kirkwood assume la direzione creativa degli accessori Pollini e della collezione borse.

Sempre nel 2008 Pollini concede due nuove licenze per la produzione di ombrelli con Drops Srl e per la produzione e distribuzione di foulard, scialli donna, scarpe donna e uomo e cravatte con Larioseta S.p.A..

Pollini Retail

Pollini Retail opera nel comparto *retail* sul mercato italiano e gestisce direttamente 16 *boutique* site nelle principali città italiane, tra le quali Milano, Roma, Venezia e Firenze.

2.1 RICLASSIFICAZIONE FINANZIARIA DELLO STATO PATRIMONIALE

		IMPIEGHI	FONTI		
2008		LIM 7.705	Pass.corren 141.181		
		LID 80.233			
	151.066	MAG 77.433	Pasa.cons. 88.506		
		Att.Mat 78.465		229.687	
		Att.IMM 169.174	Patrimonio Netto 196.011		
256.613	ALTRE 12.687				
	425.699	425.699			

		IMPIEGHI	FONTI		
2007		LIM 14.525	Pass.corren 111.314		
		LID 68.780			
	151.066	MAG 67.761	Pasa.cons. 101.738		
		Att.Mat 71.194		213.052	
		Att.MAT. 171.770	Patrimonio Netto 194.627		
256.615	ALTRE 13.649				
	407.681	407.681			

CONTO ECONOMICO CONSOLIDATO (*)

<i>(Valori in unità di Euro)</i>	NOTE	Esercizio 2008	% su ricavi	Esercizio 2007	% su ricavi	Variazioni Δ %	
RICAVI DELLE VENDITE E DELLE PRESTAZIONI	(21)	294.684.156	100,0%	293.210.633	100,0%	1.473.523	0,5%
Altri ricavi e proventi	(22)	6.049.598	2,1%	5.659.038	1,9%	390.560	6,9%
TOTALE RICAVI		300.733.754	102,1%	298.869.671	101,9%	1.864.083	0,6%
Var. rimanenze prodotti in c.so lavoraz., finiti, semilavorati		10.653.865	3,6%	7.851.559	2,7%	2.802.306	35,7%
Costi per materie prime, materie di consumo e merci	(23)	-89.818.830	-30,5%	-88.772.356	-30,3%	-1.046.474	1,2%
Costi per servizi	(24)	-103.072.048	-35,0%	-95.743.447	-32,7%	-7.328.601	7,7%
Costi per godimento beni di terzi	(25)	-17.971.959	-6,1%	-17.049.562	-5,8%	-922.397	5,4%
Costi per il personale	(26)	-61.710.751	-20,9%	-58.195.922	-19,8%	-3.514.829	6,0%
Altri oneri operativi	(27)	-4.520.130	-1,5%	-2.509.319	-0,9%	-2.010.811	80,1%
Totale Costi Operativi		-266.439.853	-90,4%	-254.419.047	-86,8%	-12.020.806	4,7%
MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)		34.293.901	11,6%	44.450.624	15,2%	-10.156.723	-22,8%
Ammortamento immobilizzazioni immateriali		-3.630.278	-1,2%	-3.638.463	-1,2%	8.185	-0,2%
Ammortamento immobilizzazioni materiali		-6.607.247	-2,2%	-6.723.449	-2,3%	116.202	-1,7%
Rivalutazioni/Svalutazioni		-2.191.573	-0,7%	-359.770	-0,1%	-1.831.803	509,2%
Totale Ammortamenti e Svalutazioni	(28)	-12.429.098	-4,2%	-10.721.682	-3,7%	-1.707.416	15,9%
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)		21.864.803	7,4%	33.728.942	11,5%	-11.864.139	-35,2%
Proventi finanziari		823.231	0,3%	602.757	0,2%	220.474	36,6%
Oneri finanziari		-7.438.103	-2,5%	-8.686.927	-3,0%	1.248.824	-14,4%
Totale Proventi / (Oneri) Finanziari	(29)	-6.614.872	-2,2%	-8.084.170	-2,8%	1.469.298	-18,2%
RISULTATO ANTE IMPOSTE		15.249.931	5,2%	25.644.772	8,7%	-10.394.841	-40,5%
Imposte correnti		-8.822.874	-3,0%	-11.027.823	-3,8%	2.204.949	-20,0%
Imposte anticipate/(differite)		2.350.196	0,8%	3.653.193	1,2%	-1.302.997	-35,7%
Totale Imposte Dirette sul Reddito d'Esercizio	(30)	-6.472.678	-2,2%	-7.374.630	-2,5%	901.952	-12,2%
RISULTATO NETTO DELL'ESERCIZIO		8.777.253	3,0%	18.270.142	6,2%	-9.492.889	-52,0%
Perdita/(Utile) di competenza delle minoranze azionarie		-1.101.749	-0,4%	-2.949.556	-1,0%	1.847.807	-62,6%
RISULTATO NETTO DELL'ESERCIZIO PER IL GRUPPO		7.675.504	2,6%	15.320.586	5,2%	-7.645.082	-49,9%

CAPITOLO 5

IT HOLDING S.p.a.

