



FACOLTA' DI ECONOMIA E DIREZIONE DELLE IMPRESE

Indirizzo MANAGMENT 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

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 AEFPE S.p.a.

1. Il gruppo Aefpe 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

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, commisurate 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 che 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

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 di 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

Il campione preso in considerazione per l'analisi è costituito dalle seguenti 68 imprese, raggruppati secondo le pagelle:

• **Active:**

Adidas, Nero per il tempo libero, Columbia Sportswear, Gildan Activewear, K-Swiss, Nike, Quicksilver.

- **Abbigliamento:**

Aeffe, Burberry, Escada, Gerry Weber, G-III Apparel Group, Guess, Jones Apparel, Link Theory Holdings, Liz Claiborne, Perry Ellis, Phillips Van Heusen, Polo Ralph Lauren, VF.

- **Beauty:**

Estée Lauder, Inter Parfums, L'Oréal, Revlon, Shiseido.

- **Grandi Magazzini:**

Debenhams, Marks and Spencer, Nordstrom, Saks.

- **Eyewear:**

Luxottica, Safilo.

- **Fashion Retail:**

Abercrombie & Fitch, Alexon, American Eagle Outfitters, Bebe, Benetton, Chico's, Collective Brands, Esprit, Etam, French Connection, Gap, Hennes & Mauritz, Inditex, Limited Brands, Avanti, Stefanel, Urban Outfitter.

- **Gioielli e orologi:**

Bulgari, Fossil, Movado, Richemont, Swatch, Tiffany.

- **Pelletteria:**

pullman, Deckers Outdoor, Genesco, Geox, Hermès, Kenneth Cole, Mariella Burani Fashion Group, Skechers, Timberland, Tod's, Weyco, Wolverine World Wide.

Anche se le aziende della moda e del lusso presentano modelli di business molto complessi, in termini di integrazione verticale, diversificazione, marchio e strategie di distribuzione, le società sono state raggruppate sulla base del settore da cui provengono (quando rappresenta ancora il core business), cercando un livello accettabile di omogeneità in ciascuno dei gruppi considerati.

Per ogni segmento di mercato verranno forniti dei risultati medi: queste cifre dovrebbero indicare un punto di riferimento per le aziende all'interno del cluster, più che una misura di confronto fra i diversi gruppi

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.

3. 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 redditizi rispetto ai segmenti del mercato di massa.

3.2. Analisi delle Performance per area geografica

Guardando il campione per nazionalità, nel 2008 le imprese italiane mostrano una crescita media delle vendite inferiore a quella delle società del resto d'Europa e persino degli Stati Uniti.

Più in dettaglio, l'Italia sta mostrando una tendenza verso il progressivo e sempre più accentuato rallentamento della crescita, considerando i tassi medi di crescita del fatturato del 16% nel 2006 del 10% nell'anno fiscale 2007 e solo dell'1,6% nel 2008.

Le aziende degli Stati Uniti mostrano una contrazione simile ma meno accentuata, passando dal 10% nel 2006 e 2007 a solo il 2,8% in anno fiscale 2008.

Per quanto riguarda la redditività, si rileva che le imprese statunitensi e francesi hanno ottenuto risultati migliori delle società italiane e rispetto al resto d'Europa.

Le imprese italiane ed europee mostrano contrazione simili in termini di redditività (ROI in entrambi i casi è stata abbastanza stabile nel tempo e poi si è ridotta di circa il 3% nel 2008). Ad eccezione fatta delle imprese francesi la cui redditività è stata solo marginalmente colpita dalla recessione economica, in quanto hanno fatto registrare una riduzione del ROI del solo 1%.

Al contrario, le imprese statunitensi mostrano una sostanziale diminuzione della redditività, da una media del 15% nel 2007 a meno del 10% nell'anno fiscale 2008.

3.3. Analisi delle performance per cluster.

Crescita MEDIA delle vendite

In linea con gli anni precedenti, nel 2008 i tassi medi di crescita delle vendite sono molto diversi tra cluster. Non sorprende che, tutti i cluster registrato un sostanziale riduzione dei tassi di crescita media delle vendite .

Quest'ultimo risulta, in ogni caso, essere ben al di sopra della media sia per le imprese dell'abbigliamento che per le pelletterie. Al contrario, Fashion Retail e Occhiali hanno registrato dei rallentamenti delle vendite vicino all' 1%. Gioielli & Orologi e sono i cluster con una riduzione media delle vendite rispetto al 2007 decisamente superiore: in media, le imprese appartenenti a tali segmenti hanno perso rispettivamente tra l' 1,4% e 0,8% nell' anno fiscale 2008. Non solo, ma questi gruppi sono anche tra quelli che hanno dovuto affrontare il forte nei consumi calo nel corso del tempo, insieme al settore Tessile / Abbigliamento. In effetti, nel 2007 il tasso medio di crescita delle vendite è stato pari al 12,4% per le società di abbigliamento, al 5,9% per i Grandi magazzini e al 11,5% per le imprese che operano ne business di Gioielli & Orologi

Rendimento degli investimenti di cluster

Per quanto riguarda il ritorno sugli investimenti, Pelletteria, Gioielli & Orologi, bellezza e Fashion Retail sono risultati migliori. Le società che operano nella pelletteria mostrano un ROI più alto, pari al 18%, seguita da Bellezza (con pari al 14% ROI) e quindi delle imprese del Orologi e Gioielli & Business Fashion Retail (con ROI rispettivamente uguale a 12 e il 10%). Gli altri gruppi hanno registrato performance inferiori rispetto alla media delle imprese nel campo della moda e dei beni di lusso (il cui ROI medio è pari al 9,4%). Tuttavia, su base relativa, è importante notare che l'unico gruppo con un incremento medio del ROI più elevato è Beauty (attestandosi a 13-14%).

In linea con il passato, il settore Fashion Retail presenta il più alto assets turnover (pari a 1,51), confermando che il controllo diretto sulla domanda dei consumatori e la catena di approvvigionamento associate all'integrazione verticale nella vendita al dettaglio aiuta a massimizzare i volumi e l'efficienza aziendale. Sorprendentemente, le aziende d' Abbigliamento mostrano anche un buon asset turnover ratio (1,46), anche se il loro margine EBIT medio è davvero basso (2%), facendo così registrare un ROI medio molto scarso (quasi l'1%).

Margine EBITDA di cluster

Nell'anno fiscale 2008, le aziende del mondo della moda e del lusso mostrano margini EBITDA pari al 13,0%. La tendenza generale è decrescente, con un margine EBITDA ridotto in ogni gruppo fatta eccezione del settore della bellezza, dove il risultato operativo prima delle imposte e gli ammortamenti è aumentato dell'1% nel 2008.

I gruppi che hanno realizzato i migliori risultati sono la Pelletteria (17,0%) e Gioielli & Orologi (17%), seguite dalla bellezza (il margine EBITDA è pari al 16%), e poi dagli occhiali (15%). In linea con gli anni precedenti, i margini di abbigliamento sono ben inferiori a quelli delle Pelletteria, confermando che la maggiore complessità del business comporta una diminuzione dei margini operativi. Allo stesso modo, i margini per i grandi magazzini sono sostanzialmente inferiori a quelli del Fashion Retail.

Il flusso di cassa e del capitale circolante da cluster

La società del campione generano un flusso di cassa potenziale pari al 10,1% delle vendite e un cassa netto pari all' 8,3% delle vendite. Ciò significa che, in media, i cambiamenti delle attività operative assorbono liquidità per circa il 2% delle vendite, più o meno in linea con gli anni precedenti. Tuttavia, il peso medio del WC per le vendite è aumentato fino al 20,2%,. Molte aziende di moda e di lusso non sono state in grado di rispondere ad un deterioramento della crescita dei profitti con una migliore efficienza e con il miglioramento della gestione delle scorte.

L'azienda media dimostra ancora di essere molto rigida, condizionata da un aumento del tempo medio del ciclo del circolante che incide fortemente sulla redditività attraverso il deterioramento del capitale.

In generale, la capacità di generare flusso di cassa da parte delle imprese operanti nel settore della moda e del lusso, presenta una tendenza alla diminuzione. Tuttavia, grandi magazzini e società nel business degli occhiali sono in grado di aumentare il cash flow, rispettivamente dal 7 al 10% e dal 10 al 12%. Società nel settore della pelletteria mantengono il loro cash flow sostanzialmente invariato (e pari al 10%). Tutti gli altri gruppi mostrano una riduzione del rapporto tra le vendite consolidate e la generazione di flussi di cassa.

Il gruppo degli occhiali, con una capacità di generazione di cassa pari al 12%.

Seguono le società di bellezza e Pelletteria. Le società di Gioielli & Orologi e Abbigliamento trasformano in denaro appena il 7 e il 5% delle loro vendite, ben al di sotto della media del settore.

Tuttavia, è importante affermare ancora una volta che, dal momento che la capacità di generazione di cassa è fortemente dipendente dall'andamento gestionale specifico di ciascuna impresa.

Per esempio, nell' Abbigliamento, alcune aziende, come Guess, Polo Ralph Lauren e VF mostrano il rapporto tra flusso di cassa e vendite ben al di sopra della media (pari a 12,6, 12.1 e 11.5%, rispettivamente). Tra le società della Pelletteria, Coach ed Hermès dimostrano la capacità non comune di generare flussi di cassa (cash flow in rapporto alle vendite pari rispettivamente a 25,4 e il 14,7%).

Investimenti da parte dei gruppi

Si può tranquillamente affermare che la moda e il lusso sono diventati un business ad alta intensità di capitale. Infatti anche se il tasso medio di crescita del settore ha subito un rallentamento negli ultimi due anni, le aziende del lusso hanno continuato a sostenere una politica molto aggressiva di investimenti fino al 2007. Nel 2008, il tasso medio di crescita degli investimenti core è iniziato a decrescere.

Tuttavia, il rapporto tra investimento e ammortamento è del 124,5% indicatore di una crescita più moderata, ma comunque positiva. Abbastanza sorprendentemente, la riduzione del livello degli investimenti totali che non era stata così evidente ad una prima analisi: il rapporto medio nell'anno fiscale 2008 è stato pari al 4,9%, da -1,1% del 2007. Questo suggerisce che, nonostante il deterioramento dei principali risultati economici, la maggior parte degli operatori del settore non hanno drasticamente ridotto gli investimenti: circa il 25% delle aziende del nostro campione hanno effettuato acquisizioni nel 2008. Im merito al tipo di destinazione, una parte consistente di questi investimenti è rappresentata dall'apertura di nuovi negozi. Questo suggerisce che, nonostante il rallentamento delle performance, molte aziende hanno deciso di non rinviare investimenti previsti nella loro rete di vendita al dettaglio.

Pelletteria e Active sono i gruppi con il più alto tasso di crescita della percentuale di negozi, rispettivamente pari a 17 e il 13%,. Dopo di loro, troviamo Abbigliamento e Gioielli & Orologi, entrambe con 11%

3.4 Analisi delle performance per segmento di mercato

L'analisi dei segmenti di mercato, è focalizzata su Abbigliamento e Pelletteria .

Definire e identificare i segmenti di mercato della moda e del lusso è estremamente complicato, perché le aziende della moda e del lusso sono molto spesso multi-brand, multi-business e multi-players e multi-segment. Informazioni più dettagliate sui marchi, le imprese e le categorie non sono disponibili nelle relazioni pubbliche, e per di più il posizionamento di una marca può variare da una zona geografica all'altra. Tuttavia, abbiamo definito i segmenti di mercato prendendo in considerazione i seguenti criteri:

- assortimenti e prezzi disponibili sui siti web delle aziende;
- presenza di designer noti nel portafoglio di marchi
- *il peso dei diversi segmenti sul totale delle vendite consolidate (ove disponibili).*

La segmentazione risultante è la seguente:

• Abbigliamento:

- High End: Aeffe, Burberry, Escada, Polo Ralph Lauren; - Medium: Gerry Weber, Guess, Link Theory Holdings, Liz Claiborne, Phillips Van Heusen; - Mass Market: G-III Apparel Group, Jones Apparel, Perry Ellis, VF.

• Pelletteria:

- High End: Hermès, Tod's; - Medium: pullman, Geox, Kenneth Cole, Mariella Burani Fashion Group, Timberland; - Mass Market: Deckers Outdoor, Genesco, Skechers, Weyco, Wolverine World Wide.

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

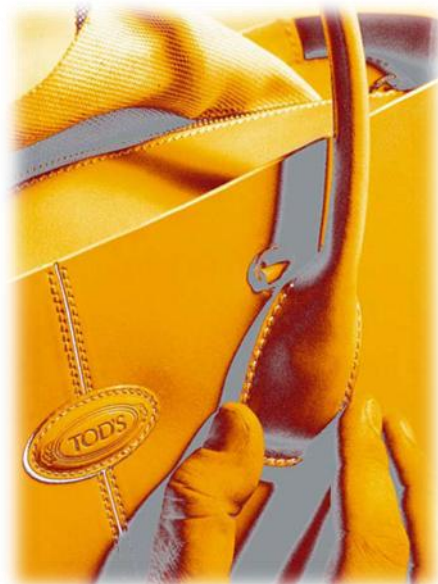
Il Gruppo TOD'S opera nel settore del lusso, con marchi di proprietà (TOD'S, HOGAN e FAY) ed in licenza (ROGER VIVIER). E' attivo nella creazione, produzione e distribuzione di calzature, di articoli di pelletteria ed accessori e di abbigliamento. La missione dell'azienda è offrire ai consumatori del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

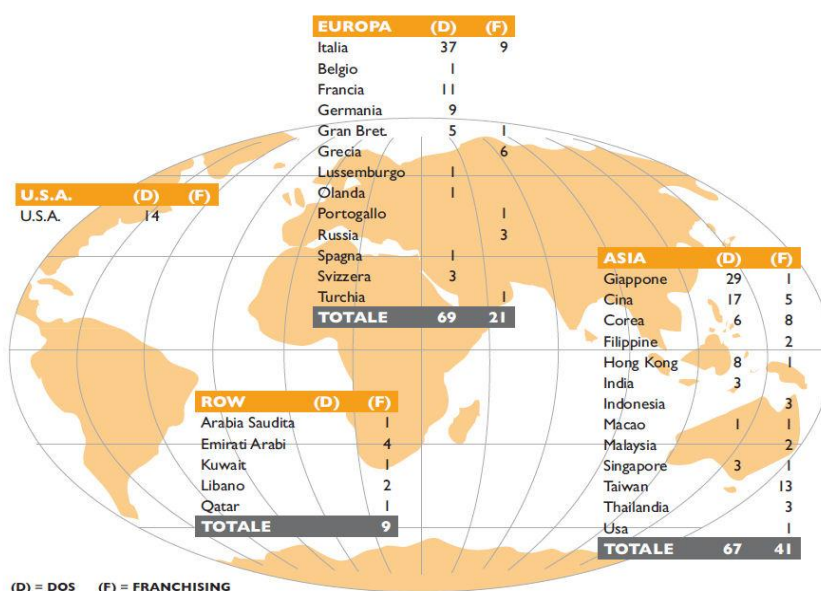
Per la produzione della linea di abbigliamento, il Gruppo utilizza esclusivamente selezionati laboratori esterni specializzati, ciò che consente di usufruire dell'elevato grado di specializzazione di ognuno di essi nella realizzazione dei singoli prodotti che costituiscono l'offerta della linea abbigliamento.



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)	(Italia)
Roma	(Italia)
Roma	(Italia)
Europa	
Berlino	(Germania)
Mendrisio	(Svizzera)
Monaco	(Germania)
Usa	
Dallas	(Texas)
Far East	
Hong Kong	(Cina)
Kyoto	(Giappone)
Sendai	(Giappone)
Beijing (*)	(Cina)
Beijing	(Cina)
Changsha	(Cina)
Chengdu (*)	(Cina)
Chongqing	(Cina)
Dalian	(Cina)
Hangzhou (*)	(Cina)
Kunming	(Cina)
Nanjing	(Cina)
Qingdao	(Cina)
Sanya	(Cina)
Shanghai (*)	(Cina)

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

Franchising, le nuove aperture del 2008

Europa	
Salonicco	(Grecia)
Atene (4)	(Grecia)
Far East	
Hong Kong	(Cina)
Jakarta	(Indonesia)
Kuala Lumpur	(Malesia)
Manila	(Filippine)
Seoul	(Corea)
Macao	(Macao)
Taiwan	(Taiwan)
Middle East	
Doha	(Qatar)

(*) Conversione rete in franchising

1.4I 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.

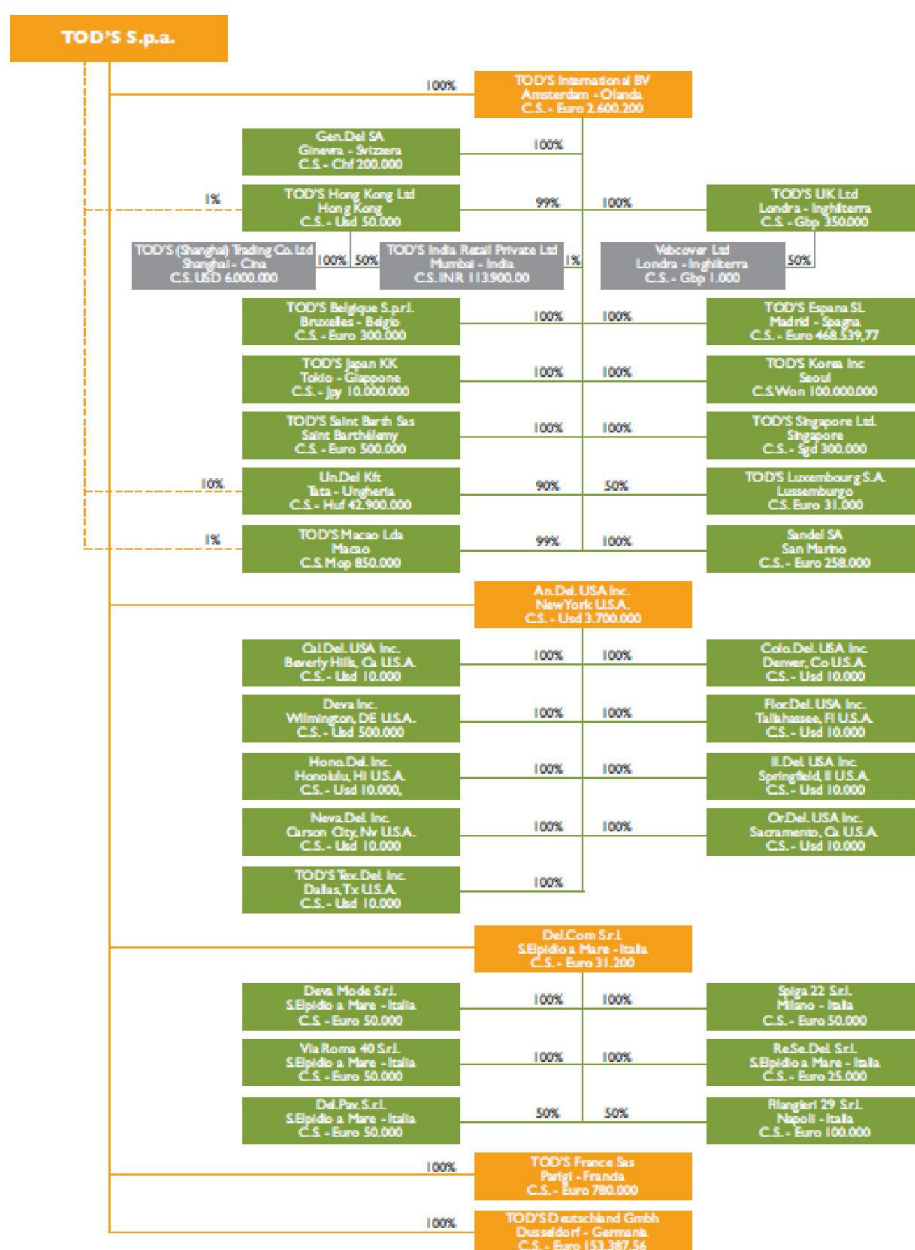


I prodotti FAY sono indossabili ovunque: dallo stadio all'ufficio, dalla città alla campagna. La collezione FAY comprende, ad ogni stagione, prodotti innovativi e riconoscibili da uomo, da donna e da bambino

1.5 LA STRUTTURA ORGANIZZATIVA DEL GRUPPO

La struttura organizzativa ruota attorno alla TOD'S S.p.a., società capogruppo proprietaria dei marchi TOD'S, HOGAN e FAY, licenziataria del marchio ROGER VIVIER, nonché polo produttivo e distributivo del Gruppo.

L'organizzazione si completa, anche attraverso alcune *sub-holdings*, con una serie di società commerciali alle quali è interamente delegata la distribuzione *retail* attraverso la rete dei DOS (*Directly Operated Stores*). Ad alcune di esse, localizzate in punti strategici dei mercati internazionali, nell'ambito della "catena del valore" sono assegnati importanti ruoli nei processi di distribuzione dei prodotti, di *marketing & promotion* e di *public relations*, garantendo nello stesso tempo l'imprescindibile omogeneità di immagine che i marchi del Gruppo si impongono a livello mondiale.



1.6 Principali eventi ed operazioni del periodo

Il 2008 sarà ricordato per il crollo dei mercati mondiali, uno "tsunami finanziario" che non si vedeva dai tempi della Grande Depressione americana del 1929, che ha sconvolto le borse di tutto il mondo e travolto vere e proprie istituzioni dell'economia finanziaria internazionale, come Lehman Brothers e Bear Stearns.

Innescata dal *default* dei *subprimer* USA, ovvero di una folta schiera di debitori particolarmente a rischio a cui erano stati concessi mutui ipotecari scommettendo sulla garanzia di una continua crescita del mercato immobiliare e sul basso costo del denaro, la crisi ha investito tutti i mercati finanziari, esportata dagli istituti di credito statunitensi tramite raffinate ed azzardate operazioni di finanza derivata, che hanno provocato il dissesto di una lunga serie di banche e istituti finanziari che su quegli strumenti finanziari derivati (c.d. titoli "spazzatura") avevano basato la propria operatività e redditività.

Repentini sono stati gli effetti sull'economia reale: è infatti ormai evidente ed assodato che dalla metà del mese di settembre, periodo in cui la crisi si è intensificata, le difficoltà del settore finanziario si sono riflesse sull'economia reale, fino a determinare una recessione a livello planetario. La contrazione della ricchezza prodotta è al momento particolarmente severa in due delle principali economie, quella statunitense e quella giapponese, con ovvie ripercussioni sull'intero sistema economico, per gli effetti indotti dalla contrazione degli investimenti e dei consumi privati.

Nonostante il varo da parte di tutti i governi centrali di una serie diversificata di aiuti ai settori finanziario, industriale e privato, con l'obiettivo principale di arginare la crisi economica e fermare l'emorragia di posti di lavoro, la fiducia delle imprese e dei consumatori, dopo aver determinato una brusca frenata ed una successiva stagnazione sul fronte dei consumi, stenta a riprendere quota, procrastinando al 2010 l'aspettativa di una probabile ripresa.

In questo difficile contesto economico e finanziario, anche il settore della moda e del lusso è messo a dura prova: il Gruppo TOD'S continua comunque a vantare anche per il 2008 conti in crescita, seppure ad un tasso inferiore rispetto ai precedenti esercizi, grazie alla forza dimostrata dai marchi del Gruppo ed all'oculatazza delle sue strategie di sviluppo e diversificazione dei mercati.

Lo sviluppo dei DOS in Cina

Il 2008 è stato un anno molto importante nell'attuazione delle strategie distributive nel mercato cinese. Il Gruppo ha proceduto al rilievo, attraverso la controllata TOD'S (Shanghai) Trading Co. Ltd, delle attività dei DOS identificati nel bilancio 2007 come *Special Purpose Entities* (Shanghai (2), Pechino, Hangzhou e Chengdu) e, con una serie di nuove aperture nelle principali città del continente, ha portato a diciassette il numero dei DOS operativi nella Cina continentale, al 31 dicembre 2008.

Il nuovo mercato indiano.

Tra i primi *brands* del lusso ad operare come *retailer* in India, il Gruppo ha avviato, nel 2008, la distribuzione dei prodotti a marchio TOD'S, inaugurando tre importanti *boutiques* a gestione diretta (DOS) rispettivamente a Bangalore, Delhi e Mumbai, all'interno di nuovissimi *Malls*, dedicati esclusivamente a *luxury brands*.

ROGER VIVIER a Milano.

Ad inizio anno, è stata inaugurata la "*maison*" ROGER VIVIER di Milano, in Via Sant'Andrea, in un prestigioso edificio del XVIII secolo. La nuova *boutique*, la seconda per dimensione in Europa, porta quindi a cinque il numero dei monomarca interamente dedicati al marchio, aggiungendosi a quelli di Parigi, Londra, New York e Hong Kong.

Il nuovo flagship di Roma.

Il 2 febbraio ha aperto a Roma, in Via dei Condotti, un nuovo negozio TOD'S, interamente dedicato al mondo femminile.

Nuovi *concepts* architettonici. Con l'apertura dei nuovi negozi TOD'S e HOGAN di Roma, e il *restyling* del più grande dei negozi TOD'S al mondo, il *flagship store* di Milano (Via della Spiga), e di quello di Londra (Bond Street), ha trovato attuazione operativa il progetto architettonico finalizzato alla realizzazione del nuovo *concept*, per i negozi a marchio TOD'S ed HOGAN.

Al 31 dicembre 2008, la rete distributiva del Gruppo è composta da 150 DOS e 71 negozi in *franchising*, rispetto a 125 DOS e 63 negozi in *franchising* del 31 dicembre 2007.

2. STRUTTURA PATRIMONIALE DEL GRUPPO

STATO PATRIMONIALE

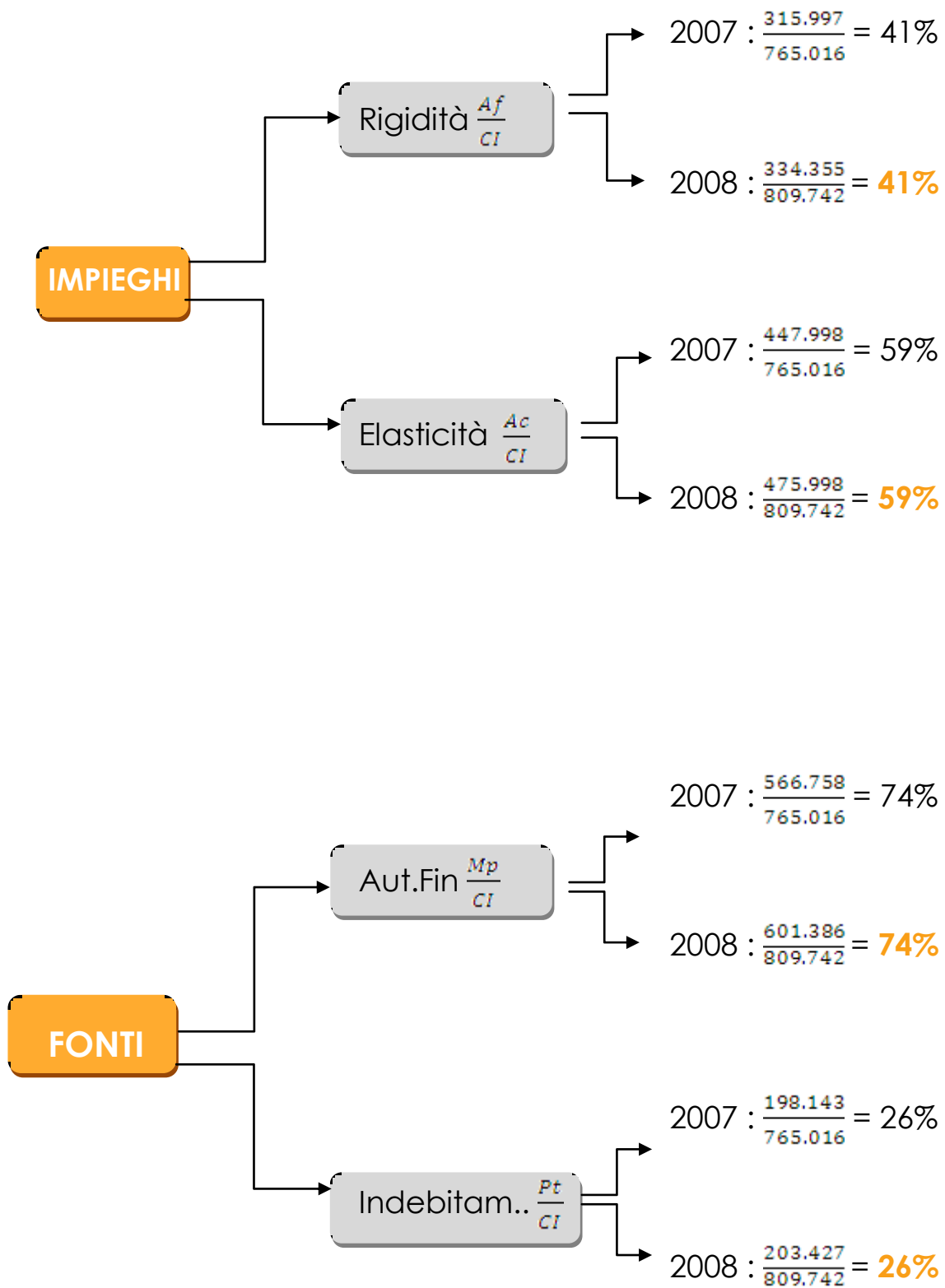
Euro/000	Note	31.12.08	31.12.07
Attività non correnti			
<i>Attività immateriali</i>			
Attività a vita utile indefinita	8	149.024	148.961
Avviamenti a vita utile definita	9	36.121	40.124
Altre attività a vita utile definita	9	11.102	9.451
Totale attività immateriali		196.247	198.536
<i>Attività materiali</i>			
Immobili e terreni	10	41.952	41.338
Impianti e macchinari	10	5.845	7.184
Attrezzature	10	12.750	11.761
Opere su beni di terzi	10	33.649	24.413
Altre	10	19.216	16.012
Totale attività materiali		113.412	100.708
<i>Altre attività</i>			
Investimenti immobiliari	12	53	56
Partecipazioni	13	20	20
Attività fiscali differite	20	18.435	12.146
Altre		6.188	4.531
Totale altre attività		24.696	16.753
Totale attività non correnti		334.355	315.997
Attività correnti			
Rimanenze	14	242.076	218.731
Crediti commerciali	15	108.386	108.410
Crediti tributari	15	1.612	2.670
Attività per derivati	18	3.927	3.763
Altre	15	18.110	18.671
Disponibilità liquide		101.276	95.753
Totale attività correnti		475.387	447.998
Attività attribuibili ad attività destinate alla dismissione	7		1.021
Totale attività		809.742	765.016

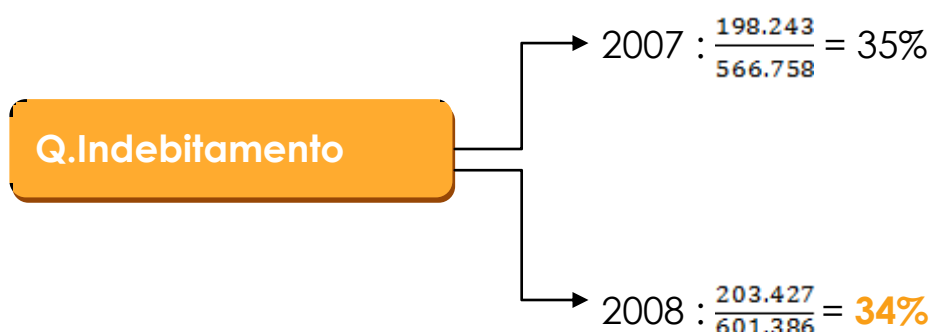
Euro/000				
	Note	31.12.08	31.12.07	
Patrimonio netto del Gruppo				
Capitale sociale	16	60.962	60.962	
Riserve di capitale	16	213.983	215.938	
Azioni proprie	16			
Riserva copertura e traduzione	16	(9.780)	(4.245)	
Altre Riserve	16	252.772	211.704	
Risultato di periodo	16	83.449	77.332	
Patrimonio netto del Gruppo		601.386	561.691	
Di terzi				
Capitale e riserve di terzi		3.790	3.673	
Risultato di periodo di terzi		1.139	1.394	
Patrimonio netto di terzi		4.929	5.067	
Totale Patrimonio netto		606.315	566.758	
Passività non correnti				
Accantonamenti per rischi	22	501	434	
Passività fiscali differite	20	20.924	17.581	
Fondi relativi al personale	24	10.875	10.571	
Altre			3.000	
Scoperti bancari e finanziamenti non correnti	17	8.340	10.234	
Totale passività non correnti		40.640	41.820	
Passività correnti				
Debiti commerciali	21	113.114	118.688	
Debiti tributari	21	6.961	7.594	
Strumenti derivati	18	4.059	759	
Altre	21	18.548	17.404	
Scoperti bancari e finanziamenti correnti	17	20.105	11.978	
Totale passività correnti		162.787	156.423	
Passività attribuibili ad attività destinate alla dismissione	7		15	
Totale Patrimonio netto e passività		809.742	765.016	

2.1 RICLASSIFICAZIONE DELLO STATO PATRIMONIALE

		IMPIEGHI		FONTI	
2008		LIM	101.276	Pass.correnti	162.787
		LID	132.035	Passa consolid	40.640
		MAG	242.076		
	475.387			Patrimonio Netto	606.315
		Att.IMM	196.247		
		Att.IMM	113.412		
	334.355	ALTRE	24.696		
			809.742		809.742
2007		LIM	95.753	Pass.corr.	156.423
		LID	133.514	Pass consolid.	41.920
		MAG	218.731		
	447.998			Patrimonio Netto	566.758
		Att.IMM.	198.536		
		Att.MAT.	100.708		
	315.997	ALTRE	16.753		
			765.016		765.016

2.2 ANALISI DELLA COMPOSIZIONE





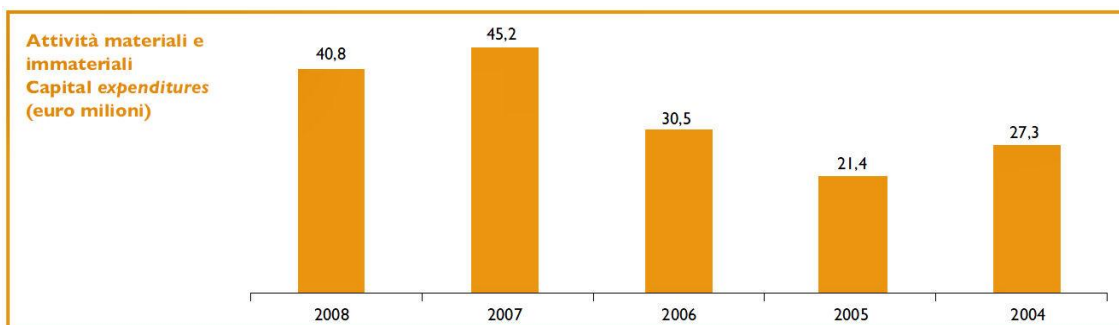
2.2.1 VALUTAZIONE DEI RISULTATI

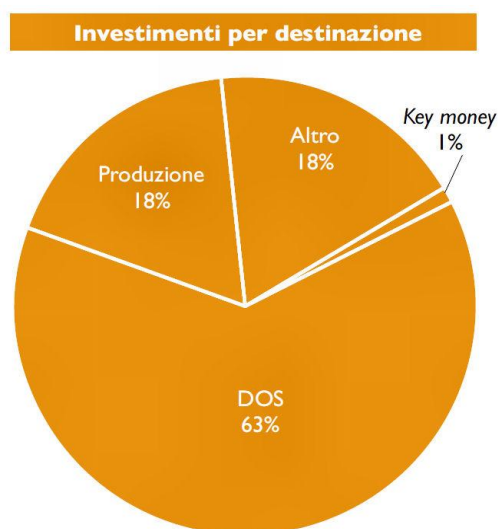
La struttura patrimoniale presenta un elevato grado di **ELASTICITA'**, pressoché immutato rispetto al 2007, testimoniato da un rilevante peso degli impieghi elastici (Attivo Circolante), il cui grado di liquidità è molto più immediato, consentendo un più rapido riadattamento della struttura patrimoniale al mutevole configurarsi delle condizioni di mercato.

a) COMPOSIZIONE DEGLI IMPIEGHI

Attivo Immobilizzato

Per la realizzazione ed il completamento di tutti gli investimenti pianificati per l'esercizio 2008 il Gruppo ha impegnato risorse per 40,8 milioni di euro, contro i 45,2 milioni del 2007. Sono pari a circa 26, i milioni di euro destinati alla rete dei DOS, sia per l'allestimento dei nuovi trenta punti vendita realizzati nel 2008 (incluso il rilievo della rete esistente in Cina), sia per l'attività di *renovation* dei negozi esistenti, per alcuni dei quali (in particolare i *flagship stores* di Milano e Roma, per i marchi TOD'S e HOGAN) il Gruppo ha utilizzato le linee architettoniche previste dai nuovi *concepts* di ciascun marchio. Pari a circa 7,1 milioni di euro il valore degli interventi di sostituzione e ammodernamento degli apparati e delle attrezzature industriali realizzati nel 2008 (7,8 milioni il dato 2007), mentre si è sostanzialmente riallineata su valori standard la spesa nell'area dell'*Information System*, in seguito alla conclusione della prima fase del progetto di rinnovo della piattaforma informatica della rete dei DOS, avviato nel 2007.





Per quanto riguarda la composizione dell' Attivo Fisso:

- con riferimento alle attività materiali, si rileva un incremento di 13,3 mln al netto delle quote di ammortamento, così dettagliato:

(Euro/000)	Immobili e terreni	Impianti e macchin.	Attrezz.	Opere su beni di terzi	Altre	Totale attività materiali
Saldo al 01.01.07	41.704	8.034	9.775	29.219	14.010	102.742
Differenze di traduzione	(1)		(33)	(1.627)	(242)	(1.903)
Incrementi	863	1.165	7.098	5.681	6.872	21.679
Decrementi		(20)	(388)	(310)	(308)	(1.026)
Perdite di valore (Nota 11)			(3)	(398)	(24)	(425)
Altri movimenti						
Ammortamenti del periodo	(1.284)	(1.995)	(4.688)	(8.156)	(4.296)	(20.419)
Saldo al 01.01.08	41.282	7.184	11.761	24.409	16.012	100.648
Attività in dismissione (Nota 7)	56			4		60
Saldo al 01.01.08	41.338	7.184	11.761	24.413	16.012	100.708
Differenze di traduzione	(5)		4	1.333	235	1.567
Incrementi	1.866	601	6.822	17.756	8.712	35.757
Decrementi		(69)	(370)	(168)	(398)	(1.005)
Perdite di valore (Nota 11)			(33)	(806)	(298)	(1.137)
Altri movimenti						
Ammortamenti del periodo	(1.247)	(1.871)	(5.434)	(8.879)	(5.047)	(22.478)
Saldo al 31.12.08	41.952	5.845	12.750	33.649	19.216	113.412
Attività in dismissione (nota 7)						
Saldo al 31.12.08	41.952	5.845	12.750	33.649	19.216	113.412

- Con riferimento alle attività immateriali si rileva un forte peso percentuale delle componenti intangibili, relative al marchio e all'avviamento , con un'incidenza sul totale del Attività non correnti del 44%.

-

(Euro/000)	Marchi	Avvia.to	Differ. consolid.	Totale.
Saldo al 01.01.07	136.390	9.689	2.035	148.114
Differenze di traduzione				
Incrementi	847			847
Altri movimenti				
Perdite di valore (Nota 11)				
Saldo al 01.01.08	137.237	9.689	2.035	148.961
Attività in dismissione (Nota 7)				
Saldo al 01.01.08	137.237	9.689	2.035	148.961
Differenze di traduzione				
Incrementi				
Altri movimenti	(2)		65	63
Perdite di valore (Nota 11)				
Saldo al 31.12.08	137.235	9.689	2.100	149.024

Marchi. La voce include i valori dei tre marchi di proprietà del Gruppo (TOD'S, HOGAN e FAY).

(Euro/000)	31.12.08	31.12.07
Marchio TOD'S	3.741	3.742
Marchio HOGAN	80.309	80.310
Marchio FAY	53.185	53.185
Totale	137.235	137.237

Attivo Circolante

Per quanto riguarda l'Attivo Circolante la variazione relativamente più consistente (+ 23.345 rispetto al 2007) si registra tra le Rimanenze, determinata in modo rilevante da un maggiore accumulo di prodotti finiti e semilavorati.

14. Rimanenze

Al 31 dicembre 2008 sono pari a 242.076 migliaia di euro, ed includono:

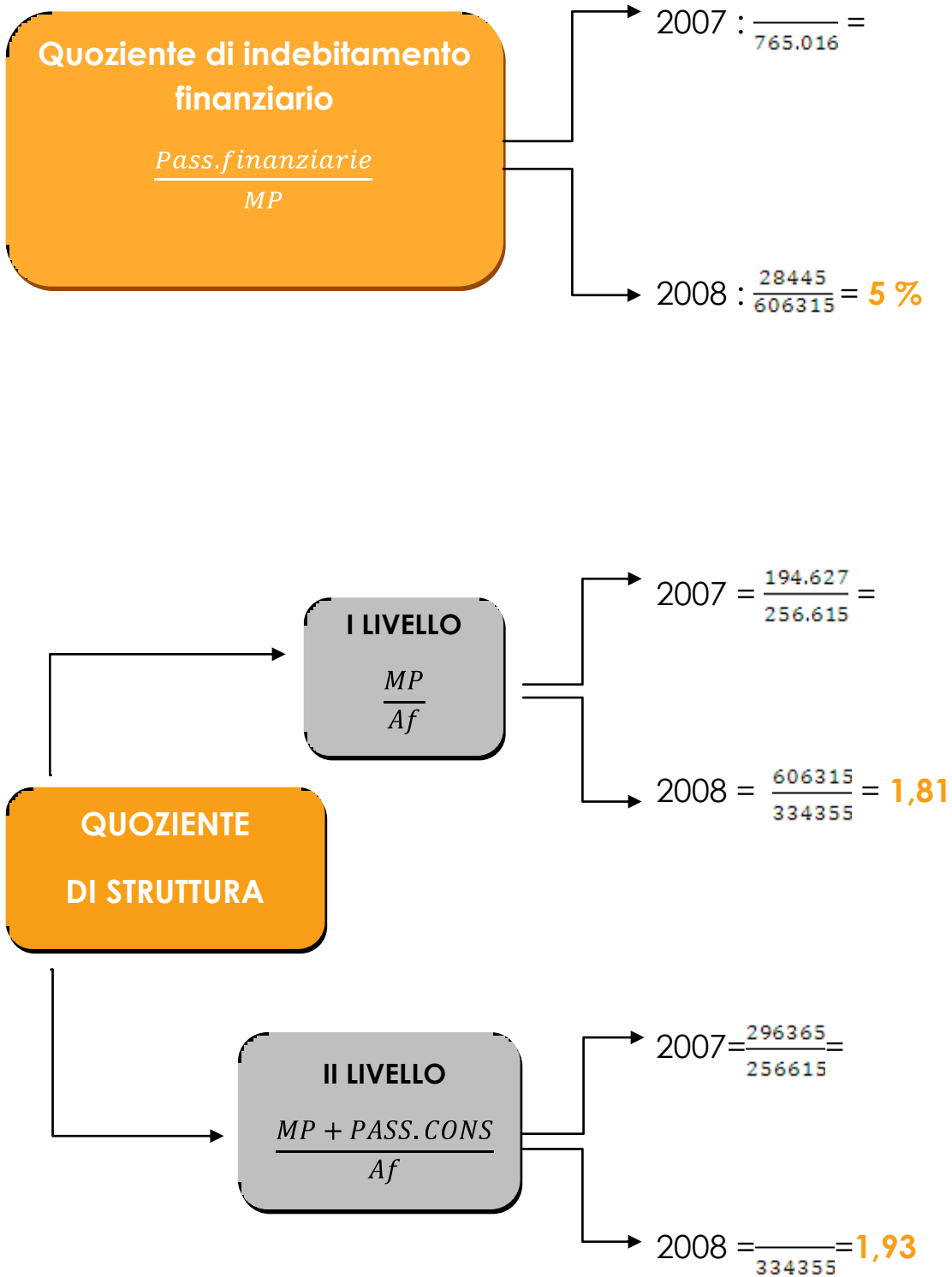
(Euro/000)	31.12.08	31.12.07	Variazione
Materie prime (*)	49.155	51.344	(2.189)
Semilavorati	6.253	13.252	(6.999)
Prodotti finiti	1328x607 191.274	156.461	34.813
Acconti	1	1	-
Fondo svalutazione	(4.607)	(2.327)	(2.280)
Totale	242.076	218.731	23.345

(*) Esercizio 2007: euro 7.607 migliaia riclassificati da Semilavorati a Materie prime

Il fondo svalutazione riflette i fenomeni di obsolescenza tecnica e stilistica individuati nelle giacenze del Gruppo in essere al 31 dicembre 2008. La quota di write-off in carico all'esercizio 2008 è determinata in 3,3 migliaia di euro.

L'azienda dimostra altresì un modesto quoziente di indebitamento (34%), in calo dell'1% rispetto al 2007, in considerazione dell'aumento più che proporzionale dei Mezzi Propri rispetto al totale delle Passività, attribuibile all'aumento del risultato di periodo e delle Riserve di Utili nelle quali è confluito fair value al 31 Dicembre 2007, appostato alla Riserva Stock Options, delle opzioni per le quali nel corso del 2008 è decaduto il diritto al loro esercizio in capo agli assegnatari, in seguito al mancato verificarsi delle condizioni di maturazione e/o dismissioni di destinatari.