HOLDING

1. IL GRUPPO IT HOLDING.

IT Holding S.p.A. controlla e coordina un gruppo di società che disegnano, producono e distribuiscono prodotti ad alto contenuto di immagine con marchi propri - Gianfranco Ferré, Malo, Extè - oltre che con marchi in licenza - Just Cavalli, C'N'C Costume National e Galliano. Il Gruppo regola e dà sostegno allo sviluppo autonomo dei suoi marchi attraverso un sistema di produzione e distribuzione integrato. Gli impianti produttivi sono in Italia e la rete distributiva mondiale include 33 boutique di proprietà, 282 altre boutique monomarca e più di 6.000 prestigiosi punti vendita indipendenti.

È stata quotata nel novembre 1997 alla Borsa Italiana. IT Holding è un attore di primo piano nel settore dei luxury goods e persegue una strategia multi-brand e multiprodotto. "Un grande Gruppo con il cuore e la velocità di una piccola azienda" Con un portafoglio unico di marchi del lusso e della moda giovane il Gruppo IT Holding è leader nell'ideazione, design, produzione e distribuzione di prodotti di alta gamma. Un'unica realtà, dove creatività, industria, logistica e distribuzione si integrano in modo efficace e completo, in un confronto continuo e costante con le esigenze del mercato.

I MARCHI

Il marchio Gianfranco Ferré, con il suo stile unico e sofisticato, rappresenta l'eccellenza del Made in Italy nel mondo. Un marchio unico declinato in tre linee: Gianfranco Ferré, Ferré Milano e GF Ferré. La gamma dei prodotti comprende, oltre al prêt-à-porter, gli accessori, gli occhiali e i profumi.

Malo, leader nei prodotti in cashmere, ha completato la sua offerta attraverso le collezioni di prêt-à-porter che da cinque stagioni sfilano a New York, gli accessori e la home collection, imponendo un lifestyle che è l'espressione del lusso contemporaneo.

Il polo produttivo e distributivo ITTIERRE di Isernia è ormai leader indiscusso nella moda giovane griffata grazie a un modello di successo che, assicurando qualità del prodotto e valorizzazione del marchio, è una garanzia di eccellenza.

L'offerta multi-brand è oggi costituita da marchi come Extè, Just Cavalli, C'N'C Costume National e Galliano.

La divisione accessori è dotata di una rete distributiva mondiale dedicata alle linee di calzature e accessori dei marchi Extè, GF Ferré, Just Cavalli, C'N'C Costume National e Galliano, e una nuova catena di boutique dedicate PLUS IT nelle più importanti città del mondo. Un'ampia gamma di prodotti dall'alto contenuto moda, accessibili e di tendenza.

1.1 STRUTTURA ORGANIZZATIVA DEL GRUPPO

L'organizzazione del Gruppo prevede quattro divisioni, Gianfranco Ferré, Malo, ITTIERRE Linee Giovani e PLUS IT Accessori, ognuna dotata di autonomia stilistica, organizzativa, manageriale, economica e finanziaria.

GIANFRANCO FERRÉ

GIANFRANCO FERRÉ è il brand di moda italiana che crea abbigliamento e accessori con una propensione particolare per l'eccellenza, tradotta in uno stile elegante e sofisticato in modo contemporaneo e senza tempo. Il presente e il futuro del brand sono caratterizzati da valori distintivi che improntano ogni sua declinazione: creatività, qualità, esclusività, innovazione, cultura.

Il brand GIANFRANCO FERRÉ è articolato in tre label: GIANFRANCO FERRÉ (espressione pura di creatività), FERRÉ MILANO (il prêt-à-porter dall'appeal facile ed immediato) e GF FERRÉ (la declinazione giovane, forte e competitiva del brand). La gamma delle linee di prodotto risulta particolarmente ricca: abbigliamento per Uomo e Donna, accessori per Uomo e Donna, pellicce, abbigliamento e accessori per bambino, occhiali, fragranze, orologi.

Le collezioni GIANFRANCO FERRÉ, FERRÉ MILANO e GF FERRÉ sono il risultato di una intensa sinergia con il Gruppo IT Holding, nonché di una serie ben articolata di rapporti di licensing con numerose aziende italiane leader nei rispettivi settori.

MALO

Leader mondiale nel cashmere, Malo punta ad offrire la massima qualità a livello di materiali, lavorazione ed immagine stilistica.

Attraverso l'ampliamento della gamma, l'obiettivo di Malo è di non sottostare alle logiche del prodotto moda, ma enfatizzare l'unicità e l'autonomia del marchio, la cui produzione rimane localizzata nei prestigiosi stabilimenti toscani.

Recentemente è stato completamente rivisto il layout della boutique, per passare ad un'atmosfera lussuosa, ricca e sofisticata.