2.3 ANALISI DI SOLIDITA'



2.3.1 VALUTAZIONE DEI RISULTATI

La configurazione dello Stato Patrimoniale evidenzia la tendenziale capacità dell'azienda di mantenersi in equilibrio finanziario nel medio-lungo termine, il che la pone nella condizione di superare eventuali squilibri economici in quanto dotata di un assetto patrimoniale in grado di assorbire gli effetti negativi di tali squilibri senza compromettere la continuità della gestione. Tale capacità dipende da due ordini di fattori:

1. Correlazione logica tra impieghi e fonti, che impongono la coerenza tra tempo di estinzione e tempo di recupero degli impieghi. Tale correlazione è testimoniata da un elevato Margine di Struttura, sia di primo che di secondo livello, i cui risultati (rispettivamente 1,81 e 1,83) evidenziano una più che sostanziale copertura dell'attivo immobilizzato attraverso l'uso di fonti caratterizzate dalla massima solidità, preservando qualsiasi rischio di insolvenza.
2. Struttura di finanziamento. Sotto questo profilo la solidità patrimoniale dell'azienda è testimoniata da una struttura finanziaria caratterizzata da un peso quasi irrilevante dei debiti di finanziamento a remunerazione esplicita, che minimizza il rischio di insolvenza e al contempo evita di generare una dipendenza dell'azienda da terzi nelle scelte di gestione, conferendo a quest'ultima un forte potere contrattuale nell'accedere a nuove linee di credito.

17. Scoperti bancari e finanziamenti

La consistenza di fine periodo dei debiti del Gruppo verso il sistema bancario è così rappresentata:

(Euro/000)	31.12.08	31.12.07	Variazione
Scoperti di conto	18.651	10.234	8.417
Finanziamenti	9.794	11.978	(2.184)
Totale	28.445	22.212	6.233

Le passività finanziarie sono iscritte al costo: tale valore approssima il costo ammortizzato, non essendo significativo, dove esistente, il differenziale tra i tassi d'interesse nominale ed effettivo delle operazioni.

Finanziamenti. Al 31 dicembre 2008, sono rappresentati da un'unica posizione di 9.794 migliaia di euro in capo alla capogruppo (mutuo ipotecario scadenza dicembre 2014), del quale sotto si riporta il piano di rimborso in linea capitale (pari a 8.340 migliaia la quota a M/L termine).

(Euro/000)	31.12.08	31.12.07
2008		1.482
2009	1.454	1.549
2010	1.521	1.621
2011	1.592	1.696
2012	1.665	1.774
2013	1.741	
oltre 5 anni	1.821	3.594
Totale	9.794	11.716

2.4 ANALISI DI SOLVIBILITA'

Quoziente Liquidità

$$\frac{LIM + LID + M}{PC}$$

2007 = $\frac{87938}{141181} =$

2008 = $\frac{87938}{141181} = 2,92$

Quoziente Tesoreria

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

2007 = $\frac{87938}{141181} =$

2008 = $\frac{87938}{141181} = 1,43$

2.4.1. Valutazione dei risultati.

Gli elevati valori riferiti agli indici di Disponibilità e Tesoreria, testimoniano un consistente grado di solvibilità dell'azienda e quindi la sua capacità di far fronte, tramite la liquidità esistente e le entrate attese, alle esigenze di breve periodo.

Tale capacità risulta per lo più non essere compromessa dal "grado di liquidità presunta" del magazzino, dal momento in cui la sua incidenza è irrilevante ai fini della copertura delle uscite a breve attraverso la liquidità esistente, escludendo qualsiasi rischio di insolvenza legato alla mancata sincronizzazione tra riscossione dei crediti ed estinzione dei debiti.

La posizione finanziaria netta e la dinamica dei flussi di cassa.

Estremamente positivo il dato relativo alla liquidità del Gruppo, sia sul fronte dei saldi di fine periodo, sia dei flussi prodotti dalla gestione 2008.

Dopo un biennio di progressivo assorbimento, pur in presenza di invariate politiche di investimento e distribuzione di dividendi, la gestione 2008 evidenzia una sostanziale equivalenza tra la cassa prodotta e quella impiegata.

(Euro/000)			
Posizione finanziaria netta	31.12.08	31.12.07	Variazione
Attività finanziarie correnti			
Depositi a vista e cassa	101.276	95.753	5.523
Liquidità	101.276	95.753	5.523
Passività finanziarie correnti			
Scoperti di conto corrente	(18.651)	(10.496)	(8.155)
Quota corrente indebitamento a m/l termine	(1.454)	(1.482)	28
Finanziamenti <i>leasing</i>			
Indebitamento finanziario corrente	(20.105)	(11.978)	(8.127)
Posizione finanziaria netta a breve	81.171	83.775	(2.604)
Passività finanziarie non correnti			
Finanziamenti <i>leasing</i>			
Indebitamento a m/l termine	(8.340)	(10.234)	1.894
Indebitamento finanziario non corrente	(8.340)	(10.234)	1.894
Posizione finanziaria netta	72.831	73.541	(710)

Alla fine dell'esercizio è pari a 72,8 milioni l'ammontare delle risorse finanziarie nette: ad attività per 101,3 milioni di euro, si contrappongono passività per complessivi 28,5 milioni, delle quali 8,3 esigibili a partire dal 2010. Al 31 dicembre 2007 la posizione finanziaria netta era di 73,5 milioni di euro, composta da attività per 95,8 milioni e passività per 22,3 milioni.

La dinamica dei flussi di cassa dell'esercizio evidenzia l'ottima *performance* a livello di *cash flow* operativo: in crescita sia il dato dell'autofinanziamento, passato a 117,1 dai 110,1 milioni del precedente esercizio, sia quello relativo al capitale circolante, che segna una significativa contrazione delle risorse impiegate per finanziarne la contingente variazione. Sono pari a 27,9 milioni di euro le risorse momentaneamente assorbite, contro i 49,6 milioni del precedente esercizio.

A fine periodo è infatti stabile l'esposizione creditizia nei confronti dei clienti *wholesale*, mentre sono in crescita le giacenze di magazzino, per l'accumulo di *stock* di prodotti finiti della prossima collezione primavera-estate, sia presso i magazzini delle strutture produttive, sia presso quelli della ampliata rete dei DOS.

Depurata dalla distribuzione dei dividendi (38,1 milioni di euro), la liquidità complessivamente generata dalla gestione dell'esercizio 2008 ammonterebbe a 35,5 milioni.

RENDICONTO FINANZIARIO

(Euro/000)		
Cash Flow	Eserc. 08	Eserc. 07
Utile (perdita) del periodo del Gruppo	83.449	77.332
Poste non monetarie	33.697	32.783
Cash Flow	117.146	110.115
Variazione CCN operativo	(27.930)	(49.609)
Cash Flow operativo	89.216	60.506
Cash Flow ottenuto (impiegato) nell'attività d'investimento	(42.326)	(42.661)
Cash Flow ottenuto (impiegato) nell'attività di finanziamento	(50.500)	(36.403)
Cash Flow ottenuto (impiegato) attività in funzionamento	(3.610)	(18.558)
Cash Flow ottenuto (impiegato) attività in dismissione	1.006	44
Cash Flow ottenuto (impiegato)	(2.604)	(18.514)
Posizione finanziaria all'inizio del periodo	83.775	102.289
Posizione finanziaria alla fine del periodo	81.171	83.775
Variazione posizione finanziaria netta a breve	(2.604)	(18.514)

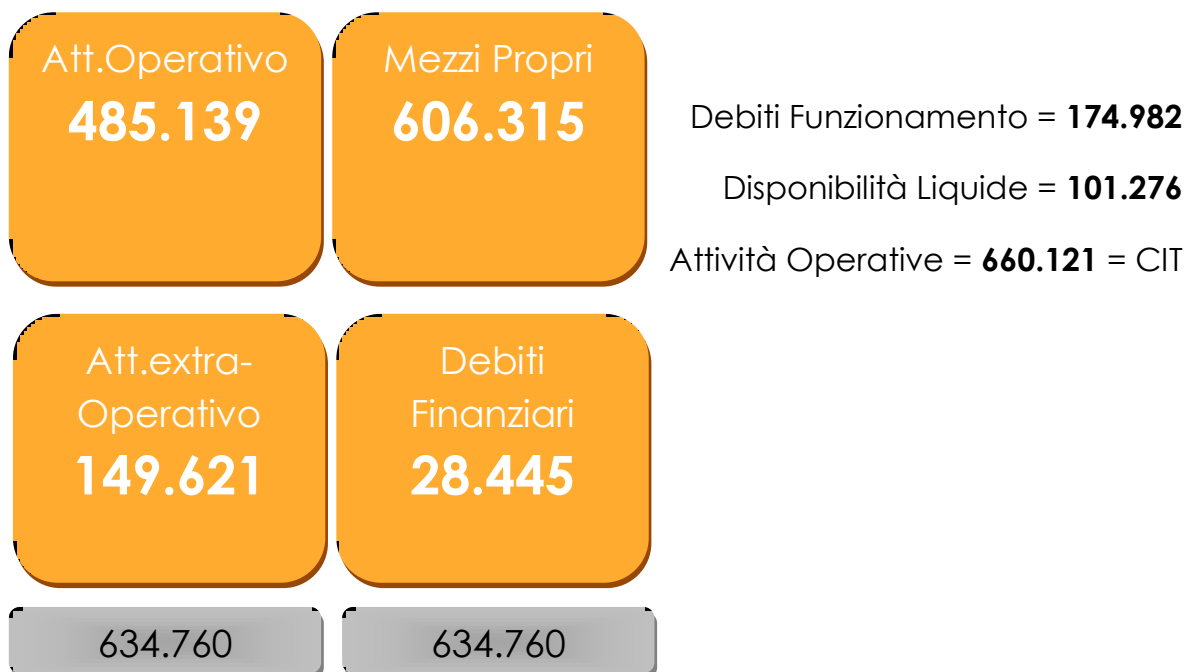
3. ANALISI DELLA REDDITIVITA'

Conto economico

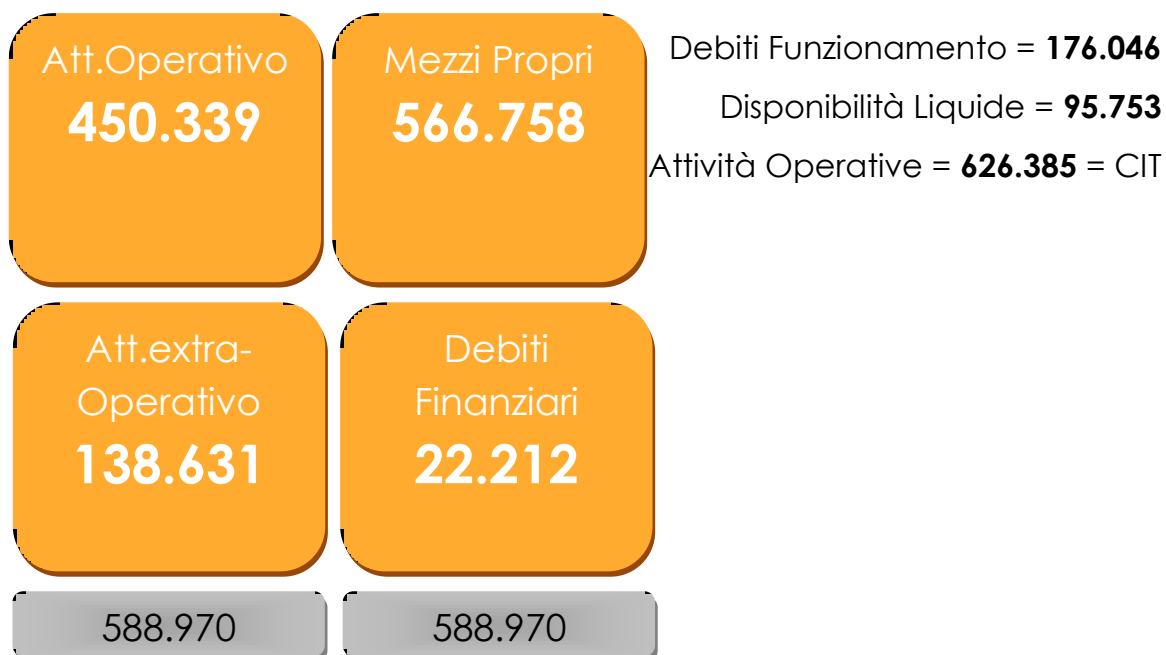
Euro/000	Note	Eserc. 08	Eserc. 07
Ricavi			
Ricavi delle vendite		707.553	657.089
Altri ricavi		14.772	12.965
Totale ricavi		722.325	670.054
Costi operativi			
Variazione rimanenze PF e SL		20.542	22.689
Costi per materie prime e di consumo		(180.465)	(179.496)
Spese per servizi		(236.402)	(213.991)
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

3.1 RICLASSIFICAZIONE ECONOMICA DELLO STATO PATRIMONIALE.

a. Riclassificazione economica dello Stato Patrimoniale 2008



b. Riclassificazione Economica Stato Patrimoniale 2007



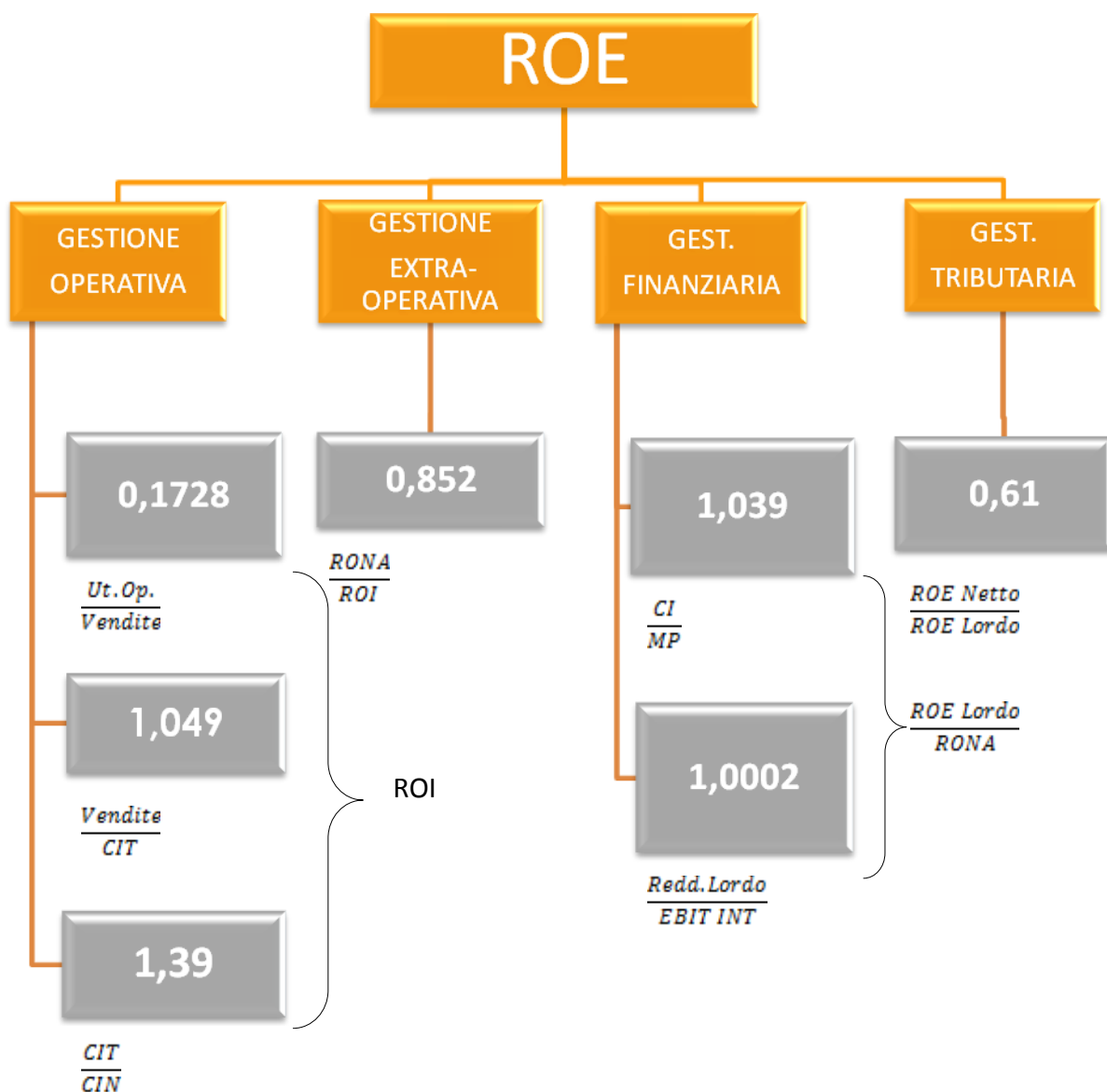
3.2 Riclassificazione del Conto Economico.

	2008	2007
Ricavi	707.553	657.089
Costi operativi	556.121	517.081
= EBITDA	141.432	140.008
- Ammortamenti/Svalutazioni	28.878	26.058
= EBIT	112.554	113.567
+ Risultato gestione extra-caratt.	14.772	12.965
= EBIT normalizzato	126.601	126.532
+ Risultato gestione straordinaria		
= EBIT Integrale		
Oneri finanziari	(638)	137
= Reddito Lordo	125.963	126.669
Imposte	41.375	47.943
= <u>Reddito Netto</u>	84.588	78.726
Reddito Gruppo	83.449	77.332

3.3 INDICI DI REDDITIVITA'

	2008	2007
ROI =	$\frac{112.554}{485.139} = \mathbf{23,2\%};$	$\frac{113.567}{450.339} = \mathbf{25,21\%};$
RONA =	$\frac{126.601}{634.760} = \mathbf{19,9\%};$	$\frac{126.532}{588.970} = \mathbf{21,5\%};$
ROE I. =	$\frac{125.963}{606.315} = \mathbf{20,7\%};$	$\frac{126.669}{566.758} = \mathbf{22,34\%};$
ROE netto=	$\frac{84.558}{601.386} = \mathbf{14, \%};$	$\frac{78.726}{561.691} = \mathbf{14\%};$
ROE gruppo	$\frac{83.449}{606.315} = \mathbf{13,7\%};$	$\frac{77.332}{566.758} = \mathbf{13,64\%};$

3.4 ALBERO DEL ROE: 2007



$$ROE = ROI * GLCo * GLexo * GLFI * Gest.Trib =$$

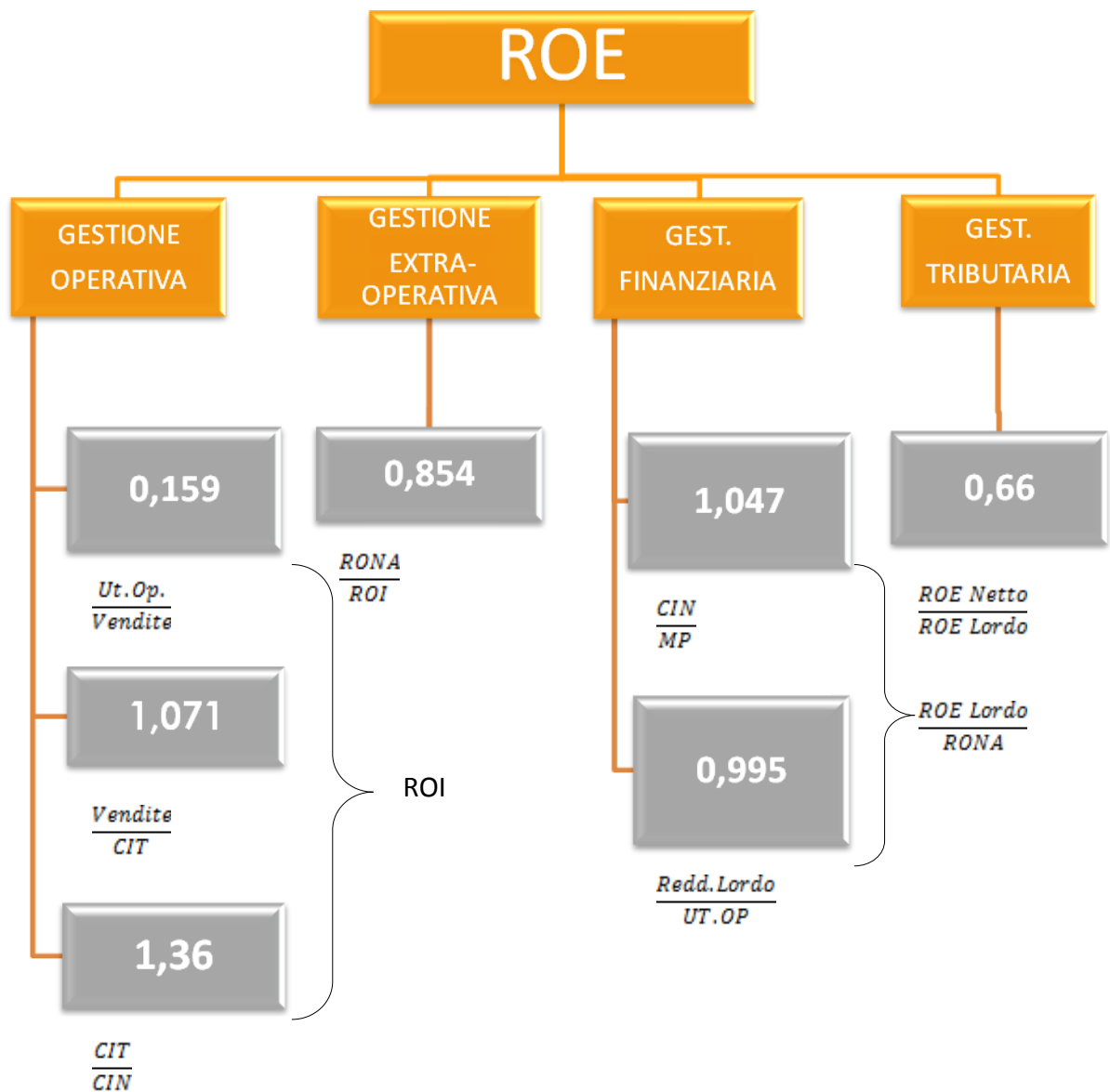
$$ROI * \frac{RONA}{ROI} * \frac{ROE Lordo}{RONA} * \frac{ROE Netto}{ROE Lordo} =$$

$$= \underbrace{0,173 * 1,05 * 1,39}_{0,252} * 0,852 * \underbrace{1,0002 * 1,039}_{1,040} * 0,61 = 13,6\%$$

0,252

1,040

ALBERO DEL ROE: 2008



$$ROE = ROI * \frac{RONA}{ROI} * \frac{ROE Lordo}{RONA} * \frac{ROE Netto}{ROE Lordo} =$$

$$\underbrace{0,159 * 1,07 * 1,36}_{0,232} * 0,854 * \underbrace{0,995 * 1,047}_{1,041} * 0,661 = 13,7\%$$

3.5 ANALISI DEI RISULTATI

Nonostante le difficoltà indotte dal difficilissimo contesto economico che ha caratterizzato soprattutto l'ultimo trimestre del 2008 a livello internazionale, ulteriormente accentuate dai tassi di cambio della moneta unica europea (euro), che per gran parte dell'esercizio appena concluso ha penalizzato i risultati, sia sotto il profilo dei prezzi di vendita in valute diverse dalla moneta UE, sia sotto quello dei margini, anche nel 2008 il Gruppo TOD'S ha conseguito importanti *performances* reddituali.

a) GESTIONE OPERATIVA

La redditività della gestione operativa, pur in presenza di un aumento dei ricavi di vendita e del margine operativo lordo, al netto degli effetti indotti dalla variazione dei tassi di cambio e gratifica liberale concessa ai dipendenti risulta essere leggermente ridotta rispetto al 2007 (-2%).

ROS: Tale decremento è attribuibile in misura rilevante alla variazione negativa della redditività delle vendite in relazione ad un aumento dei costi operativi in misura più che proporzionale rispetto all'aumento dei ricavi, che ha determinato un rallentamento del tasso di crescita dell'EBIT rispetto a quello attribuibile alle vendite:

1. RICAVI:

A cambi correnti, i ricavi di vendita sono pari a 707,6 milioni di euro, con un incremento del 7,7%, in costanza di cambi, i ricavi dell'esercizio sono pari a 716,4 milioni di euro, per una crescita di 9,0 punti percentuali rispetto al dato 2007.

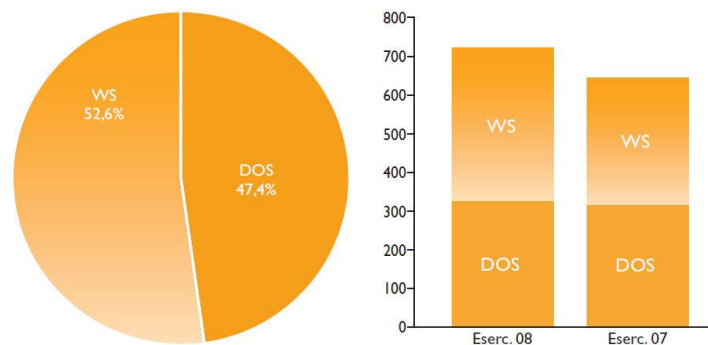
- RETE DI VENDITA

I ricavi registrati nella rete dei DOS ammontano complessivamente a 335,6 milioni di euro nell'esercizio 2008, in crescita del 5,5% rispetto al 2007; a cambi costanti, l'incremento sale al 7,4%. A tale risultato hanno contribuito sia la crescita organica nei negozi esistenti, che le 25 aperture dell'anno.

Il dato di *Same Store Sales Growth* (SSSG), calcolato come media a livello mondiale dei tassi di crescita dei ricavi registrati nei DOS esistenti al 1o gennaio 2007 con dati comparabili, è pari all'1,2% nell'intero esercizio 2008.

Nell'esercizio 2008, **i ricavi a clienti terzi** ammontano complessivamente a 372 milioni di euro, in crescita del 9,7% (10,6% a cambi costanti) rispetto al 2007.

(Milioni di euro)	Eser. 08	%	Eser. 07	%	var. ass.	var. %
DOS	335,6	47,4	318,1	48,4	17,5	5,5
WS (Clienti terzi)	372,0	52,6	339,0	51,6	33,0	9,7
Totale	707,6	100,0	657,1	100,0	50,5	7,7



- MARCHIO

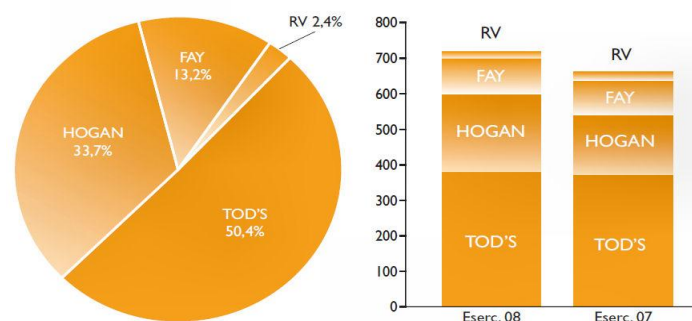
Nell'esercizio 2008, **i ricavi a marchio TOD'S** ammontano a 356,7 milioni di euro, in crescita del 2,6% rispetto allo scorso anno. A cambi costanti le vendite del marchio sono pari a 363,7 milioni di euro, con un incremento del 4,6% rispetto al 2007.

I ricavi del marchio HOGAN sono pari a 238,7 milioni di euro nell'esercizio 2008, registrando un incremento del 19,6% rispetto al 2007.

Il marchio FAY ha realizzato vendite pari a 93,3 milioni di euro nell'esercizio 2008, in crescita del 3,7% rispetto al precedente anno.

Infine, **i ricavi del marchio ROGER VIVIER**, tuttora in fase di avvio, ammontano a 16,8 milioni di euro nell'esercizio 2008, con un incremento del 5%; a cambi costanti, la crescita rispetto al 2007 è pari al 9,7%.

(Milioni di euro)	Eser. 08	%	Eser. 07	%	var. ass.	var. %
TOD'S	356,7	50,4	347,6	52,9	9,1	2,6
HOGAN	238,7	33,7	199,5	30,4	39,2	19,6
FAY	93,3	13,2	90,0	13,7	3,3	3,7
ROGER VIVIER	16,8	2,4	16,0	2,4	0,8	0,5
Altro	2,1	0,3	4,0	0,6	(1,9)	n.s.
Totale	657,1	100,0	657,1	100,0	50,5	7,7



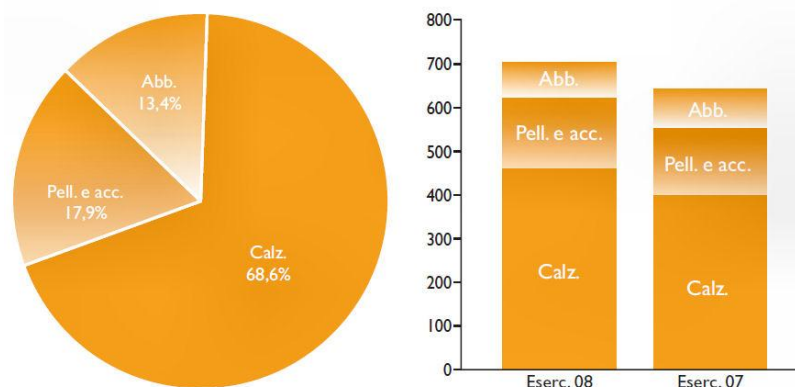
- TIPOLOGIE MERCEOLOGICHE

Dal lato delle tipologie merceologiche, le calzature confermano una crescita a doppia cifra anche nell'esercizio 2008, con ricavi pari a 485,6 milioni di euro. L'incremento è pari al 13,7% rispetto al 2007, ovvero al 15,1% se a cambi costanti.

I ricavi di pelletteria e accessori ammontano nel complesso a 126,6 milioni di euro nell'esercizio 2008; la variazione rispetto all'anno precedente è pari a -7% (dato a cambi costanti).

I ricavi dell'abbigliamento, infine, sono pari a 94,5 milioni di euro nell'esercizio 2008, in crescita del 5,9% rispetto all'anno precedente.

(Milioni di euro)	Eser. 08	%	Eser. 07	%	var. ass.	var. %
Calzature	485,6	68,6	427,2	65,0	58,4	13,7
Pelletteria e accessori	126,6	17,9	139,3	21,2	(12,6)	(9,1)
Abbigliamento	94,5	13,4	89,2	13,6	5,2	5,9
Altro	0,9	0,1	1,5	0,2	(0,7)	n.s.
Totale	707,6	100,0	657,1	100,0	50,5	7,7



- AREA GEOGRAFICA

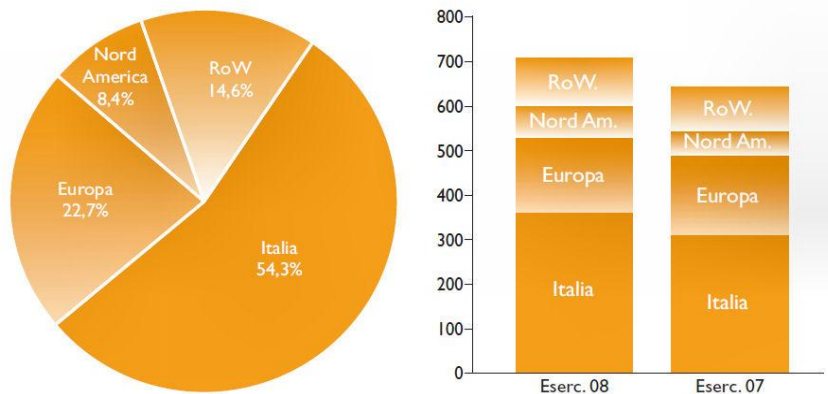
Molto buoni i risultati registrati da tutti i marchi del Gruppo sul mercato domestico, dove i ricavi ammontano a 384,1 milioni di euro nell'esercizio 2008, in crescita del 15,2% rispetto all'anno precedente.

Nel resto dell'Europa, le vendite sono pari a 161 milioni di euro. La crescita rispetto all'esercizio 2007, a cambi costanti, è dell'1,4%.

In linea con le attese, il mercato americano ha visto un ulteriore rallentamento negli ultimi mesi dell'anno. Nell'intero esercizio, i ricavi ammontano a 59,3 milioni di euro; a cambi costanti, il calo delle vendite è pari al 3%, rispetto al 2007.

Nel Resto del Mondo, infine, i ricavi sono complessivamente pari a 103,2 milioni di euro nell'esercizio 2008; pari ad 8,8 punti percentuali la crescita a cambi costanti.

(Milioni di euro)	Eser. 08	%	Eser. 07	%	var. ass.	var. %
Italia	384,1	54,3	333,5	50,7	50,6	15,2
Europa	161,0	22,7	160,8	24,5	0,2	0,1
Nord America	59,3	8,4	66,3	10,1	(7,0)	(10,5)
RoW	103,2	14,6	96,5	14,7	6,6	6,9
Totale	707,6	100,0	657,1	100,0	50,5	7,7



2. COSTI

L'incremento dei costi è principalmente attribuibile a:

- Variazione dei COSTI OPERATIVI (+ 9,5%) di cui:
 - a) Aumento dei COSTI PER SERVIZI la cui incidenza sul fatturato è pari al 32,6%, in incremento dello 0,8% rispetto al 2007.

La significativa attività di ampliamento della rete a gestione diretta (DOS) ha prodotto un importante incremento, sia della spesa sostenuta per l'utilizzo delle *locations* (l'incremento di 5,8 milioni di euro è infatti principalmente correlato all'espansione in Cina ed India ed alle menzionate nuove *locations* di Milano e Roma), sia del costo per le prestazioni del personale dipendente.

- b) Incremento del COSTO DEL PERSONALE la cui incidenza sui ricavi è aumentata dell' 1,2%. Tale variazione è riconducibile all'aumento dell'organico e soprattutto all'elargizione di una gratifica liberale concessa ai dipendenti.

La spesa per il personale dipendente sostenuta dal gruppo nell'esercizio 2008, comparata con quella del 2007, è così composta:

(Euro/000)	Eserc. 2008	Eserc. 2007	Variaz.	% sui ricavi	
				2008	2007
Salari e stipendi	79.519	68.328	11.191	11,2	10,4
Oneri sociali	21.307	17.931	3.376	3,0	2,7
TFR	3.678	2.563	1.115	0,5	0,4
Stock options	93	505	(412)	0,0	0,1
Totale	104.597	89.327	15.270	14,8	13,6

Di seguito si riportano i dati relativi alla forza lavoro alle dipendenze del Gruppo:

	31.12.08	31.12.07	Media 08	Media 07
Dirigenti	41	33	39	32
Impiegati	1.935	1.643	1.831	1.579
Operai	838	796	828	810
Totale	2.814	2.472	2.698	2.421

La componente costo del personale, principalmente in seguito al sopra descritto incremento della base occupazionale e per la sistematica evoluzione delle dinamiche retributive, nell'esercizio 2008 pesa per 104,6 milioni di euro, assorbendo il 14,8% dei ricavi. Rispetto al dato del precedente esercizio (89,3 milioni per un'incidenza del 13,6%) la crescita si attesta in valore assoluto a 15,3 milioni di euro, cifra alla quale concorre anche, per 2,8 milioni, la citata gratifica liberale erogata per l'anno 2008: depurata da tale componente straordinaria, l'incidenza sui ricavi scende al 14,4%. Al 31 dicembre 2008, gli organici del Gruppo contano 2.814 dipendenti, 342 unità in più rispetto a quelle in essere ad inizio anno (erano 2.472 a quella data).

- **AMMORTAMENTI**

In crescita la spesa per ammortamento del capitale fisso, passata dai 25,5 milioni del 2007, ai 29,1 milioni del corrente esercizio, determinata dall'intensa attività d'investimento che ha caratterizzato l'ultimo biennio. Al 31 dicembre 2008 gli ammortamenti pesano per il 4,1 % dei ricavi del Gruppo; l'incidenza registrata nel precedente anno era pari al 3,9%. Sull' EBIT 2008 pesano inoltre svalutazioni per *impairment* pari a 1,1 milioni di euro ed una prudente valutazione dei crediti commerciali, che si riflette in un accantonamento di 0,3 milioni di euro a fronte di un presunto rischio di inesigibilità. Pari invece a 1,4 milioni di euro la plusvalenza realizzata con la cessione dello stabilimento di San Marino.

Risultato operativo (EBIT)

L'EBIT consolidato a lordo della gestione extra caratteristica è stato pari a Euro 112.554 migliaia con un'incidenza sul fatturato del 16%, rispetto a 113.567 del 2007, facendo registrare una diminuzione del 1%, principalmente attribuibile all'aumento dei costi dell'area caratteristica che hanno inciso negativamente sul margine operativo lordo, e quindi sulla redditività complessiva delle vendite (ROS).

Il calo del ROS è infatti, attribuibile principalmente agli incrementi di costo sopracitati e in particolar modo alla crescita della spesa per ammortamento del capitale fisso, passata dai 25,5 milioni del 2007, ai 29,1 milioni del corrente esercizio, determinata dall'intensa attività d'investimento che ha caratterizzato l'ultimo biennio, e alla gratifica liberale concessa ai dipendenti.

PRODUTTIVITA' DEL CAPITALE INVESTITO: (Tournouer degli investimenti)

Rispetto all'esercizio 2007 ha subito un lieve e quasi irrilevante aumento (+2%), in relazione all'aumento delle vendite in misura più che proporzionale rispetto a quello subito dal capitale investito. Tale risultato testimonia l'efficacia dell'indirizzo strategico in merito al riscontro positivo avuto dai nuovi investimenti in termini di produttività.

GRADO DI LEVA COMMERCIALE:

Diminuisce di circa il 2%, riducendo di fatto l'effetto di spinta sul ROI dovuto all'utilizzo di passività a costo implicito (DEBITI DI FUNZIONAMENTO) che hanno già beneficiato attraverso gli oneri finanziari impliciti (compresi nel costo dei beni e servizi acquistati a dilazione), della loro remunerazione.

b) GESTIONE EXTRA-CARATTERISTICA

EBIT normalizzato

Il risultato operativo netto (EBIT) al netto della gestione extra-caratteristica si attesta a 126,6 milioni di euro (126,5 milioni il dato del 2007), e rappresenta il 17,9% delle vendite del Gruppo (Esercizio 2007: 19,3%). Il dato normalizzato (depurato dai citati effetti dei tassi di cambio e della gratifica liberale) risulta essere pari a 134,5 milioni di euro, rappresentando il 18,8% dei ricavi consolidati.

risultato gestione Extra-caratteristica:	2007=	+12 965	(migliaia di €)
	2008=	+14 772	(migliaia di €)

Grado di leva Ex. Op. I liv. : $\frac{RONA\ norm}{ROI}$	2007=	0,852
	2008=	0,854

c) GESTIONE FINANZIARIA

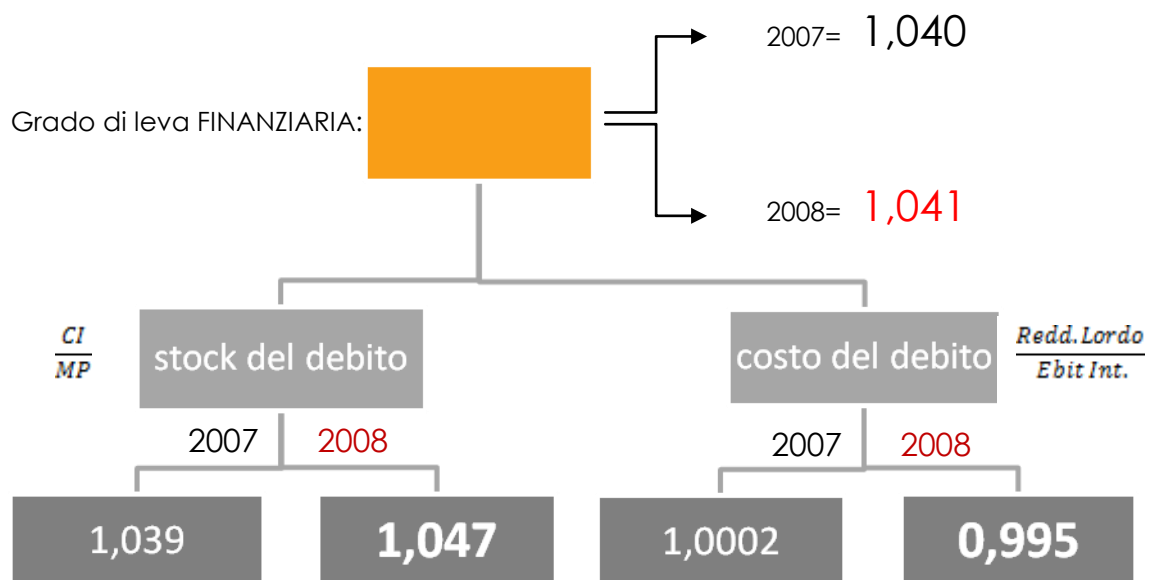
Allineato con il dato del precedente esercizio il risultato della gestione finanziaria del periodo (negativo per 0,6 milioni di euro).

Ammontano a 2,2 milioni di euro gli interessi attivi maturati sulla ingente liquidità di cui il Gruppo può mediamente disporre, mentre è negativo per 1,1 milioni di euro il saldo della gestione valutaria, conseguenza del differenziale tra utili e perdite su cambi.

Includendo l'effetto prodotto dalle attività di copertura del rischio di cambio (positivo per 1,2 milioni di euro), il saldo complessivo della gestione valutaria evidenzia utili per 0,6 milioni di euro.

La composizione della gestione finanziaria dell'esercizio 2008 è di seguito dettagliata:

(Euro/000)	Eserc. 08	Eserc. 07	Variazione
Proventi			
Interessi attivi su c/c	2.231	2.744	(513)
Utili su cambi	20.262	7.149	13.113
Altri	48	55	(7)
Totale proventi	22.541	9.948	12.593
Oneri			
Interessi su finanziamenti a m/l termine	(574)	(525)	(49)
Interessi su debiti <i>leasing</i>		(4)	4
Interessi su operazioni a breve termine	(210)	(141)	(69)
Perdite su cambi	(21.392)	(8.191)	(13.201)
Altri	(1.003)	(950)	(53)
Totale oneri	(23.179)	(9.811)	(13.368)
Saldo gestione finanziaria	(638)	137	(775)



Il grado positivo di leva finanziaria rimane pressoché invariato rispetto all'esercizio 2007 (1.041) testimoniato da uno spread positivo che trova scarsa valorizzazione in un quoziente di indebitamento finanziario estremamente basso.

Tuttavia nell'esercizio 2008 tale rapporto assume una connotazione diversa rispetto al 2007, dal momento in cui a fronte di un aumento dello stock del debito, si registra una riduzione del suo costo.

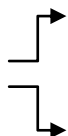
d) GESTIONE TRIBUTARIA

Fortemente significativo il miglioramento che si registra a livello di imposizione fiscale. Il coefficiente di defiscalizzazione effettivo è infatti passato da 0,61 a 0,66 facendo registrare una riduzione del 7,5%.

Sul risultato *pre-tax* gravano infatti imposte sul reddito (inclusi gli effetti dell'imposizione differita) per 41,4 milioni di euro, per un *tax rate* del 32,8%, in deciso miglioramento rispetto al 37,8% del precedente esercizio 2007.

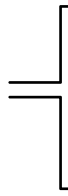
La diminuzione del peso fiscale impatta positivamente sul risultato netto consolidato dell'esercizio, che si attesta a 84,6 milioni (+5,9 milioni rispetto al dato omologo del 2007). Il risultato rappresenta il 12% dei ricavi consolidati, stessa incidenza registrata per il precedente esercizio (12%).

(Euro/000)	Eserc. 08	Eserc. 07
Imposte correnti	44.554	47.387
Imposte differite (Nota 20)	(3.179)	1.589
Imposte differite - rettifica aliquote		(1.033)
Totale	41.375	47.943
<i>Tax rate</i>	32,8%	37,8%

IMPOSTE: 

2007= 47 943 (migliaia di €)

2008= 41 375 (migliaia di €)

$\frac{ROE \text{ Lordo}}{ROE \text{ NETTO}}$ 

2007= 0,62

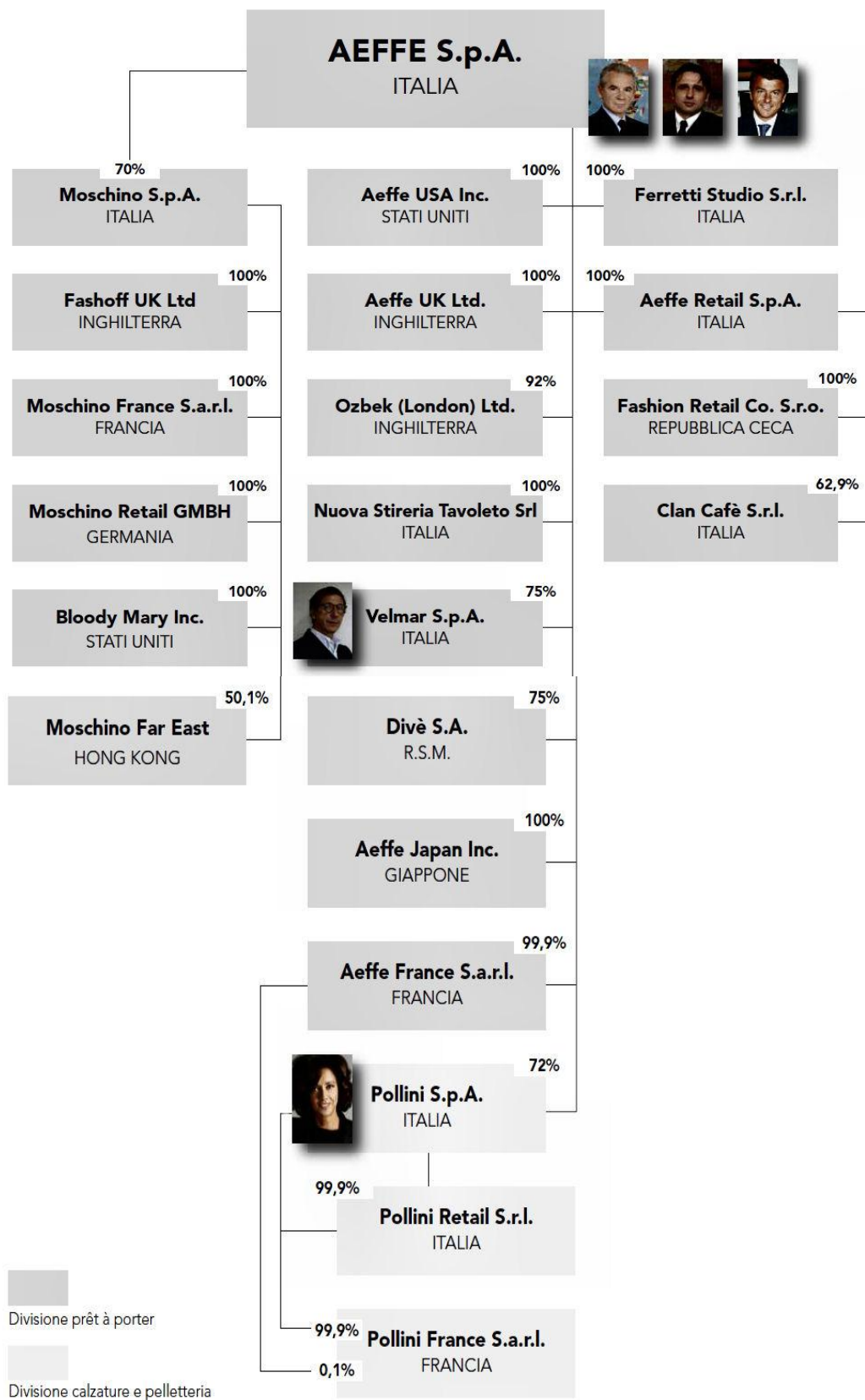
2008= 0,67

CAPITOLO 4

IL GRUPPO AEF FE S.p.a.