DIVISIONE ITTIERRE LINEA GIOVANI

Leader incontrastato della moda giovane griffata, ITTIERRE è ormai un marchio garanzia di efficienza e qualità.

8 milioni di capi prodotti all'anno, 20.000 capi al giorno smistati in 100 paesi nel mondo, 10.000 dipendenti dell'indotto, 300 aziende coinvolte nella filiera produttiva (esclusi fornitori di materie prime), più di 5.000 punti vendita sparsi in tutto il mondo. Dal 1985 a oggi ITTIERRE ha acquisito le licenze in esclusiva per la produzione e la distribuzione delle linee di abbigliamento Just Cavalli, C'N'C Costume National e Galliano.

DIVISIONE PLUS IT ACCESSORI

Nasce nel 2005 il progetto che lancia una nuova insegna distributiva tutta dedicata all'accessorio. Un unico concept di immagine per una rete di negozi completamente votata agli accessori delle linee giovani prodotte da ITTIERRE.

Supportato da ITTIERRE Accessories, la divisione specializzata nella produzione degli accessori delle linee giovani griffate, il nuovo modello distributivo permette di valorizzare i singoli marchi attraverso prodotti dall'alto contenuto moda presentati in un format unico dedicato.

2.1 RICLASSIFICAZIONE FINANZIARIA DELLO STATO PATRIMONIALE

		IMPIEGHI	FONTI		
2008		LIM 14.387	Pass.corren 462.322	504.308	
		LID 352.887			
		MAG 137.034			
		Att.Mat 50.665	Pass.cons. 265.525	326.330	727.525
		Att.IMM 242.705			
		ALTRE 32.960	Patr. Netto 102.791		
		803.638	803.638		

		IMPIEGHI	FONTI		
2007		LIM 21.680	Pass.corren 497.738	494.219	
		LID 331.907			
		MAG 140.632			
		Att.Mat 53.104	Pass.cons. 272.379	330.659	710.117
		Att.IMM 243.696			
		ALTRE 33.859	Patr. Netto 114.761		
		824.878	824.878		

1. ANALISI DELLA REDDITIVITA'

CONTO ECONOMICO ANNO 2007

(in thousands of Euro)	Note	Year ended December 31,	
		2007	2006
Net revenues	3	635,928	695,119
Change in inventory of finished goods and work in progress		12,794	(15,291)
Other operating income		15,235	10,022
Cost of materials used		(207,581)	(216,620)
Service costs	4	(233,706)	(262,955)
Personnel expenses	5	(66,150)	(67,193)
Other operating expenses		(40,900)	(34,642)
Depreciation/amortization		(69,130)	(71,579)
Operating income		46,490	36,861
Financial charges	6	(35,558)	(37,442)
Financial income	7	1,374	1,454
Income (loss) before tax		12,306	873
Income taxes	8	(7,484)	(12,366)
Net income (loss) for the period		4,822	(11,493)
Attributable to:			
Shareholders of the parent		3,411	(12,745)
Minority interest		1,411	1,252
		4,822	(11,493)
Earnings per share (basic and diluted)	31	0.01	(0.05)