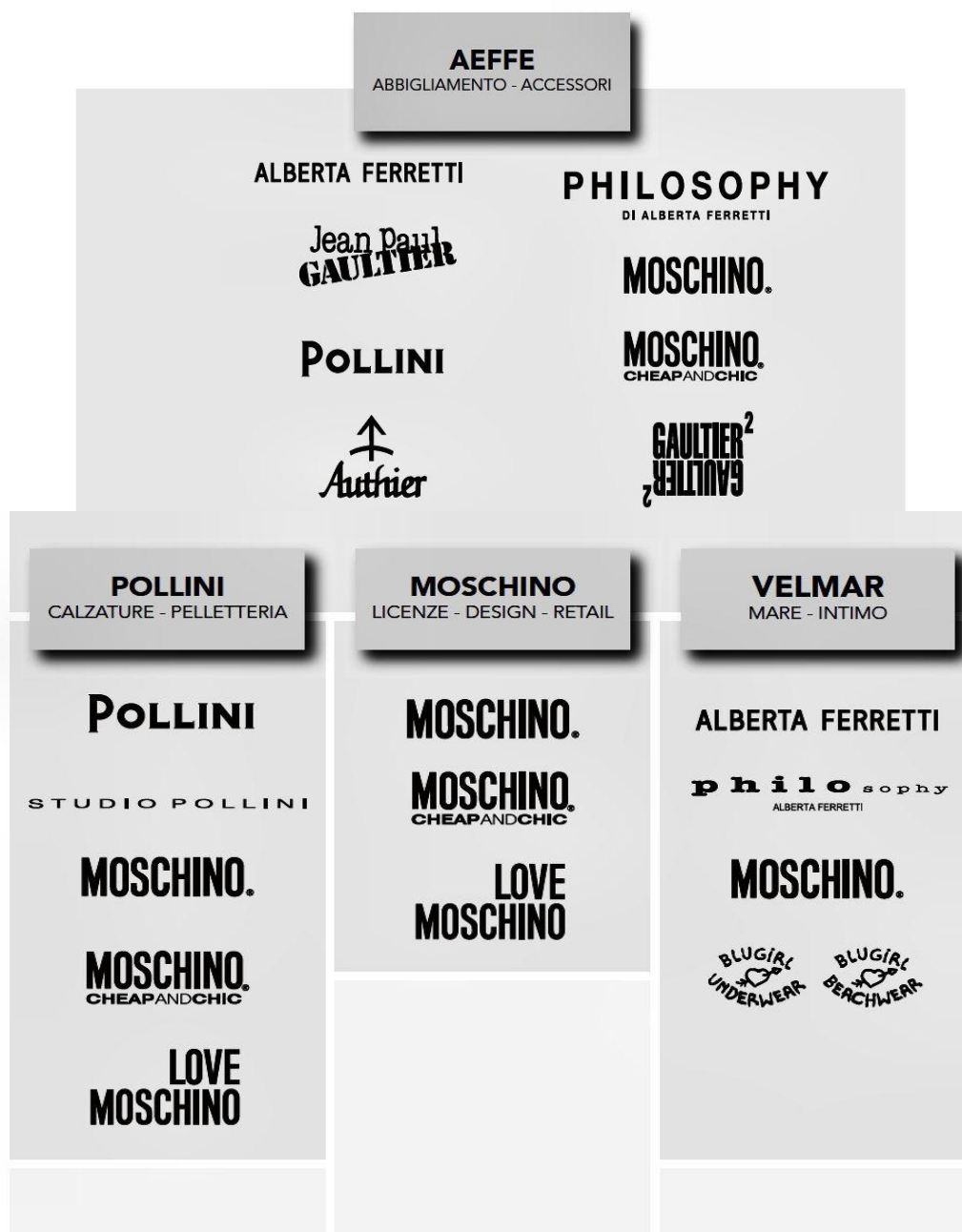
1. IL GRUPPO AEFfe S.p.a.

1.1 LA STRUTTURA ORGANIZZATIVA DEL GRUPPO



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, sciarpe 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.

1.3 QUADRO MACROECONOMICO INTERNAZIONALE

Nel corso del 2008 l'economia mondiale è entrata in una fase di grave recessione che è iniziata nella seconda metà del 2007 come crisi finanziaria negli Stati Uniti e che ha avuto un drastico peggioramento con il fallimento della banca d'affari Lehman Brother a seguito del quale si è generato un periodo di panico che ha rapidamente diffuso la crisi a tutti i settori, non solo quelli finanziari, e a tutti i paesi. Ormai si può parlare della prima crisi veramente globale che la nostra economia si sia mai trovata ad affrontare.

La mancanza di liquidità nel sistema, l'incertezza sui valori degli assets posseduti, il calo dei prezzi delle case e delle azioni hanno rapidamente portato un rallentamento nei consumi privati e quindi la diffusione della crisi alla cosiddetta "economia reale". Il tracollo del sistema è stato evitato dalla massiccia iniezione di liquidità operata dalle banche centrali dei principali paesi, insieme con l'introduzione di pacchetti specifici destinati al salvataggio delle istituzioni finanziarie e al rafforzamento dei consumi privati. Nonostante ciò la situazione rimane preoccupante e ancora molto lontana da una situazione "normale".

Le aspettative per il 2009 sono, come è facile immaginare, piuttosto fosche. La situazione rimane incerta mentre il mondo affronta la crisi più grave dalla fine della seconda guerra mondiale. I rischi per l'attività economica dipenderanno, tra gli altri, dall'impatto della crisi finanziaria sulla fiducia degli operatori economici e sull'economia reale, ma anche dall'efficacia delle misure fiscali ed economiche messe in atto dai vari governi, se in grado di riportare la fiducia tra gli investitori e tra i consumatori.

La crescita a livello globale non è attesa prima della seconda metà del 2009, e la questione è se il recupero sarà duraturo. Tutte le previsioni per i paesi dell'area Euro appaiono fortemente negative con una contrazione del PIL nel 2009 generalizzata per tutti i paesi.

Anche per gli Stati Uniti la situazione appare severa e ci si attende un calo del PIL nel 2009 dell'1,6% e per il Giappone, che già nel 2008 è tecnicamente in recessione, e si trova probabilmente nella situazione peggiore tra i paesi in via di sviluppo, ci si attende una contrazione del PIL nel 2009 del 2,5%.

Per l'economia italiana il 2008 si chiude con un calo peggiore del previsto. Il prodotto interno lordo è calato, a causa degli effetti della recessione in particolare nell'ultimo trimestre, dell'1%, ai minimi dal 1980. Nel 2009 lo scenario si presenta ancora più negativo, con il PIL atteso in flessione del 2,6%. Le ragioni principali di questo calo si possono ritrovare nella forte contrazione dei consumi privati così

come nel calo degli investimenti a seguito del deteriorarsi della situazione finanziaria. Per il 2009 ci si attende anche un aumento significativo della disoccupazione, dopo un decennio di calo costante.

La stabilizzazione dei mercati finanziari è previsto richiederà un periodo considerevole. Con l'attuale scenario è previsto che le economie dei paesi OCSE si riprenderanno solo lentamente nel corso dei prossimi anni. Comunque rimangono forti incertezze riguardo alla profondità della recessione economica che dipende principalmente dalla velocità con cui si uscirà dalla crisi in atto.

1.3.1 SCENARIO MACROECONOMICO DELL'ABBIGLIAMENTO

Con particolare riferimento al settore della moda e dei c.d. "luxury goods" dopo l'andamento positivo dell'ultimo biennio si cominciano a ravvisare crescenti segnali di indebolimento, in particolare si è registrato un calo dei consumi interni. Sicuramente la moda italiana risentirà della crisi internazionale in atto, anche perché gli acquisti di abbigliamento e calzature sono tra i più sensibili alla congiuntura economica. Gli eventi che penalizzeranno di più il settore saranno: la diminuzione della ricchezza finanziaria, il calo nei consumi negli Stati Uniti e nei paesi europei ed il rallentamento nella crescita dei paesi emergenti, con maggiori preoccupazioni per la Russia, diventata ormai il traino delle vendite della moda italiana. Il nostro settore ha però alla spalle una fase di profonda ristrutturazione, caratterizzata dalla internazionalizzazione delle filiere, dall'innalzamento della gamma, dal rafforzamento delle fasi distributive e, non ultimo, dal miglioramento delle condizioni economico finanziarie. Ancora una volta, si riveleranno importanti alleati per affrontare la situazione la qualità del prodotto e la flessibilità operativa.

2. STRUTTURA PATRIMONIALE DEL GRUPPO

STATO PATRIMONIALE ATTIVO CONSOLIDATO (*)

(Valori in unità di Euro)	NOTE	31 dicembre 2008	31 dicembre 2007	Variazioni 2008/07
ATTIVITÀ NON CORRENTI				
Immobilizzazioni immateriali				
Avviamento		54.962.043	54.316.280	645.763
Marchi		113.867.489	117.284.499	-3.417.010
Altre attività immateriali		345.380	169.834	175.546
Totale attività immateriali	(1)	169.174.912	171.770.613	-2.595.701
Immobilizzazioni materiali				
Terreni		17.635.695	17.555.245	80.450
Fabbricati		33.796.853	33.462.497	334.356
Opere su beni di terzi		15.983.052	11.812.881	4.170.171
Impianti e macchinari		6.922.775	5.008.897	1.913.878
Attrezzature		481.667	277.380	204.287
Altre attività materiali		3.645.443	3.077.648	567.795
Totale attività materiali	(2)	78.465.485	71.194.548	7.270.937
Altre attività				
Partecipazioni	(3)	27.840	21.641	6.199
Altre attività	(4)	2.665.776	3.122.044	-456.268
Imposte anticipate	(5)	8.356.878	8.869.181	-512.303
Attività disponibili per la vendita	(6)	1.636.885	1.636.885	-
Totale altre attività		12.687.379	13.649.751	-962.372
TOTALE ATTIVITÀ NON CORRENTI		260.327.776	256.614.912	3.712.864
TOTALE ATTIVITÀ NON CORRENTI		260.327.776	256.614.912	3.712.864
ATTIVITÀ CORRENTI				
Rimanenze	(7)	77.433.665	67.761.354	9.672.311
Crediti commerciali	(8)	43.230.057	36.910.502	6.319.555
Crediti tributari	(9)	8.102.477	4.786.640	3.315.837
Disponibilità liquide	(10)	7.705.842	14.525.033	-6.819.191
Altri crediti	(11)	28.899.717	27.082.638	1.817.079
TOTALE ATTIVITÀ CORRENTI		165.371.758	151.066.167	14.305.591
TOTALE ATTIVITÀ		425.699.534	407.681.079	18.018.455

(*) Ai sensi della Delibera Consob n. 15519 del 27 luglio 2006, gli effetti dei rapporti con parti correlate sullo Stato Patrimoniale Consolidato sono evidenziati nell'apposito schema di Stato Patrimoniale Consolidato riportato nell'allegato I, oltre che nel commento alle singole voci di bilancio, nella Nota 37.

STATO PATRIMONIALE PASSIVO CONSOLIDATO (*)

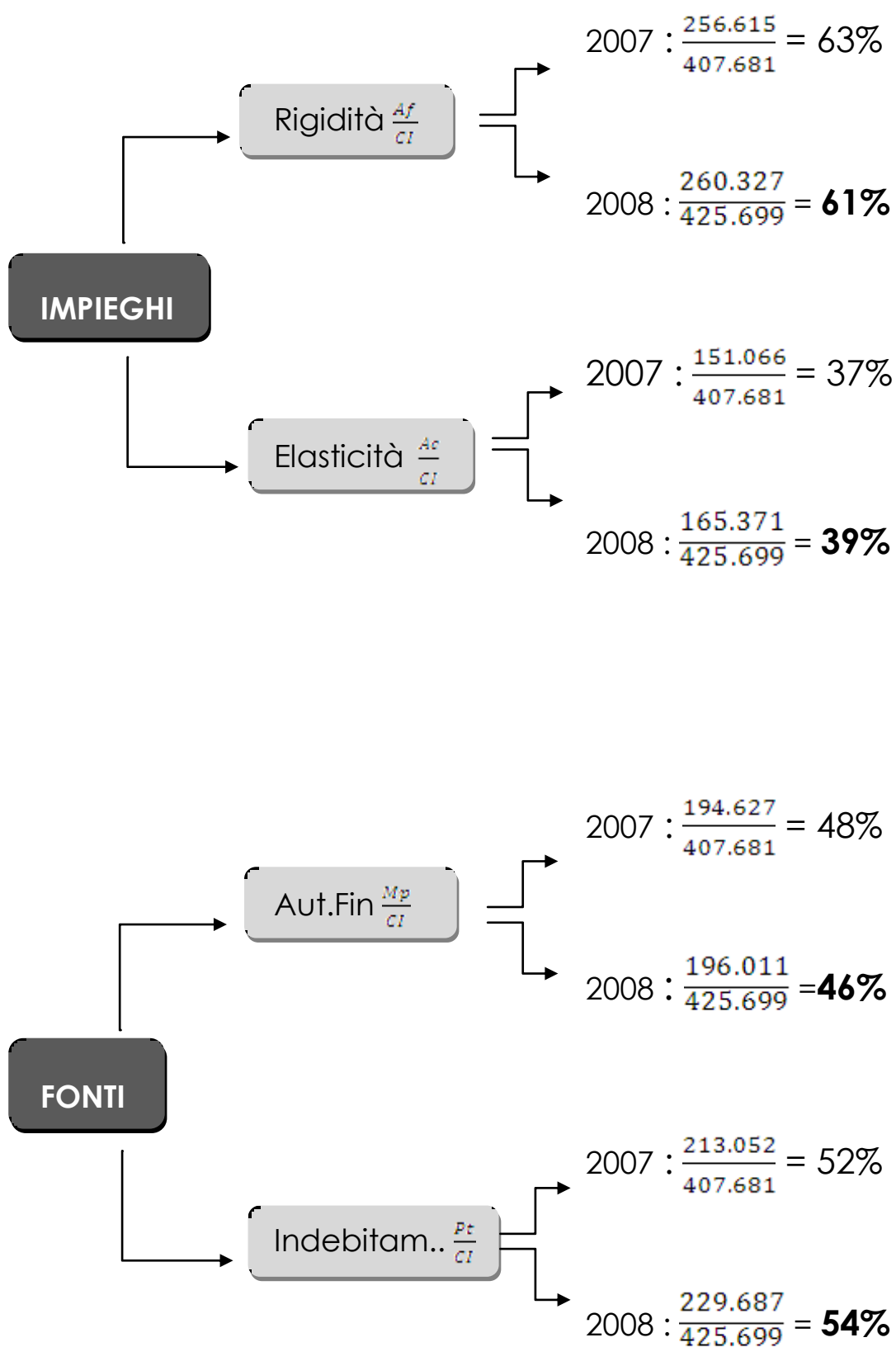
<i>(Valori in unità di Euro)</i>	NOTE	31 dicembre 2008	31 dicembre 2007	Variazioni 2008/07
PATRIMONIO NETTO	(12)			
Del Gruppo				
Capitale sociale		25.766.795	26.840.626	-1.073.831
Riserva sovrapprezzo azioni		71.796.450	75.307.855	-3.511.405
Riserva traduzione		-1.269.327	-948.776	-320.551
Altre riserve		31.454.778	28.204.017	3.250.761
Riserva Fair Value		7.901.240	7.901.240	0
Riserva IAS		11.459.492	11.459.492	0
Utili/ (perdite) esercizi precedenti		10.236.020	679.150	9.556.870
Risultato d'esercizio di gruppo		7.675.504	15.320.586	-7.645.082
Patrimonio netto del gruppo		165.020.952	164.764.190	256.762
Di terzi				
Capitale e riserve di terzi		29.888.628	26.913.875	2.974.753
Risultato d'esercizio di terzi		1.101.749	2.949.556	-1.847.807
Patrimonio netto di terzi		30.990.377	29.863.431	1.126.946
TOTALE PATRIMONIO NETTO		196.011.329	194.627.621	1.383.708
PASSIVITÀ NON CORRENTI				
Accantonamenti	(13)	1.744.209	1.707.602	36.607
Imposte differite	(5)	44.486.859	48.022.235	-3.535.376
Benefici successivi alla cessazione del rapporto di lavoro	(14)	10.341.812	11.111.030	-769.218
Passività finanziarie	(15)	17.528.201	26.646.683	-9.118.482
Passività non finanziarie	(16)	14.405.694	14.251.237	154.457
TOTALE PASSIVITÀ NON CORRENTI		88.506.775	101.738.787	-13.232.012
PASSIVITÀ CORRENTI				
Debiti commerciali	(17)	63.004.051	60.577.085	2.426.966
Debiti tributari	(18)	4.288.323	7.127.302	-2.838.979
Passività finanziarie	(19)	56.981.547	26.361.882	30.619.665
Altri debiti	(20)	16.907.509	17.248.402	-340.893
TOTALE PASSIVITÀ CORRENTI		141.181.430	111.314.671	29.866.759
TOTALE PATRIMONIO NETTO E PASSIVITÀ		425.699.534	407.681.079	18.018.455

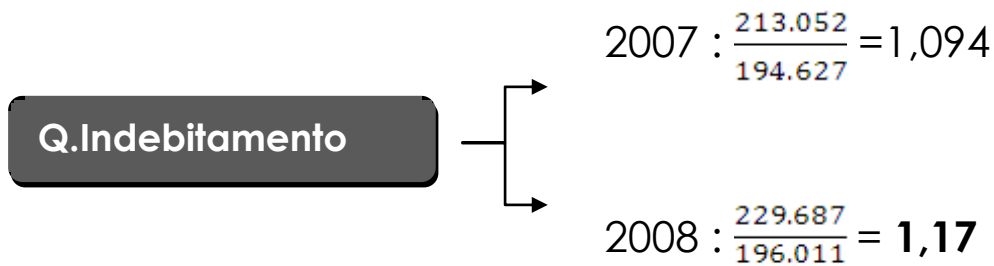
2.1 RICLASSIFICAZIONE FINANZIARIA DELLO STATO PATRIMONIALE

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

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

2.2 ANALISI DI COMPOSIZIONE





2.2.1 VALUTAZIONE DEI RISULTATI

a) COMPOSIZIONE DEGLI IMPIEGHI

La composizione degli impieghi risulta essere sostanzialmente equilibrata nella ripartizione del totale del capitale investito tra impieghi rigidi ed elastici. Rispetto all'esercizio 2007 la struttura dell'attivo risulta essere leggermente più elastica in virtù dell'aumento più che proporzionale dell'attivo circolante (circa 10%) rispetto all'attivo immobilizzato, anch'esso incrementatosi di circa l'1,5%.

CAPITALE INVESTITO NETTO

Rispetto al 31 dicembre 2007, il capitale investito netto è aumentato del 12,7%.

Capitale circolante

Il capitale circolante risulta pari a Euro 73.466 migliaia (24,9% dei ricavi) rispetto a Euro 51.588 migliaia del 31 dicembre 2007 (17,6% dei ricavi).

L'analisi delle singole voci che compongono il capitale circolante evidenzia quanto segue:

- la somma dei crediti commerciali, rimanenze e debiti commerciali aumenta complessivamente del 31%(Euro 13.565migliaia). L'incremento è riferibile sia a maggiori rimanenze di prodotti finiti in parte dovuto all'effetto del rallentamento delle vendite *retail*, sia a maggiori crediti verso clienti per maggiori dilazione di pagamento concesse al fine di sostenere la clientela;
- l'incremento degli altri crediti a breve termine di Euro 1.817 migliaia dovuto principalmente all'incremento dei crediti per costi anticipati di Euro 2.220 migliaia. Tali crediti si riferiscono alla sospensione della quota dei costi di progettazione e realizzazione del campionario relativi alle collezioni primavera/estate 2009 e autunno inverno 2009 per le quali non sono ancora stati realizzati i corrispondenti ricavi di vendita;
- incremento netto dei crediti/debiti tributari per Euro 6.155 migliaia riferibile principalmente alla diminuzione del debito Ires a seguito dei maggiori acconti versati nel corso dell'esercizio 2008 rispetto al 2007.

Attivo immobilizzato

Le attività fisse al 31 dicembre 2008 aumentano di Euro 4.225 migliaia rispetto al 31 dicembre 2007.

Le variazioni delle principali voci sono le seguenti:

- l'incremento delle Immobilizzazioni materiali di Euro 7.271 migliaia è determinato da nuovi investimenti soltanto in parte compensati dagli ammortamenti dell'esercizio. Gli investimenti si riferiscono principalmente ai lavori per l'apertura di nuove *boutique*, all'ammodernamento di fabbricati e *boutique* esistenti e alla realizzazione di un impianto fotovoltaico per la sede di San Giovanni in Marignano;
- il decremento delle Immobilizzazioni immateriali per Euro 2.596 migliaia è riferibile principalmente all'effetto dell'*asset impairment* sui negozi.

b) COMPOSIZIONE DELLE FONTI

Per quanto riguarda la composizione delle fonti anche in questo caso si rivela una struttura sostanzialmente equilibrata, con un coefficiente di autonomia finanziaria che sfiora il 50%, ma che nell'ultimo anno ha fatto registrare un lieve calo per effetto del considerevole aumento delle passività, incrementatesi di circa 16.500 pari all'8%.

Quest'ultimo è attribuibile sostanzialmente all'aumento delle passività correnti (+27%), tale da vanificare i risparmi che invece si sono registrati tra i debiti a medio - lungo termine (-14%).