CONTO ECONOMICO SEMESTRALE 2008

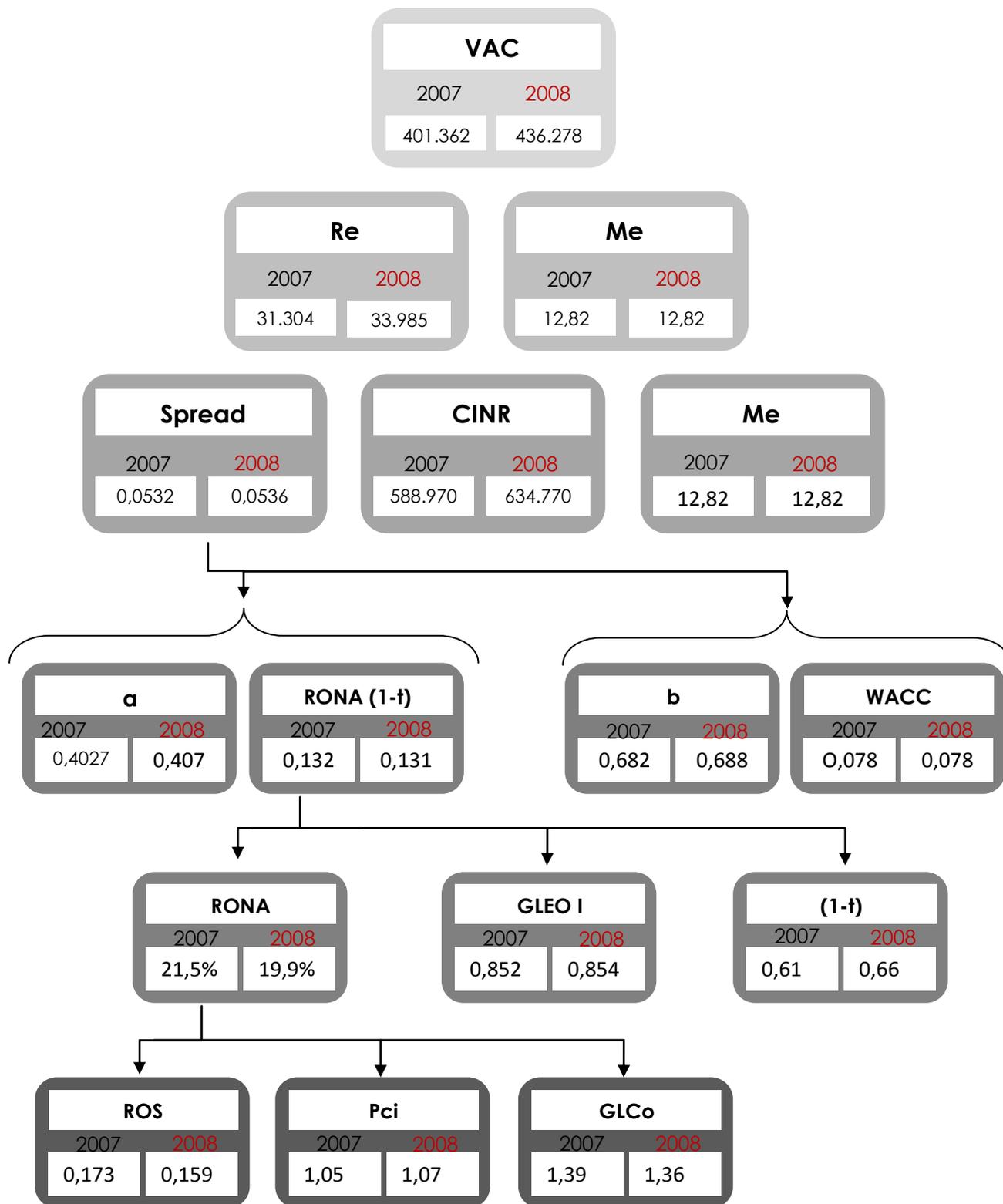
(Migliaia di euro)	Nota	Semestre chiuso al 30 giugno		Trimestre chiuso al 30 giugno	
		2008	2007	2008	2007
Ricavi netti	4	304.288	319.211	114.151	126.911
Variazione delle rimanenze di prodotti finiti e prodotti in corso di lavorazione		(1.431)	11.611	16.649	23.097
Altri ricavi		4.897	5.340	1.971	2.868
Consumi di materie prime e materiali		(92.306)	(104.191)	(48.232)	(56.789)
Costi per servizi		(104.673)	(122.177)	(44.608)	(55.442)
Costi per il personale		(38.863)	(32.202)	(18.423)	(14.736)
Altri oneri di gestione		(22.236)	(18.068)	(12.321)	(9.362)
Ammortamenti		(35.321)	(33.829)	(15.602)	(13.657)
Risultato operativo	4	14.355	25.695	(6.415)	2.890
Oneri finanziari		(18.760)	(17.184)	(9.836)	(8.907)
Proventi finanziari		645	659	335	329
Risultato prima delle imposte		(3.760)	9.170	(15.916)	(5.688)
Imposte sul reddito		(6.102)	(7.423)	756	1.305
Risultato netto del periodo		(9.862)	1.747	(15.160)	(4.383)
Attribuibile a:					
Azionisti della capogruppo		(10.552)	1.134	(15.237)	(4.458)
Interessanza di terzi		690	613	77	75
		(9.862)	1.747	(15.160)	(4.383)
Utile (perdita) per azione ordinaria (base e diluito) espresso in unità di euro		(0,04)	0,01	(0,02)	(0,02)

CAPITOLO 6

ANALISI ECONOMICO-FINANZIARIA ORIENTATA AL VALORE.

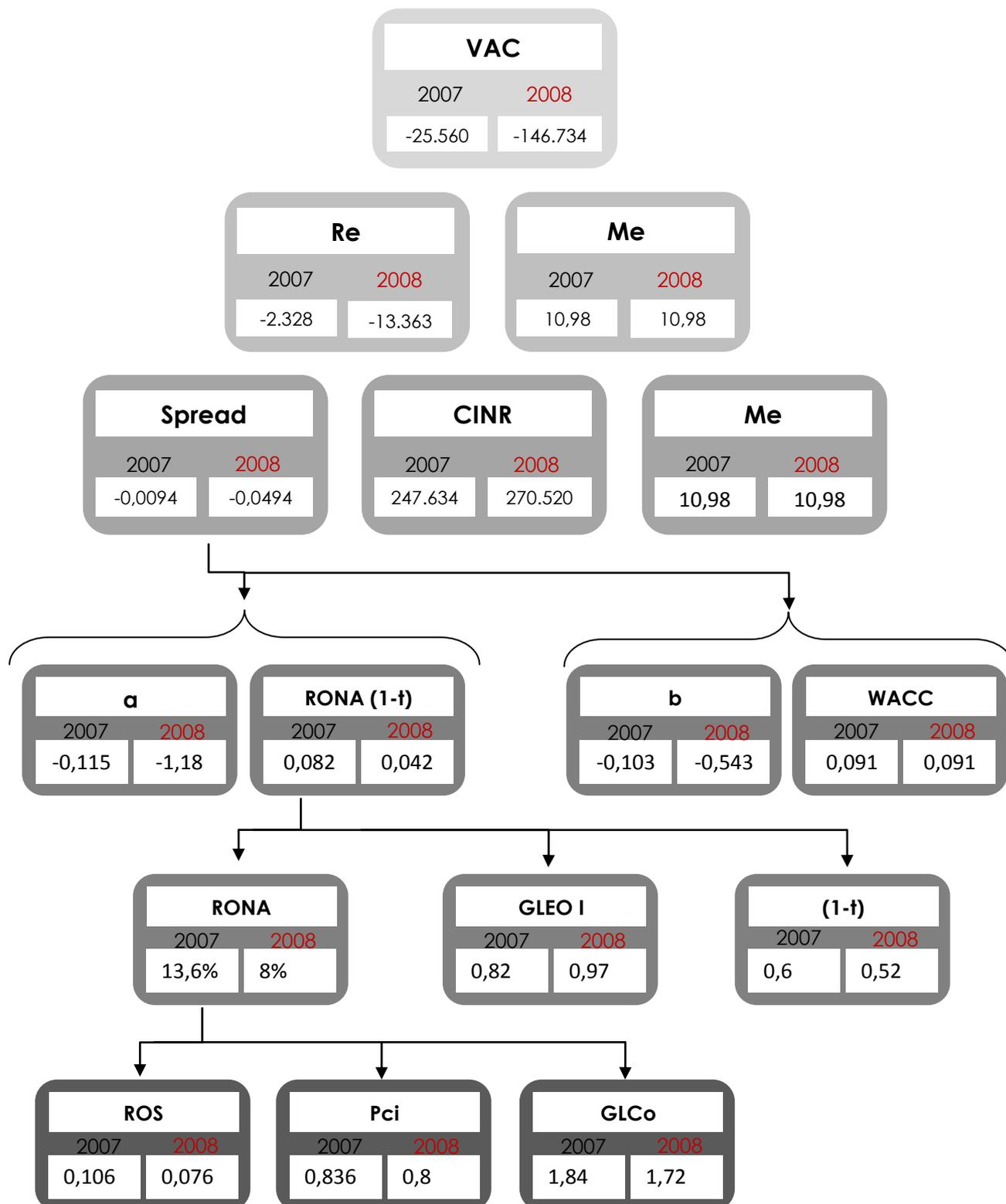
1. Diagramma del valore: TOD'S.

DIAGRAMMA DEL VALORE.



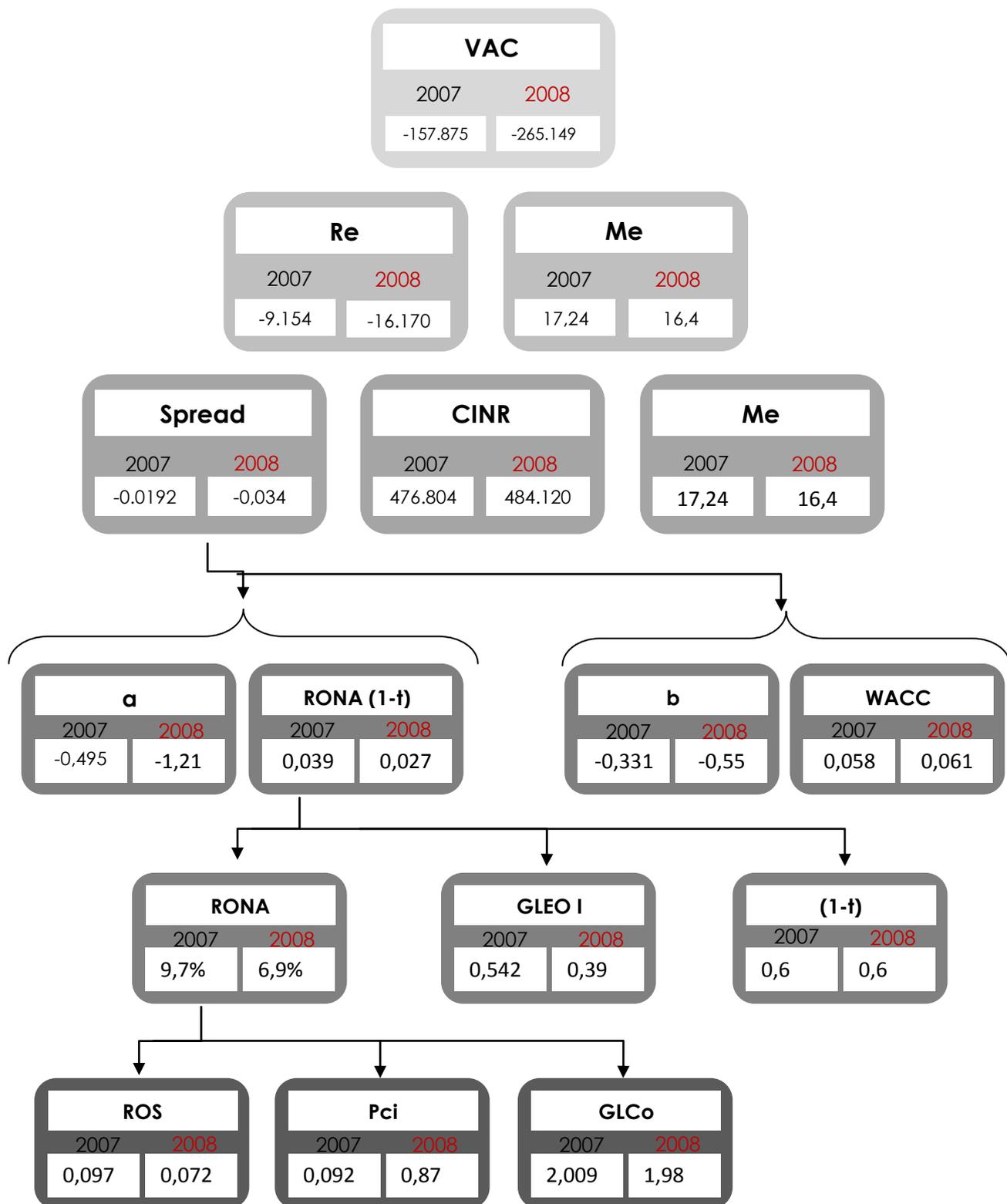
2. Diagramma del valore: AEFEE.