PASSIVITA' NON CORRENTI

I Risparmi sono attribuibili in misura maggiore alle voci:

1. IMPOSTE DIFFERITE con un decremento del

5. Attività e passività fiscali non correnti per imposte anticipate e differite

La tabella seguente illustra la composizione della voce al 31 dicembre 2008 ed al 31 dicembre 2007:

(Valori in migliaia di Euro)	Crediti		Debiti	
	31 dicembre 2008	31 dicembre 2007	31 dicembre 2008	31 dicembre 2007
Beni materiali	-	-	-442	-518
Attività immateriali	3	3	-219	-1.930
Accantonamenti	1.268	1.134	-38	-136
Oneri deducibili in esercizi futuri	1.520	2.171	-	-
Proventi tassabili in esercizi futuri	-	-	-676	-741
Perdite fiscali portate a nuovo	3.434	3.015	-	-
Altre	-	69	-74	-
Imposte da passaggio IAS	2.132	2.477	-43.038	-44.697
Totale	8.357	8.869	-44.487	-48.022

2. PASSIVITA' FINANZIARIE passate da 26 646 683 a 17 528 201 con un decremento del 34%

15.Passività finanziarie a lungo termine

La tabella seguente riporta la composizione dei finanziamenti a lungo termine:

(Valori in migliaia di Euro)	31 dicembre 2008	31 dicembre 2007	Variazioni	
			Δ	%
Debiti verso banche	6.307	14.200	-7.893	-55,6%
Debiti verso altri finanziatori	11.221	12.447	-1.226	-9,8%
Totale	17.528	26.647	-9.119	-34,2%

Debiti verso altri finanziatori

(Valori in migliaia di Euro)	31 dicembre 2008	31 dicembre 2007	Variazioni	
			Δ	%
Leasing finanziari	5.981	7.301	-1.320	-18,1%
Debiti verso altri finanziatori	118	82	36	43,9%
Debiti verso soci (Bluebell, Moschino Far East)	4.908	4.850	58	1,2%
Debito a lungo termine per iscrizione put/call Moschino Far East	214	214	-	n.a.
Totale	11.221	12.447	-1.226	-9,8%

La diminuzione dei debiti verso altri finanziatori a lungo termine rispetto al 31 dicembre 2007 è attribuibile principalmente alla riduzione del debito verso la società di *leasing*.

Il debito per *leasing* è relativo all'operazione di *Leaseback* effettuata dalla Capogruppo sul fabbricato nel quale opera tuttora la Pollini. L'importo originario complessivo del finanziamento sorto nel 2002 era pari a Euro 17.500 migliaia. Il contratto prevede un piano di ammortamento del finanziamento con scadenza settembre 2012. Il prezzo di riscatto previsto contrattualmente è pari ad Euro 1.750 migliaia da corrispondersi al termine del contratto.

Il debito verso soci si riferisce al finanziamento erogato da parte di Bluebell Far East (socio al 49,9% della Moschino Far East) il 18 dicembre 2002, alla Moschino Far East come previsto dal contratto di *joint venture* con la Moschino.

Il debito a lungo termine per iscrizione dell'opzione *put* e *call* Moschino Far East si riferisce all'opzione *put* e *call* prevista dal contratto di *joint venture* con Moschino. Il contratto, prevede un meccanismo di opzioni reciproche *put* e *call*, concesse rispettivamente a Bluebell e Moschino per la vendita/acquisto della partecipazione in Moschino Far East detenuta dalla Bluebell ad un prezzo determinato sulla base di

una specifica formula di *earn-out*, il cui valore è funzione, tra l'altro, delle *performance* reddituali della Moschino Far East.

I valori esposti a seguito della rilevazione della *put* e *call option* sono soggetti ad adeguamento in funzione dei parametri variabili di *earn-out*.

PASSIVITA' CORRENTI

Gli incrementi sostanziali sono afferibili principalmente alla voci:

a) PASSIVITA' FINANZIARIE A BREVE TERMINE

19.Passività finanziarie a breve termine

La tabella che segue ne dettaglia la composizione:

(Valori in migliaia di Euro)	31 dicembre 2008	31 dicembre 2007	Variazioni	
			Δ	%
Debiti verso banche	55.158	25.105	30.053	119,7%
Debiti verso altri finanziatori	1.824	1.257	567	45,1%
Totale	56.982	26.362	30.620	116,2%

b) DEBITI COMMERCIALI

17.Debiti commerciali

La voce è confrontata con il rispettivo saldo al 31 dicembre 2007:

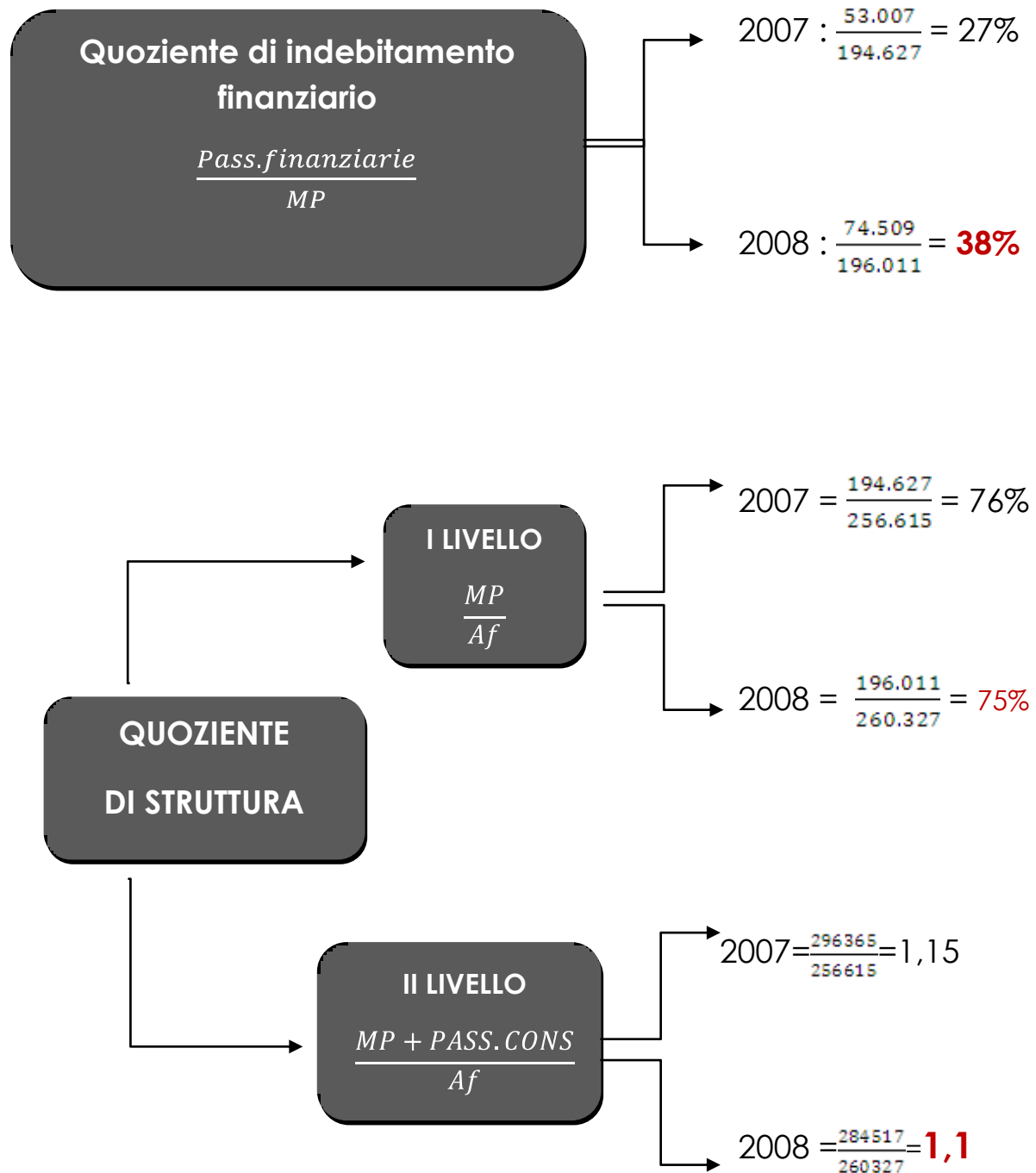
(Valori in migliaia di Euro)	31 dicembre 2008	31 dicembre 2007	Variazioni	
			Δ	%
Debiti commerciali	63.004	60.577	2.427	4,0%
Totale	63.004	60.577	2.427	4,0%

QUOZIENTE D'INDEBITAMENTO

Malgrado la diminuzione dell'indebitamento a medio/lungo termine, l'indice fa registrare nel 2008 una variazione positiva del +7% dovuto principalmente all'incremento delle passività correnti e specificatamente dei crediti commerciali e alle passività finanziarie.

Ciò testimonia, una situazione di disequilibrio di breve periodo dovuto all'incapacità dell'impresa di far fronte alle esigenze di breve con la liquidità esistente, in relazione al rallentamento delle vendite, e quindi un ricorso eccessivo al credito

2.3 ANALISI DI SOLIDITA'



2.3.1 VALUTAZIONE DEI RISULTATI

a) Quoziente di Indebitamento finanziario.

Si registra un rilevante aumento del quoziente di indebitamento finanziario, dovuto ad un considerevole aumento delle passività finanziarie correnti (+116%) relativa principalmente a debiti contratti verso istituti di credito.

La seguente tabella ne mostra nel dettaglio la composizione:

19. Passività finanziarie a breve termine

La tabella che segue ne dettaglia la composizione:

(Valori in migliaia di Euro)	31 dicembre	31 dicembre	Variazioni	
	2008	2007	Δ	%
Debiti verso banche	55.158	25.105	30.053	119,7%
Debiti verso altri finanziatori	1.824	1.257	567	45,1%
Totale	56.982	26.362	30.620	116,2%

I debiti verso banche a breve termine includono gli anticipi concessi da istituti di credito, i finanziamenti a breve termine e la quota corrente dei finanziamenti a medio lungo termine.

- Gli anticipi rappresentano principalmente l'utilizzo di linee di credito a breve termine per il finanziamento del capitale circolante.

Questi compongono la parte rilevante del debito con un'incidenza sul totale delle passività finanziarie a breve verso banche del 85%.

- I finanziamenti a breve termine (entro 12 mesi) sono finanziamenti concessi dal sistema bancario alla Capogruppo e alle altre società del Gruppo.

La tabella riporta il dettaglio dei finanziamenti bancari

(Valori in migliaia di Euro)	Importo totale	Quota a breve	Quota a lungo
Finanziamenti bancari	14.035	7.728	6.307
Totale	14.035	7.728	6.307

- I debiti verso altri finanziatori includono principalmente i debiti finanziari iscritti nel bilancio consolidato in applicazione del metodo finanziario di contabilizzazione delle operazioni di *leasing*

b) MARGINI DI STRUTTURA

I Mezzi Propri finanziano per il solo 75% il totale degli impieghi rigidi, questo configura una situazione in ogni caso del tutto accettabile, dal momento in cui, il restante 25% risulta in ogni caso essere coperto dalle passività consolidate, come testimonia il margine di secondo livello.

Ciò, non preclude però, il possibile verificarsi di eventuali squilibri che possono compromettere la continuità della gestione

PATRIMONIO NETTO

Si commentano, di seguito, le principali classi componenti il Patrimonio netto al 31 dicembre 2008, mentre le relative variazioni sono illustrate nei prospetti di patrimonio netto.

<i>(Valori in migliaia di Euro)</i>	31 dicembre 2008	31 dicembre 2007	Variazioni Δ	%
Capitale sociale	25.767	26.841	-1.074	-4,0%
Riserva legale	2.459	2.173	286	13,2%
Riserva sovrapprezzo azioni	71.796	75.308	-3.512	-4,7%
Riserva traduzione	-1.269	-949	-320	33,7%
Altre riserve	28.996	26.031	2.965	11,4%
Riserva Fair Value	7.901	7.901	-	n.a.
Riserva IAS	11.459	11.459	-	n.a.
Utili/(Perdite) esercizi precedenti	10.236	679	9.557	1407,5%
Risultato netto dell'esercizio per il Gruppo	7.676	15.321	-7.645	-49,9%
Patrimonio netto di terzi	30.990	29.863	1.127	3,8%
Totale	196.011	194.627	1.384	0,7%

Capitale sociale

Il capitale sociale al 31 dicembre 2007, interamente sottoscritto e versato, risultava pari a Euro 26.841 migliaia, costituito da 107.362.504 azioni da euro 0,25 ciascuna. La diminuzione del capitale sociale nell'esercizio 2008 è dovuta esclusivamente all'acquisto di n. 4.295.321 azioni proprie possedute dalla Capogruppo.

Non esistono azioni con diritto di voto limitato, azioni prive del diritto di voto e azioni che garantiscono privilegi. Il numero delle azioni in circolazione (non considerando le azioni proprie) non si è movimentato nel corso dell'esercizio.

Riserva legale

La riserva legale passa da Euro 2.173 migliaia del 31 dicembre 2007 a Euro 2.459 migliaia del 31 dicembre 2008 per effetto della destinazione della quota dell'utile dell'esercizio precedente, come deliberato dall'Assemblea ordinaria del 29 aprile 2008.

Riserva sovrapprezzo azioni

La riserva sovrapprezzo azioni passa da Euro 75.308 migliaia del 31 dicembre 2007 a Euro 71.796 migliaia del 31 dicembre 2008 per effetto dell'acquisto di azioni proprie.

Riserva traduzione

Il decremento pari a Euro 320 migliaia relativo a tale riserva è dovuto agli effetti derivanti dalla conversione dei bilanci delle società in valuta diversa dall'Euro.

Altre riserve

La voce si è movimentata in aumento per Euro 3.305 migliaia a seguito della destinazione degli utili dell'esercizio precedente e in diminuzione per Euro 340 migliaia a seguito della rilevazione degli strumenti di copertura dell'esposizione alle variabili dei flussi di cassa futuri di un'operazione prevista altamente probabile i cui effetti sul conto economico ricadranno nei prossimi esercizi.

Riserva fair value

La riserva *fair value* deriva dall'applicazione del principio contabile internazionale IAS 16, principio che prevede di valutare a *fair value* i terreni e fabbricati del Gruppo, sulla base di perizie effettuate da un perito esperto indipendente.

Riserva IAS

La riserva IAS, costituita con la prima applicazione dei principi contabili internazionali, recepisce le differenze di valore emerse con la conversione dai Principi Contabili Italiani ai Principi Contabili Internazionali. Le differenze imputate nella riserva di patrimonio sono al netto dell'effetto fiscale, come richiesto dall'IFRS 1. Rileviamo che ogni differenza emersa è stata imputata pro quota anche alla frazione di patrimonio netto di pertinenza di terzi.

Utili (Perdite) esercizi precedenti

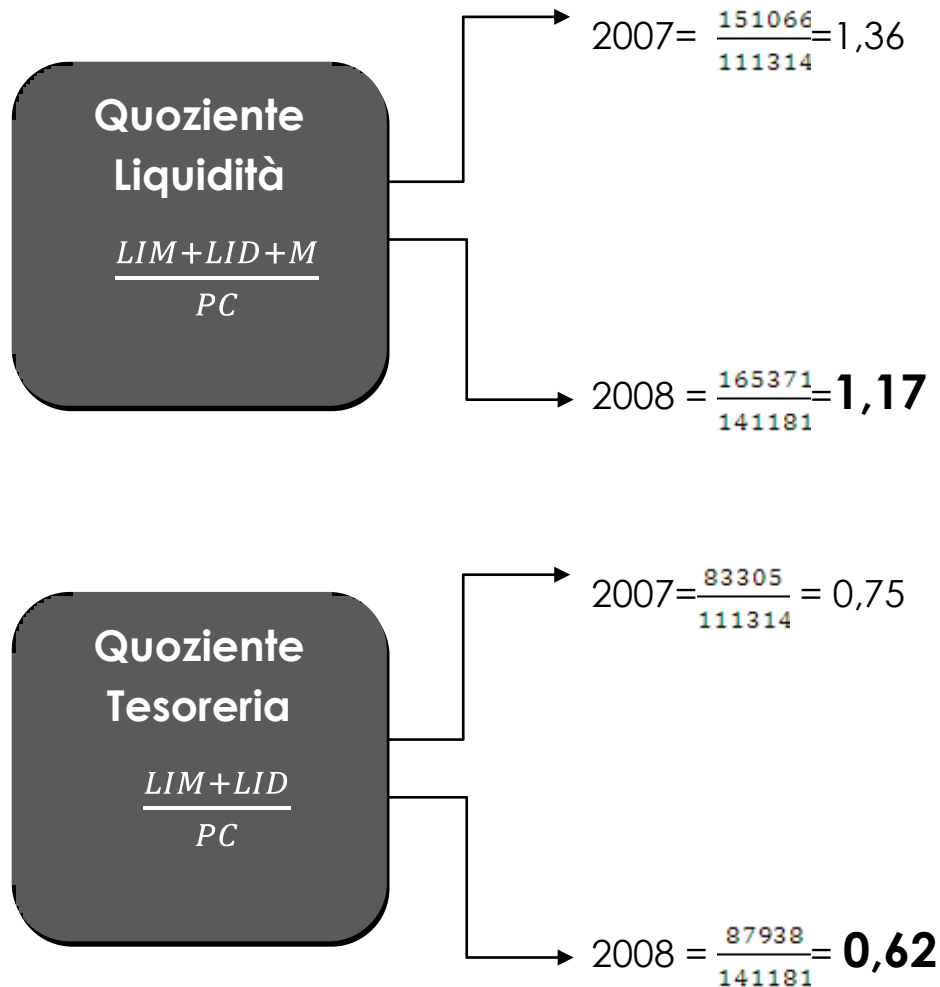
La voce Utili/(Perdite) esercizi precedenti ha registrato una variazione positiva per effetto degli utili consolidati al 31 dicembre 2007.

Patrimonio netto delle minoranze

L'incremento della voce capitale e riserve è da attribuire principalmente alla quota parte di utile al 31 dicembre 2008 spettante agli azionisti di minoranza.

Il patrimonio attribuito ai terzi rappresenta la quota di patrimoni netti delle consolidate di proprietà di altri soci e comprende le riserve IAS di loro pertinenza.

2.4 ANALISI DI LIQUIDITA'



2.4.1 VALUTAZIONE DEI RISULTATI

I valori degli indici di disponibilità e tesoreria, che tra l'altro hanno subito un decisivo peggioramento rispetto al 2007, testimoniano un equilibrio finanziario fortemente dipendente dal grado di liquidità presunta nel magazzino.

Situazione questa che espone l'impresa a possibili squilibri legati alla mancata sincronizzazione tra riscossione dei crediti ed estinzione dei debiti, che possono generare un rischio di insolvenza, generando un fabbisogno finanziario che costringe l'impresa ad attingere a finanziamenti esterni, il cui costo incide negativamente sul risultato d'esercizio. Alla luce del forte peggioramento del quoziente di indebitamento finanziario e del rilevante aumento dei crediti a breve, a parere di chi scrive, lo scenario sopra prospettato sembra essere quello che realisticamente ha caratterizzato l'andamento gestionale dell'esercizio 2008.

10. Disponibilità liquide

La voce comprende:

<i>(Valori in migliaia di Euro)</i>	31 dicembre 2008	31 dicembre 2007	Variazioni Δ	%
Depositi bancari e postali	6.947	13.076	-6.129	-46,9%
Assegni	145	157	-12	-7,6%
Denaro e valori in cassa	614	1.292	-678	-52,5%
Totale	7.706	14.525	-6.819	-46,9%

La voce depositi bancari e postali rappresenta il valore nominale del saldo dei conti correnti attivi intrattenuti con gli Istituti di credito, compresi gli interessi maturati alla data del bilancio.

La voce denaro e valori in cassa rappresenta il valore nominale del contante, presente in cassa alla data del bilancio.

Il decremento delle disponibilità liquide registrato nell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2008 rispetto all'esercizio precedente è di Euro 6.819 migliaia. Circa le ragioni di tale evoluzione si rimanda al rendiconto finanziario.

RENDICONTO FINANZIARIO CONSOLIDATO (*)

<i>(Valori in migliaia di Euro)</i>	NOTE	Esercizio 2008	Esercizio 2007
DISPONIBILITÀ LIQUIDE NETTE INIZIO ESERCIZIO		14.525	15.320
Risultato del periodo prima delle imposte		15.250	25.645
Ammortamenti/ svalutazioni		12.429	10.722
Accantonamento (+)/utilizzo (-) fondi a lungo termine e TFR		-733	-2.431
Imposte sul reddito corrisposte		-12.335	-9.374
Proventi (-) e oneri finanziari (+)		6.615	8.084
Variazione nelle attività e passività operative		-18.883	-9.538
DISPONIBILITÀ LIQUIDE NETTE (IMPIEGATE) / DERIVANTI DALL'ATTIVITÀ OPERATIVA	(31)	2.343	23.108
Acquisizioni (-)/ Alienazioni (+) immobilizzazioni immateriali		-1.035	-336
Acquisizioni (-)/ Alienazioni (+) immobilizzazioni materiali		-13.878	-9.302
Investimenti (-)/ Disinvestimenti (+)		-2.198	95
DISPONIBILITÀ LIQUIDE NETTE (IMPIEGATE) / DERIVANTI DALL'ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO	(32)	-17.111	-9.543
Altre variazioni delle riserve e utili a nuovo di patrimonio netto		-5.246	71.954
Distribuzione dividendi della controllante		-2.148	0
Incassi (+) / rimborsi (-) debiti finanziari		21.502	-77.985
Decrementi (+) / incrementi (-) crediti finanziari a lungo termine		456	-245
Proventi (+) e oneri finanziari (-)		-6.615	-8.084
DISPONIBILITÀ LIQUIDE NETTE (IMPIEGATE) / DERIVANTI DALL'ATTIVITÀ FINANZIARIA	(33)	7.949	-14.360
DISPONIBILITÀ LIQUIDE NETTE FINE ESERCIZIO		7.706	14.525

3. ANALISI DELLA REDDITIVITA'

CONTO ECONOMICO CONSOLIDATO (*)

(Valori in unità di Euro)	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%

c. Riclassificazione economica dello Stato Patrimoniale 2008d. Riclassificazione Economica Stato Patrimoniale 2007

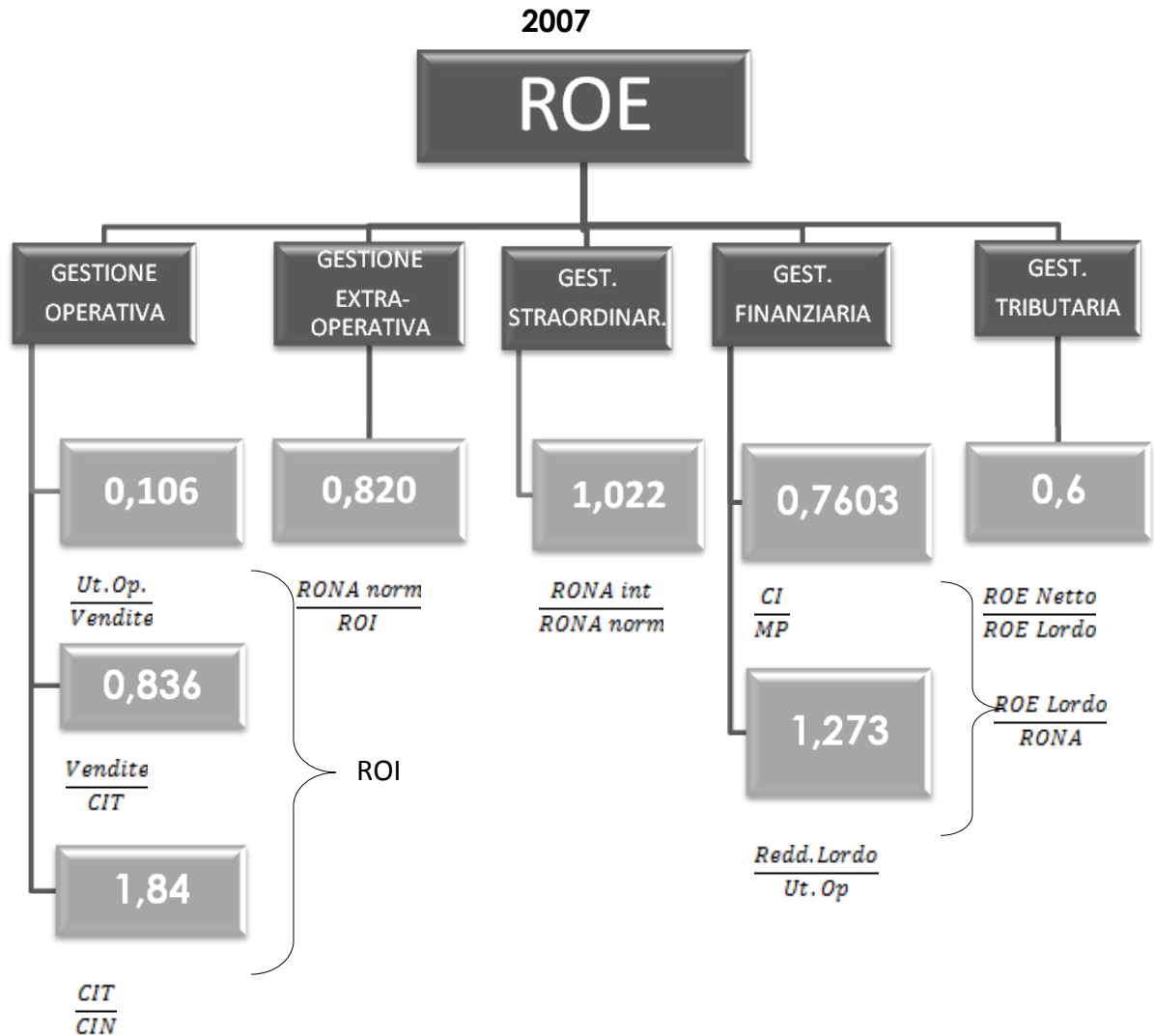
3.2. Riclassificazione del conto economico.