DIAGRAMMA DEL VALORE.



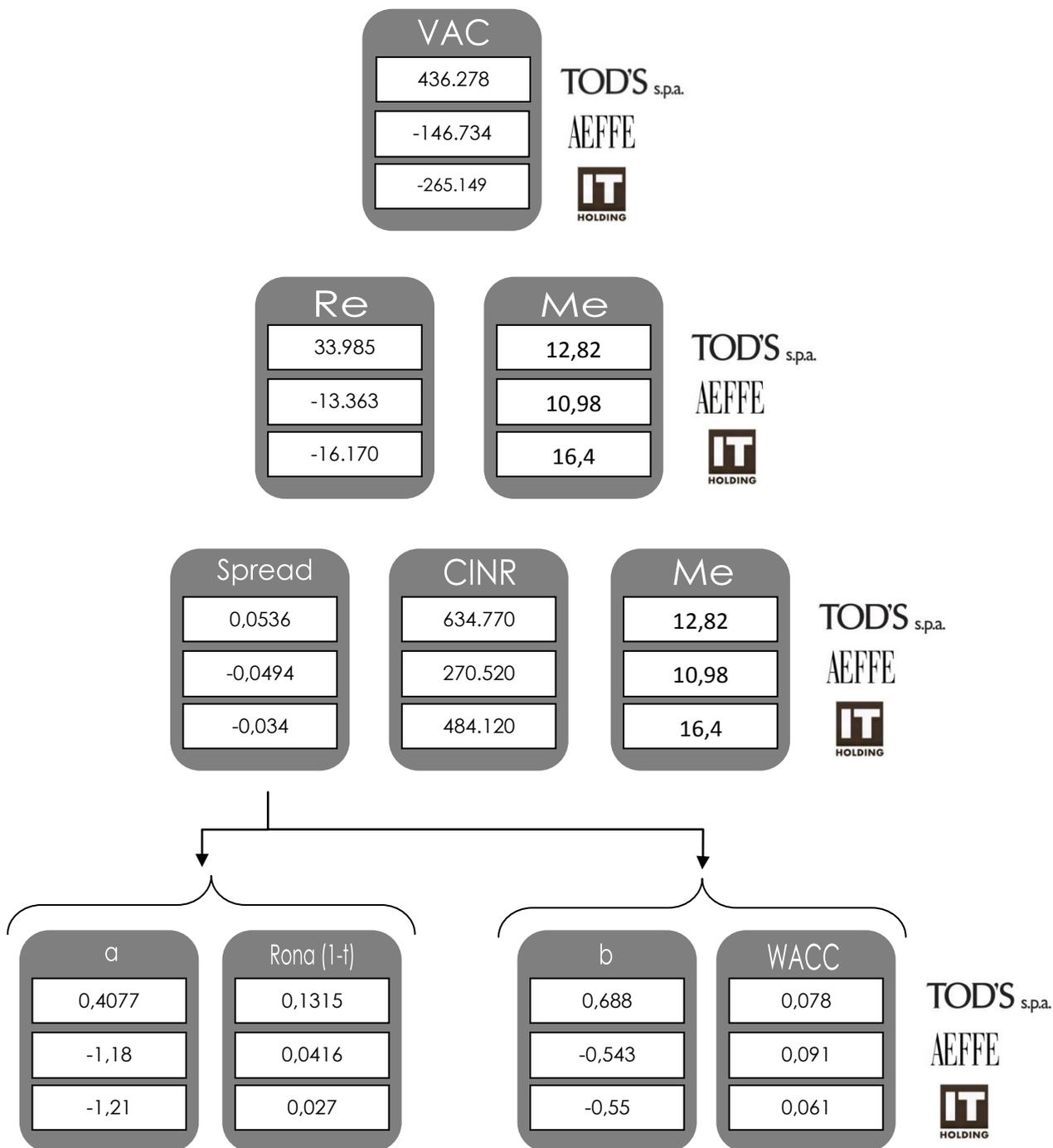
3. Diagramma del valore: IT Holding.

DIAGRAMMA DEL VALORE.



3.1 DIAGRAMMA AGGREGATO DEL VALORE.

2008

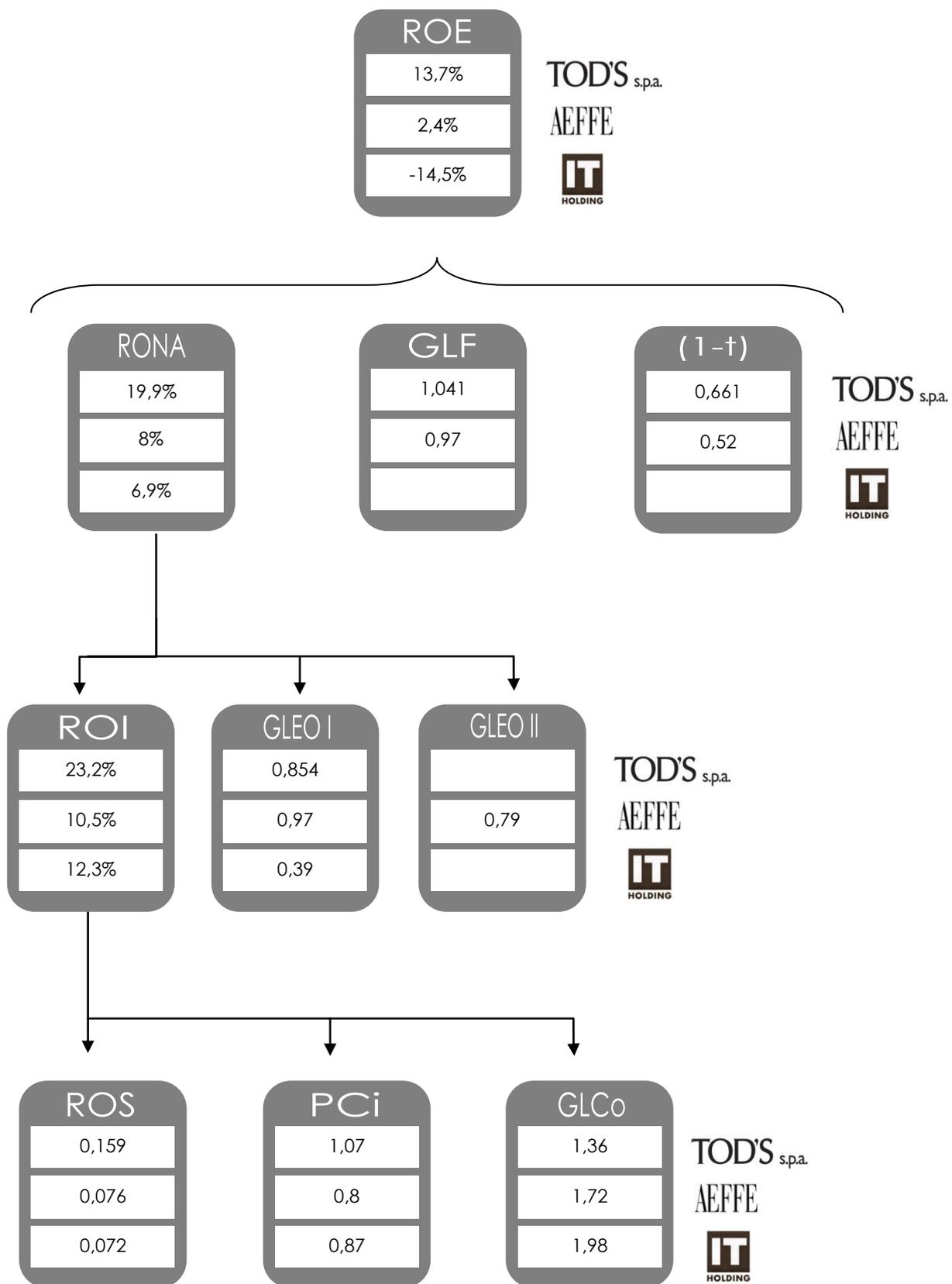


5.2 ANALISI DELLA REDDITIVITA' COMPARATA.

	2008		
	TOD'S s.p.a.	AEFFE	IT HOLDING
ROI =	23,2%	10,5%	12,3%
RONA NOR.=	19,9%	13,2%	6,9%
RONA INT. =		8%	
ROE lordo=	20,7%	7,8%	-2,4%
ROE netto=	14%	5,3%	-14,5%
ROE netto gruppo	13,7%	4%	