	2008	2007
Ricavi	294.684	293.210
Costi operativi	- 261.919	- 251.910
= EBITDA	32.765	41.300
Ammortamenti/Svalutazioni	10.237	10.361
= EBIT	22.528	30.939
+ Risultato gestione extra-operat.	4.937	2.053
= EBIT normalizzato	27.465	32.992
- Risultato gestione straordinaria	- 5.599	+ 737
= EBIT Integrale	21.866	33.729
Oneri finanziari	6.614	8.054
= Reddito Lordo	15.249	25.644
Imposte	6.472	7.374
= <u>Reddito Netto</u>	8.777	18.270
= <u>Reddito Gruppo</u>	7.675	15.320

3.3 Indici di redditività.

	2008	2007
ROI =	$\frac{22.528}{213.123} = \mathbf{10,5\%};$	$\frac{30.939}{190558} = \mathbf{16,2\%};$
RONA_{NOR.} =	$\frac{27.465}{270.520} = \mathbf{13,2\%};$	$\frac{32.992}{247.634} = \mathbf{13,3\%};$
RONA_{INT.} =	$\frac{21.886}{270.520} = \mathbf{8\%};$	$\frac{33.729}{247634} = \mathbf{13,6\%};$
ROE <i>lordo</i> =	$\frac{15.249}{196.011} = \mathbf{7,8\%};$	$\frac{25.644}{194.627} = \mathbf{13,2\%};$
ROE <i>netto</i> =	$\frac{8.777}{165.020} = \mathbf{5,3\%};$	$\frac{18.270}{164.764} = \mathbf{11\%};$
ROE <i>netto gruppo</i>	$\frac{7.675}{196.011} = \mathbf{4\%};$	$\frac{15.320}{194.627} = \mathbf{7,8\%};$

3.4 ALBERO DEL ROE.

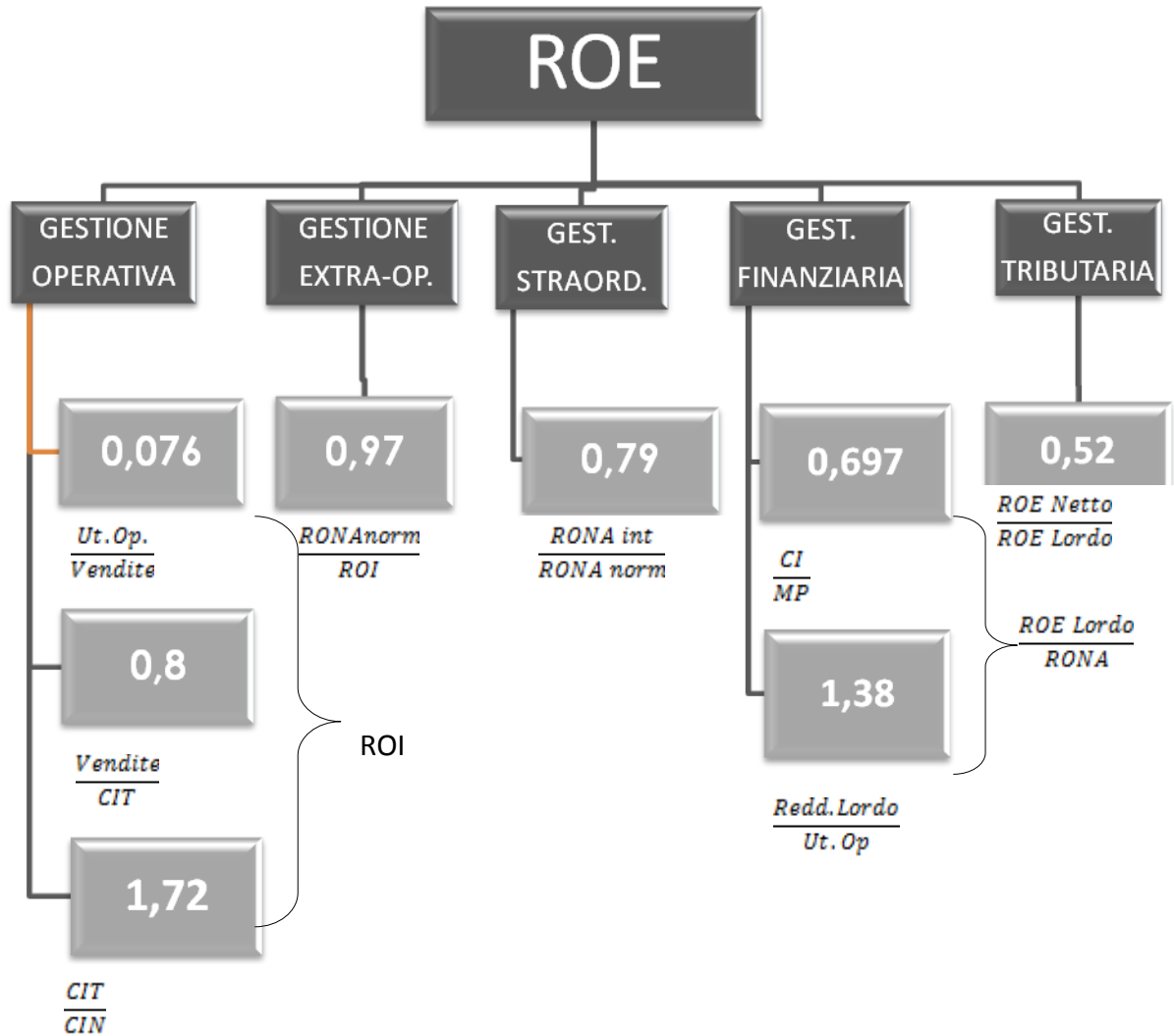


ROE = ROS*PCI*GLco* GLexol * GLexoll * GLFI * Gest.Trib

$$ROI * \frac{RONA\ norm}{ROI} * \frac{RONA\ int}{RONA\ norm} * \frac{ROE\ Lordo}{RONA\ int} * \frac{ROE\ Netto}{ROE\ Lordo}$$

$$\underbrace{0,106 * 0,836 * 1,84}_{16,2\%} * 0,82 * 1,022 * \underbrace{0,76 * 1,23}_{0,96} * 0,6 = 7,8\%$$

2008



ROE = ROS*PCI*GLco* GLexol * GLexoll * GLFI * Gest.Trib

$$ROI * \frac{RONAnorm}{ROI} * \frac{RONAint}{RONA norm} * \frac{ROE Lordo}{RONAint} * \frac{ROE Netto}{ROE Lordo}$$

$$\underbrace{0,076 * 0,8 * 1,72}_{10,5\%} * 0,97 * 0,79 * \underbrace{0,69 * 1,38}_{0,97} * 0,52 = 4\%$$

3.5 ANALISI DEI RISULTATI

a) GESTIONE OPERATIVA

Si rileva un netto peggioramento della redditività operativa, pur in presenza di un aumento dei ricavi delle vendite dello 0,5%, attribuibile in misura rilevante ad un decisivo calo della redditività delle vendite (ROS) per effetto di un marcato aumento dei costi operativi che hanno impattato negativamente sul margine operativo lordo

- RICAVI

Nell'esercizio 2008 il gruppo ha raggiunto un fatturato di Euro 294.684 migliaia rispetto a Euro 293.211 migliaia dell'esercizio 2007, con un incremento dello 0,5% (+3,2% a tassi di cambio costanti ed escludendo l'effetto delle collezioni Narciso Rodriguez).

I ricavi della divisione *prêt-à porter* sono stati in crescita dello 0,7% (+4% a tassi di cambio costanti), mentre i ricavi della divisione calzatura e pelletteria sono cresciuti dell'1,2%, al lordo delle elisioni tra le due divisioni.

Ripartizione dei ricavi per marchio

Nell'esercizio 2008, il marchio Alberta Ferretti ha registrato un incremento del 3,5% (+4,7% a tassi di cambio costanti), con un'incidenza sul fatturato del 22,1%.

Nello stesso periodo il brand Moschino ha riportato un aumento del 4,4% (+6,4 % a tassi di cambio costanti), con un'incidenza sul fatturato del 48,5%.

Il marchio Pollini ha registrato un rallentamento pari al 2,6% (-2,5% a tassi di cambio costanti), con un'incidenza sul fatturato consolidato pari al 17,3%, mentre il marchio in licenza J.P. Gaultier è diminuito del 5,5% (-4,2% a tassi di cambio costanti), con un'incidenza sui ricavi pari al 7,6%.

Il fatturato relativo agli altri brands minori del gruppo ha registrato una diminuzione del 23,8% (-2,3% a tassi di cambio costanti e al netto dell'effetto delle linee Narciso Rodriguez), con un'incidenza sul fatturato del 4,5%.

Ripartizione dei ricavi per marchio

(Valori in migliaia di Euro)	Esercizio 2008		Esercizio 2007		Variazioni	
		%		%	Δ	%
Alberta Ferretti	65.232	22,1%	63.004	21,5%	2.228	3,5%
Moschino	142.877	48,5%	136.857	46,7%	6.020	4,4%
Pollini	50.944	17,3%	52.311	17,8%	-1.367	-2,6%
J. P. Gaultier	22.452	7,6%	23.749	8,1%	-1.297	-5,5%
Altri	13.179	4,5%	17.290	5,9%	-4.111	-23,8%
Totale	294.684	100,0%	293.211	100,0%	1.473	0,5%

Ripartizione dei ricavi per area geografica

Nell'esercizio 2008 le vendite in Italia sono cresciute dell'1,8% a Euro 115.055 migliaia pari al 39,0% del fatturato consolidato.

Le vendite in Europa sono diminuite dell'1,2% (+1,1% a tassi di cambio costanti ed escludendo l'effetto delle collezioni Narciso Rodriguez), con un'incidenza sul fatturato del 23,4%. Le vendite negli Stati Uniti sono diminuite del 14,5% (-2,8% a tassi di cambio costanti ed escludendo l'effetto delle collezioni Narciso Rodriguez). Il mercato russo è cresciuto del 10,5% (+11,8% a tassi di cambio costanti ed escludendo l'effetto delle collezioni Narciso Rodriguez) e rappresenta l'8,3% del fatturato consolidato, mentre il Giappone ha registrato una flessione del 6,1% (-8,4% a tassi di cambio costanti ed escludendo l'effetto delle collezioni Narciso Rodriguez). Nel Resto del mondo la crescita è stata del 10,4% (+16,5% a tassi di cambio costanti ed escludendo l'effetto delle collezioni Narciso Rodriguez) a Euro 40.581 migliaia con un'incidenza sul fatturato del 13,7%.

Ripartizione dei ricavi per area geografica

(Valori in migliaia di Euro)	Esercizio 2008		Esercizio 2007		Variazioni	
		%		%	Δ	%
Italia	115.055	39,0%	113.030	38,5%	2.025	1,8%
Europa (Italia e Russia escluse)	68.871	23,4%	69.694	23,8%	-823	-1,2%
Stati Uniti	27.576	9,4%	32.263	11,0%	-4.687	-14,5%
Russia	24.429	8,3%	22.110	7,5%	2.319	10,5%
Giappone	18.172	6,2%	19.343	6,6%	-1.171	-6,1%
Resto del mondo	40.581	13,7%	36.771	12,6%	3.810	10,4%
Totale	294.684	100,0%	293.211	100,0%	1.473	0,5%

Ripartizione dei ricavi per canale distributivo

I ricavi generati dal Gruppo nell'esercizio 2008 derivano:

- per il 71,9%, dalle vendite effettuate dal Gruppo tramite la propria struttura commerciale, gli showroom del Gruppo, gli agenti e gli importatori, i punti vendita in franchising, i corner e gli shop in shop (canale *wholesale*), che passano da Euro 206.939 migliaia dell'esercizio 2007 a Euro 212.014 migliaia dell'esercizio 2008 con un incremento del 2,5% (+5,1% a tassi di cambio costanti ed escludendo l'effetto delle linee Narciso Rodriguez);

Ripartizione dei ricavi per canale distributivo

(Valori in migliaia di Euro)	Esercizio 2008		Esercizio 2007		Variazioni	
		%		%	Δ	%
Wholesale	212.014	71,9%	206.936	70,6%	5.078	2,5%
Retail	64.270	21,8%	71.273	24,3%	-7.003	-9,8%
Royalties	18.400	6,3%	15.002	5,1%	3.398	22,6%
Totale	294.684	100,0%	293.211	100,0%	1.473	0,5%

- per il 21,8%, dalle vendite effettuate attraverso punti vendita gestiti direttamente dal Gruppo (canale *retail*), che passano da Euro 71.273 migliaia dell'esercizio 2007 a Euro 64.270 migliaia dell'esercizio 2008 con un decremento del 9,8% (-6,6% a tassi di cambio costanti ed escludendo l'effetto delle linee Narciso Rodriguez);
- per il 6,3%, dalle *royalties* derivanti dai contratti di licenza con società terze per la produzione e distribuzione di linee di prodotti con brand del Gruppo. Le *royalties*, che passano da Euro 15.002 migliaia dell'esercizio 2007 a Euro 18.400 migliaia dell'esercizio 2008, aumentano del 22,6%.

Ripartizione dei ricavi per marchi propri e marchi in licenza

Il fatturato per marchi propri aumenta in valore assoluto di Euro 6.502 migliaia (+2,6% rispetto al periodo precedente), con un'incidenza sul fatturato totale che aumenta dall'86,2% dell'esercizio 2007 all'88,0% dell'esercizio 2008. Il fatturato per marchi in licenza diminuisce del 12,4% (al netto dell'effetto delle linee Narciso Rodriguez il decremento sarebbe stato del 3,4%).

Ripartizione dei ricavi per marchi propri e marchi in licenza

(Valori in migliaia di Euro)	Esercizio 2008		Esercizio 2007		Variazioni	
		%		%	Δ	%
Marchi di proprietà	259.308	88,0%	252.806	86,2%	6.502	2,6%
Marchi in licenza	35.376	12,0%	40.405	13,8%	-5.029	-12,4%
Totale	294.684	100,0%	293.211	100,0%	1.473	0,5%

- **COSTI** : L'incremento dei costi è principalmente attribuibile:

- Aumento del valore delle rimanenze di prodotti finiti e semilavorati del 35,7%, dovuti ad un rallentamento delle vendite, che nel 2008 risulta avere un'incidenza del 3,6% sul totale dei ricavi.

<i>(Valori in migliaia di Euro)</i>	31 dicembre 2008	31 dicembre 2007	Variazioni Δ	%
Materie prime, sussidiarie e di consumo	18.268	17.520	748	4,3%
Prodotti in corso di lavorazione	9.020	10.814	-1.794	-16,6%
Prodotti finiti e merci	49.718	38.796	10.922	28,2%
Acconti	428	631	-203	-32,2%
Totale	77.434	67.761	9.673	14,3%

Le giacenze di materie prime e prodotti in corso di lavorazione si riferiscono sostanzialmente alla realizzazione delle collezioni primavera/estate 2009.

I prodotti finiti riguardano principalmente le collezioni autunno/inverno 2008, primavera/estate 2009 e il campionario dell'autunno/inverno 2009.

L'incremento della voce rimanenze rispetto al 31 dicembre 2007 è riconducibile principalmente a maggiori rimanenze di prodotti finiti in parte dovuto all'effetto del **rallentamento delle vendite retail**.

- Aumento generalizzato di tutte le voci di costo, che hanno fatto registrare una variazione positiva media del 7% e che nel loro complesso incidono per più del 90% sul totale dei ricavi.

Si evidenziano in particolare:

- Costi per lavorazioni esterne, consulenze, pubblicità e promozioni (+7%);
- Costo del lavoro (+6%) in linea con l'incremento dell'organico.

<i>(Valori in migliaia di Euro)</i>	Esercizio 2008	Esercizio 2007	Variazioni Δ	%
Costi del personale	61.711	58.196	3.515	6,0%
Totale	61.711	58.196	3.515	6,0%

Nell'esercizio 2008, il numero medio dei dipendenti del Gruppo è il seguente:

<i>(Numero medio dipendenti ripartiti per qualifica)</i>	Esercizio 2008	Esercizio 2007	Variazioni Δ	%
Operai	453	437	16	4%
Impiegati - quadri	1.034	996	38	4%
Dirigenti	26	25	1	4%
Totale	1.513	1.458	55	4%

Costo per il personale

Il costo del personale passa da Euro 58.196 migliaia dell'esercizio 2007 a Euro 61.711 migliaia dell'esercizio 2008 con un'incidenza sulle vendite che passa dal 19,8% dell'esercizio 2007 al 20,9% dell'esercizio 2008.

L'incremento in valore assoluto di tale voce è in linea con l'incremento della forza lavoro, che passa da una media di 1.458 unità dell'esercizio 2007 alle 1.513 unità dell'esercizio 2008.

Margine operativo lordo (EBITDA)

Nell'esercizio 2008, l'EBITDA consolidato, depurato del saldo della gestione extra-caratteristica e straordinaria, è stato pari a Euro 32 765 migliaia, in calo di Euro 8 530 migliaia rispetto a Euro 41 300. migliaia dell'esercizio 2007.

Il calo della marginalità è sostanzialmente riferibile a due fattori:

- In primo luogo, le maggiori attività promozionali in termini di sconti concessi a sostegno della clientela, soprattutto americana;
- In secondo luogo, la minore contribuzione alla profittabilità del gruppo da parte del canale *retail*, che ha risentito del rallentamento delle vendite e dei costi delle nuove aperture.

Per la divisione *prêt-à-porter*, l'EBITDA è stato pari a Euro 30.170 migliaia, con una diminuzione del 22,8% rispetto a Euro 39.094 migliaia dell'esercizio 2007 e con un'incidenza sui ricavi pari al 12,7%. L'EBITDA della divisione *prêt-à-porter* al netto dei ricavi non ricorrenti, sarebbe diminuita del 18,3%.

La divisione calzature e pelletteria ha registrato un decremento dell'EBITDA passando da Euro 5.356 migliaia dell'esercizio 2007 a Euro 4.124 migliaia dell'esercizio 2008, con un'incidenza sui ricavi del 5,5% (7,2% nell'esercizio 2007).

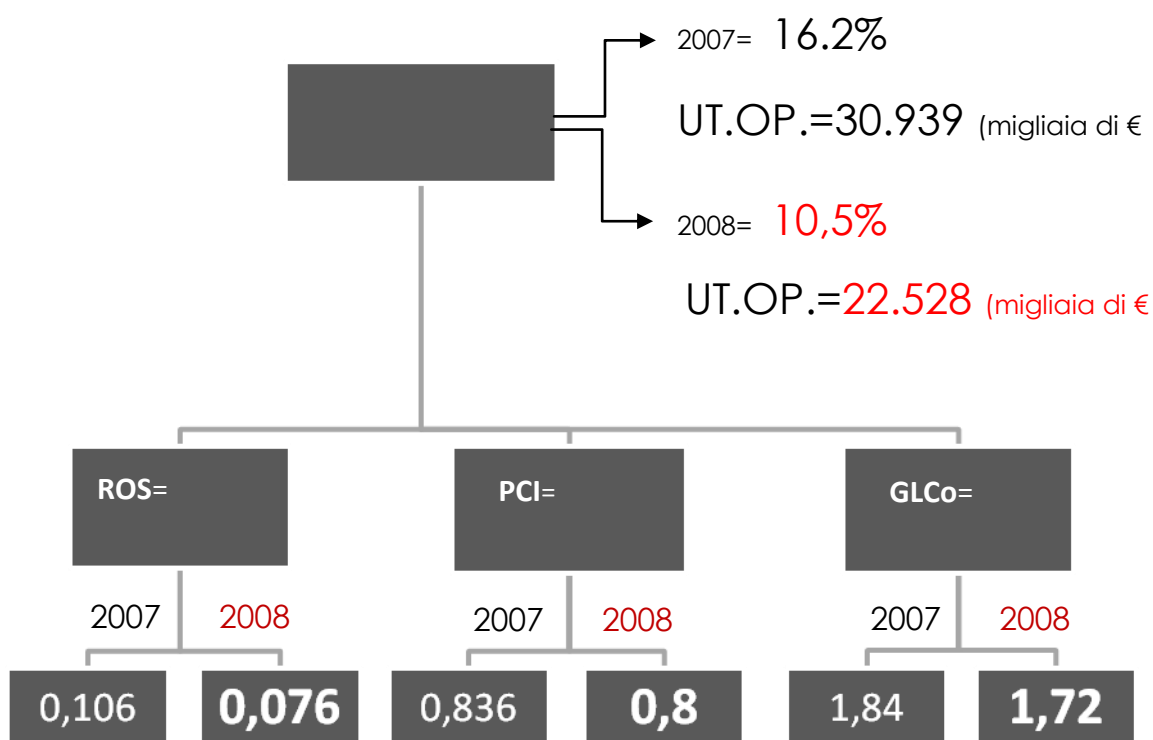
Le tabelle che seguono indicano i dati economici per l'esercizio 2008 e 2007 relativi alle divisioni *prêt-à-porter* e calzature e pelletteria.