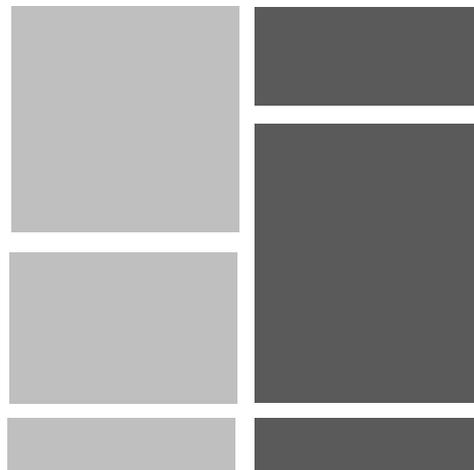
ALBERO DEL ROE COMPARATO.

2008

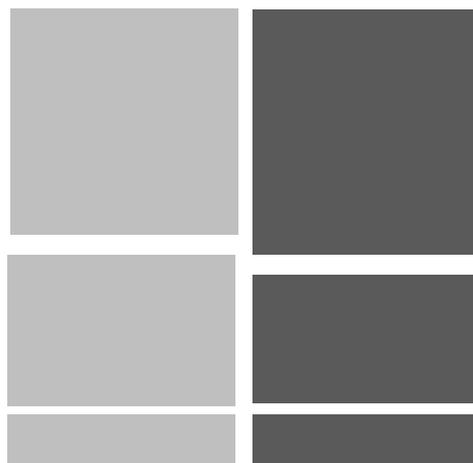


5.4. ANALISI PATRIMONIALE AGGREGATA.

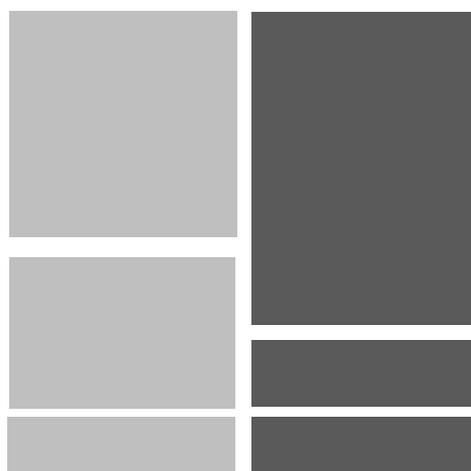
TOD'S s.p.a.



AIEFFE



IT
HOLDING



2008

TOD'S s.p.a.

AEFFE



COMPOSIZIONE

Rigidità $\frac{Af}{CI}$

41%

61%

40%

Elasticità $\frac{Ac}{CI}$

59%

39%

60%

Aut.Fin $\frac{Mp}{CI}$

74%

46%

10%

Indebitam.. $\frac{Pt}{CI}$

26%

54%

90%

Q.Indebitamento $\frac{Pt}{Mp}$

34%

1,17

7,09

Q. indeb. fin. $\frac{Pass.fin}{MP}$

5%

38%

3,75

SOLIDITA'

I: $\frac{MP}{Af}$

Q. di Struttura

1,81

0,75

0,31

II: $\frac{MP+PassCo}{Af}$

1,93

1,1

1,13

LIQUIDITA'

Q. Liquidità

 $\frac{LIM+LI}{PC}$

2,92

1,17

1,1

Q. Tesoreria

 $\frac{LIM+LI}{PC}$

1,43

0,62

0,80

VALUTAZIONE DEI RISULTATI.

4. CONCLUSIONI.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

CARLO CARMIELLO, FABRIZIO DI LAZZARO, GIOVANNI FORI:

"Indici di bilancio",

Giuffrè Editore, 2003.

ALESSANDRO MECHELLI:

"Creazione di valore e stima del risultato di periodo",

Giuffrè Editore, 2005.

LORENZO POZZA :

"La misurazione della performance d'impresa",

EGEA, 2000.

ALFRED RAPPAPORT:

"La strategia del valore",

Franco Angeli, 1997.

GIANFRANCO ZANDA, MARCO LACHINI, TIZIANO ONESTI :

"La valutazione delle aziende",

G. Giappichelli Editore, 2001.

SITI INTERNET CONSULTATI

www.aeffe.com

www.altagamma.it

www.borsaitaliana.it

www.confindustria.it

www.ilsole24ore.com

www.ittierre.it

www.milanoinanza.it

www.tods.com