2008 (Valori in migliaia di Euro)	Divisione <i>prêt-à-porter</i>	Divisione calzature e pelletteria	Elisioni tra le divisioni	Totale consolidato
RICAVI DI SETTORE	236.727	75.447	-17.490	294.684
di cui infradivisione	3.847	13.643	17.490	-
MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)				
al netto delle op.non ricorrenti	30.170	4.124	-	34.294
Totale operazioni non ricorrenti	-	-	-	-
MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)	30.170	4.124	-	34.294
Totale Ammortamenti e Svalutazioni	-8.171	-4.258	-	-12.429
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)	21.999	-134	-	21.865
ALTRE INFORMAZIONI				
Investimenti	15.873	1.238	-	17.111
Ammortamenti	8.129	2.108	-	10.237
Svalutazioni	42	2.150	-	2.192
Altri costi di natura non monetaria	-	-	-	-

2007 (Valori in migliaia di Euro)	Divisione prêt-à porter	Divisione calzature e pelletteria	Elisioni tra le divisioni	Totale consolidato
RICAVI DI SETTORE	235.178	74.535	-16.502	293.211
di cui infradivisione	3.884	12.618	16.502	-
MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA) al netto delle op.non ricorrenti	36.940	5.356	-	42.296
Totale operazioni non ricorrenti	2.154	-	-	2.154
MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)	39.094	5.356	-	44.450
Totale Ammortamenti e Svalutazioni	-8.720	-2.002	-	-10.722
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)	30.374	3.354	-	33.728
ALTRE INFORMAZIONI				
Investimenti	8.886	656	-	9.543
Ammortamenti	8.360	2.002	-	10.362
Svalutazioni	360	-	-	360
Altri costi di natura non monetaria	-	-	-	-

Risultato operativo (EBIT)

L'EBIT consolidato a lordo della gestione extra caratteristica e straordinaria è stato pari a Euro 22 528 migliaia con un'incidenza sul fatturato del 7,6%, rispetto a 30 939 del 2007, facendo registrare una diminuzione del 27%, principalmente attribuibile all'aumento generalizzato di tutti i costi dell'area caratteristica e delle intense attività promozionali in termini di sconti concessi al fine di sostenere le vendite.



b) GESTIONE EXTRA OPERATIVA

Contribuisce positivamente alla determinazione del risultato con un'incidenza sul fatturato del 1,6 %, in aumento rispetto al 2007 la cui incidenza era solo dello 0,7%.

EBIT NORMALIZZATO:

$$\begin{aligned} 2007 &= +2\,053 \text{ (migliaia di €)} \\ 2008 &= +4\,937 \text{ (migliaia di €)} \end{aligned}$$

Grado di leva Ex. Op. I liv. : $\frac{RONA \text{ norm}}{ROI}$

$$\begin{aligned} 2007 &= 0,820 \\ 2008 &= 0,966 \end{aligned}$$

c) GESTIONE STRAORDINARIA

Il Margine operativo, già compromesso dall'aumento generalizzato dei costi dell'area caratteristica, risulta essere ulteriormente compromesso dalle ingenti perdite di carattere straordinario, testimoniate da un deciso peggioramento del grado di leva extra-operativa di II livello.

EBIT INTEGRALE:

$$\begin{aligned} 2007 &= +727 \text{ (migliaia di €)} \\ 2008 &= -5599 \text{ (migliaia di €)} \end{aligned}$$

Grado di leva Ex. Op. II liv. : $\frac{RONA \text{ int}}{RONA \text{ norm}}$

$$\begin{aligned} 2007 &= 1,022 \\ 2008 &= 0,79 \end{aligned}$$

I Ricavi di carattere straordinario riguardano principalmente:

(Valori in migliaia di Euro)	Esercizio 2008	Esercizio 2007	Variazioni Δ	%
Sopravvenienze attive	1.113	1.201	-88	-7,3%
Plusvalenze		2.405	-2.405	-100,0%
Altri ricavi	4.937	2.053	2.884	140,5%
Totale	6.050	5.659	391	6,9%

Il ricavo di carattere straordinario riguarda principalmente:

effetto di una generale riduzione delle poste che la compongono (recupero crediti da istanze di fallimento, prescrizione debiti e ricavi di competenza di anni precedenti).

Il consistente decremento della voce *Plusvalenze* è riferibile alla plusvalenza netta di circa Euro 2 milioni realizzata nell'esercizio 2007 dalla controllata Aeffe USA in seguito alla vendita avvenuta in data 18Maggio 2007, della propria quota (pari al 50% del capitale) della Narciso Rodriguez LLC.

L'aumento di Euro 2.884 migliaia della voce *Altri ricavi*, che includono principalmente utili su cambi di natura commerciale, affitti attivi, vendite di materie prime ed imballaggi, è dovuta in particolar modo all'aumento degli utili su cambi rispetto al valore dell'esercizio precedente.

Le voci di costo straordinario sono così dettagliate:

- Perdite su Cambi, per circa 1.759 con una variazione positiva del 589,8%

(Valori in migliaia di Euro)	Esercizio 2008	Esercizio 2007	Variazioni	
			Δ	%
Imposte e tasse	568	580	-12	-2,1%
Omaggi	339	277	62	22,4%
Sopravvenienze passive	583	430	153	35,6%
Svalutazione crediti dell'attivo circolante	689	497	192	38,6%
<u>Perdite su cambi</u>	<u>1.759</u>	<u>255</u>	<u>1.504</u>	<u>589,8%</u>
Altri oneri operativi	582	470	112	23,8%
Totale	4.520	2.509	2.011	80,1%

- Svalutazioni, per 2192 con una variazione positiva del 510%, dovuta alla svalutazione di un negozio sito a Firenze in ottemperanza a quanto emerso dal test di Impairment su Key Money in applicazione del principio contabile n°36.

(Valori in migliaia di Euro)	Esercizio 2008	Esercizio 2007	Variazioni	
			Δ	%
Ammortamenti immobilizzazioni immateriali	3.630	3.638	-8	-0,2%
Ammortamenti immobilizzazioni materiali	6.607	6.723	-116	-1,7%
<u>Svalutazioni</u>	<u>2.192</u>	<u>360</u>	<u>1.832</u>	<u>508,8%</u>
Totale	12.429	10.722	1.707	15,9%

d) GESTIONE FINANZIARIA

Risultato ante imposte

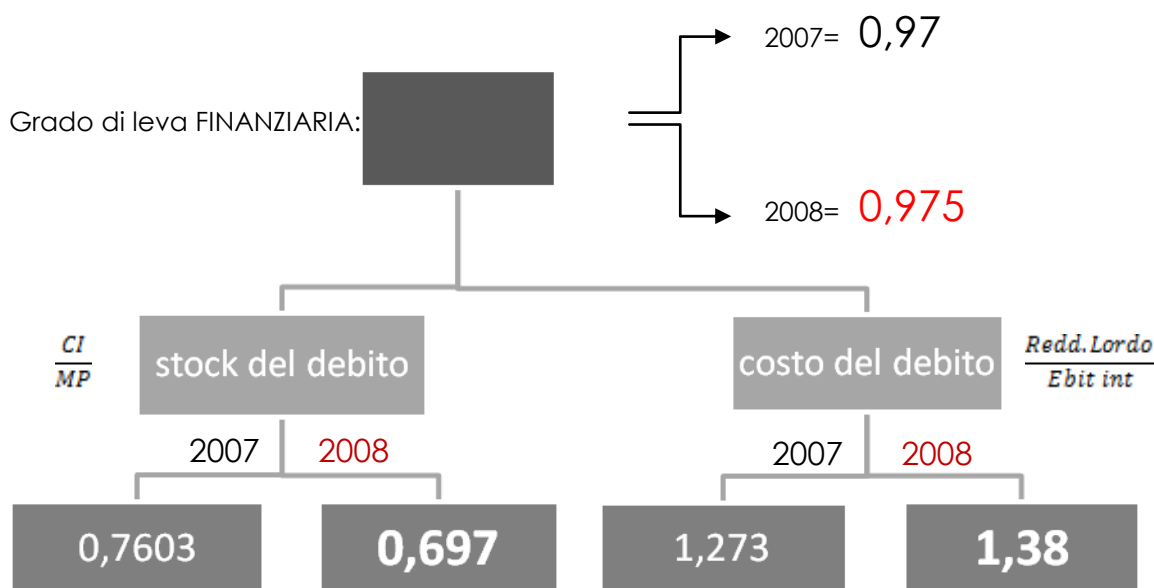
Il risultato ante imposte passa da Euro 25.645 migliaia dell'esercizio 2007 a Euro 15.250 migliaia dell'esercizio 2008, con un decremento in percentuale pari al 40,5%.

Si registra, in ogni caso, una diminuzione dell'indebitamento finanziario a lungo termine e dei conseguenti oneri, principalmente dovuto alla quotazione in borsa della società avvenuta in data 24 luglio 2007, anche se risulta essere più che compensato da un aumento considerevole delle passività a breve.

29.Proventi / oneri finanziari

La voce comprende:

(Valori in migliaia di Euro)	Esercizio 2008	Esercizio 2007	Δ	Variazioni %
Interessi attivi	299	274	25	9,1%
Differenze cambio	500	76	424	557,9%
Sconti finanziari	23	34	-11	-32,4%
Altri proventi	1	219	-218	-99,5%
Proventi finanziari	823	603	220	36,6%
Interessi passivi	4.566	7.151	-2.585	-36,1%
Interessi per <i>leasing</i>	504	450	54	12,0%
Differenze cambio	1.359	880	479	54,4%
Altri oneri	1.009	206	803	389,8%
Oneri finanziari	7.438	8.687	-1.249	-14,4%
Totale	6.615	8.084	-1.469	-18,2%



e) Risultato netto dell'esercizio per il Gruppo

L'utile netto di Gruppo è passato a Euro 7.676 migliaia nell'esercizio 2008 da Euro 15.321 migliaia nell'esercizio 2007 con una riduzione del 49,9%.

Il *tax rate* è passato dal 49% dell'esercizio 2007 (escludendo l'effetto *una tantum* positivo, derivante dall'adeguamento delle imposte differite attive e passive stanziato in esercizi precedenti alle aliquote fiscali approvate dalla Legge Finanziaria per il 2008)

al 42,4% dell'esercizio 2008. Tale miglioramento è dovuto alla riduzione delle aliquote fiscali IRAP e IRES approvate dalla Legge Finanziaria per il 2008.

<i>(Valori in migliaia di Euro)</i>	Esercizio 2008	Esercizio 2007
Risultato prima delle imposte	15.250	25.645
Aliquota fiscale applicata	27,5%	33%
Calcolo teorico delle imposte sul reddito (IRES)	4.194	8.463
Effetto fiscale	-702	-4.337
Effetto aliquote fiscali di altri paesi	985	635
Totale imposte sul reddito iscritte in bilancio esclusa IRAP (correnti e differite)	4.477	4.761
IRAP (corrente e differita)	1.996	2.614
Imposte sul reddito iscritte in bilancio (correnti e differite)	6.473	7.375

I debiti per Irap e Ires riflettono il carico tributario corrente, al netto degli acconti già corrisposti nel corso dell'esercizio. I considerevoli decrementi dei debiti per IRES e IRAP sono correlati ai maggiori acconti versati nel corso dell'esercizio 2008 rispetto al 2007. La variazione della voce Altri è principalmente imputabile al debito relativo all'imposta sostitutiva dovuta per l'affrancamento dei disallineamenti fiscali.

IMPOSTE:

- 2007= 7 375 (migliaia di €)
- 2008= 6 473 (migliaia di €)

$\frac{ROE \text{ Lordo}}{ROE \text{ NETTO}}$

- 2007= 0,60
- 2008= 0,52



CAPITOLO 5





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'appel 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.



1.2 LE VICENDE SOCIETARIE DELL'ULTIMO ANNO.

IT Holding, ha chiesto l'amministrazione controllata per la Ittierre, azienda che produce sia capi a marchio **Ferrè** che, in licenza, **Just Cavalli e Versace**. La controllante ha presentato un'istanza per il ricorso alla Legge Marzano. Nelle scorse settimane un fondo di private equity (sulla stampa si era fatto il nome dell'austriaco King's Bridge) si era fatto avanti per rilevarla, facendo salire il titolo in borsa. Ma a due condizioni: le banche avrebbero dovuto garantire liquidità e i creditori concedere ulteriore tempo. Sia Cavalli e che Versace infatti, avevano infatti inviato lettere alla società chiedendo il pagamento di royalties. Nessuna di queste condizioni è stata soddisfatta. Di qui la scelta dell'amministrazione controllata per un'azienda in cui lavorano circa 1.000 persone che ha finora accumulato circa un miliardo di euro di debiti.

Apparentemente i destini di Itierre risulterebbero slegati da quelli dell'altra società controllata, la **Gianfranco Ferrè**. Di fatto però la legge Marzano potrebbe avere delle conseguenze gravi per la controllante It holding. Che condizionerebbero inevitabilmente anche lo storico marchio del Made in Italy. La società infatti ha collocato sul mercato bond, con scadenza nel 2012, per 185 milioni di euro. Ma il contratto prevede che, in caso di amministrazione controllata di una delle controllate, gli obbligazionisti possano chiedere l'immediato rimborso delle note. Una circostanza che, se si avverasse, metterebbe anche la capofila It Holding in seria difficoltà. Secondo Davide Vimercati, analista della sezione Investment Banking di Unicredit, c'è addirittura il rischio dell'amministrazione controllata per la stessa It Holding.

La società, quotata a Piazza Affari, ha chiesto a Borsa Italiana la sospensione a tempo indeterminato dalle contrattazioni sul segmento Star. IT Holding ha oltre 1.800 dipendenti e i suoi ricavi nel 2007 sono stati pari a 637 milioni di euro.

Stato d'insolvenza

Si aggrava la crisi di IT Holding, il gruppo fondato e guidato da Tonino Perna, leader nel lusso, a cui fanno capo società con marchi propri - Gianfranco Ferré, Malo, Extè - oltre che con marchi in licenza - Versace Jeans Couture, Versace Sport, Just Cavalli, C'N'C Costume National e Galliano.

Secondo quanto apprende Il Sole24Ore.com, il Tribunale di Isernia ha dichiarato lo stato di insolvenza di IT Holding Finance SA, la finanziaria con sede in Lussemburgo. Si tratta della società che aveva contratto il prestito obbligazionario da 185 milioni di euro (Senior Note 2012) per l'acquisto della casa di moda Ferrè. L'amministrazione



straordinaria del gruppo che fa capo a IT Holding, che già interessa tutte le aziende con sede in Italia, si allarga quindi anche a questa società.

A chiedere la dichiarazione dello stato di insolvenza di IT Holding Finance erano stati Stanislao Cimenti, Andrea Ciccoli e Roberto Spada, amministratori straordinari del gruppo nominati dal ministero dello Sviluppo economico lo scorso febbraio. Il collegio presieduto dal giudice Guido Ghionni, dal giudice delegato Laura Liguori e dal giudice Francesco Ferdinandi, ha ritenuto fondate le argomentazioni dei commissari e ha emanato la sentenza dichiarativa dello stato di insolvenza che sancisce l'assorbimento della società nell'amministrazione straordinaria del gruppo IT Holding.

Per l'impero della moda fondato dall'imprenditore molisano Tonino Perna si tratta della perdita dell'ennesimo tassello. La prima a cadere era stata, lo scorso 12 febbraio, Ittierre, la società che controlla le maison Ferrè, Extè e Malo. In rapida sequenza sono seguite le dichiarazioni di insolvenza di IT Holding, la capogruppo, e di tutte le altre società italiane, le case di moda Gianfranco Ferré, Extè, Malo, Nuova Andrea Fashion e le società IT Holding Commercial Services, ITC S.p.A., ITR USA Retail, Plus IT. Ne erano seguite roventi polemiche che, durante le recenti giornate della moda di Milano, erano sfociate nella decisione dello stilista Roberto Cavalli di non fare sfilare il marchio Just Cavalli, la cui licenza è affidata a Ittierre. Strappo ricomposto il 6 aprile scorso, con l'accordo per rinnovare per altri quattro anni la licenza per il marchio in questione. Nel frattempo, va avanti l'attività di accertamento del passivo da parte dei commissari straordinari del gruppo IT Holding. Le passività complessive finora accertate ammontano a circa 800 milioni di euro. L'attività dei commissari prosegue anche sul fronte delle cessioni finalizzate ad evitare il fallimento del gruppo. Secondo quanto si apprende, negli ultimi giorni diverse aziende del settore si sono fatte avanti per sondare la possibilità di acquisire i marchi Gianfranco Ferré e Malo. I commissari sono orientati a passare comunque per una procedura di cessione ad evidenza pubblica. La strategia di salvataggio messa a punto dall'amministrazione straordinaria prevede poi la conservazione, da parte di Ittierre, delle licenze Just Cavalli, Versace Jeans Couture, Galliano e C'N'C' Costume National.

Si allarga anche alle altre nove controllate del gruppo l'inchiesta della Procura di Isernia su It Holding, la società d'alta moda fondata da Tonino Perna finita in amministrazione straordinaria lo scorso 12 febbraio (si veda il Sole 24 Ore di ieri). Dal Tribunale bocche cucite, ma ieri mattina alle 10, davanti all'ufficio del pm Federico Sciolì, si è presentato Stanislao Chimenti, uno dei tre commissari nominati dal ministero dello Sviluppo economico per far ripartire l'azienda. Il colloquio è durato circa quindici minuti nel corso dei quali, a quanto si apprende, si sarebbe proceduto all'estensione



del faro del Tribunale, oltre alla "semplice" procedura di commissariamento, su tutte le altre aziende dalla galassia It Holding.

In questo momento l'obiettivo principale degli uomini nominati da Claudio Scajola - che hanno già messo a punto il nuovo piano industriale - è poter disporre della linea di credito da 30 milioni di euro concessa da un pool di banche tra le quali Intesa Sanpaolo e UniCredit. «Ma una cosa è il via libera formale al finanziamento - commenta una fonte vicina al ministero - e un'altra l'erogazione effettiva di questo denaro». Che ancora non c'è stata e dovrà essere fatta "il prima possibile" per tenere in vita le funzionalità minime della società, quindi per pagare gli stipendi e il personale. L'altro fronte caldo è quello che riguarda i fasonisti, i piccoli imprenditori conto-terzisti che lavoravano con la Ittierre. La loro protesta è continuata anche ieri davanti ai cancelli degli stabilimenti di Pettoranello del Molise, dove una delegazione di dodici rappresentanti è stata ricevuta dai commissari per cercare di trovare una soluzione al problema delle mancate spettanze. «Sono 13 mesi che non mi pagano - fa sapere Tommaso, che viene dalla Puglia - e vanto un credito di 150mila euro e più di 4.800 capi d'abbigliamento sequestrati dalla Procura di Lecce». Stesso discorso per Michele di Benevento: «Nel 2008 non ho visto un soldo e mi hanno fatto fare la cessione del credito presso Banca Ifis, ma le scadenze non sono mai state rispettate». Il dialogo tra i fasonisti e i nuovi vertici della Ittierre è durato circa due ore e mezzo. Ad accompagnare gli imprenditori, gli avvocati Vincenzo Iacovino e Salvatore di Pardo. «I commissari hanno manifestato la caparbia volontà di far continuare l'azienda a produrre - ha spiegato Iacovino - e stiamo cercando soluzioni adeguate per quanto riguarda i mancati pagamenti e tra le misure straordinarie che si potrebbero adottare c'è anche la sospensione degli oneri contributivi e fiscali per il gruppo». Senza contare che in campo potrebbe scendere anche Finmolise, la finanziaria della Regione, per sostenere questa sorta di economia "di guerra" mentre all'orizzonte si fa anche l'ipotesi, per i lavoratori diretti di Ittierre, della cassa integrazione straordinaria. Nel frattempo fasonisti e dipendenti hanno anche dato vita a un comitato pro-Ittierre. Perché qui, spiegano, «nessuno è contro l'azienda».

Break up del gruppo

Nello studio legale Spadini di Milano sono riuniti intorno a un tavolo tutti i professionisti che stanno lavorando al salvataggio di **It Holding**, dal direttore finanziario ai consulenti industriali (PriceWaterhouseCoopers) e legali. La porta che lascia intravedere il tavolo ovale si apre solo per qualche istante e escono dalla stanza i tre commissari straordinari, Stanislao Chimenti, Andrea Ciccoli e Roberto Spada. A circa un anno di



distanza dalla loro nomina hanno deciso di parlare per la prima volta in un'intervista a tre «per fare il punto della situazione», ma anche per dissipare qualche ombra sulle sorti del gruppo. Ombre che hanno portato i sindacati a dichiarare per oggi otto ore di sciopero e presidio davanti alle fabbriche del gruppo.

I commissari procedono, comunque, speditamente perché i tempi sono più che mai stretti: entro metà febbraio la presentazione al ministero dello Sviluppo Economico dell'integrazione al piano dello scorso novembre per la cessione separata di Ittierre e Gianfranco Ferré (quella per Malo è stata presentata a metà gennaio); entro fine marzo la cessione delle tre business unit.

Break up «necessario»

I commissari, infine, hanno quindi deciso per il break up del gruppo e la cessione delle singole divisioni: Ittierre, Malo e Gianfranco Ferré. «Le controparti qualificate che hanno incontrato i nostri advisor non hanno mai manifestato un interesse per tutto il gruppo» spiega Spada, aggiungendo poi: «Da quando al mercato è chiaro che le tre business unit saranno vendute separatamente, invece, abbiamo ricevuto manifestazioni d'interesse concrete». Le manifestazioni d'interesse arrivano da finanziari e industriali anche stranieri (Australia, India e Cina). E fra gli altri, secondo indiscrezioni, ci sarebbe anche un gruppo di bondholder (tra cui Jp Morgan, Goldman Sachs e Pioneer) seguiti da Banca Leonardo e Alix Partner.

Dopo il via libera del ministero, quindi, si partirà con un bando di gara pubblico: «Auspichiamo che la procedura di evidenza pubblica per la cessione delle tre business unit si concluda entro fine marzo» spiega Chimenti, sottolineando inoltre: «I requisiti minimi per la scelta dell'acquirente saranno: il piano industriale; la solidità economica; la garanzia dei livelli occupazionali e nel caso di Ittierre il mantenimento del sito operativo di Pettoranello del Molise (Isernia), che conta un indotto di 7mila aziende e fasonisti». I commissari precisano poi che sono necessarie «procedure d'urgenza per le cessioni, perché sarebbe opportuno che le aziende fossero in mano ai nuovi proprietari per la preparazione delle collezioni della nuova stagione».

Alle eventuali obiezioni sulla scelta di non procedere alla vendita del gruppo nel complesso, Ciccoli spiega che «fra le tre divisioni non ci sono concrete condivisioni di costi, attività o clienti. Mantenere il gruppo unito metterebbe a rischio anche la continuità finanziaria». L'attività dei commissari è stata anche «quella di garantire la separazione delle diverse divisioni senza penalizzazioni», dichiara Ciccoli. Ittierre, ad esempio, aveva una licenza di Gianfranco Ferré prima infragruppo ora contrattualizzata a condizioni di mercato per i prossimi dieci anni. «Una procedura di cessione separata, pur garantendo la necessaria flessibilità, non pregiudicherebbe, per



altro, la possibilità di partecipare, per le parti che ne fossero interessate, al processo per l'acquisizione di due o tutte le aziende poste in vendita» aggiunge Spada, proseguendo poi: «Al contrario qualunque rallentamento di tale processo potrebbe compromettere gravemente le possibilità di chiudere la procedura con esito positivo, avendo avuto evidenza di serie trattative in corso».

Le trattative con i sindacati

Il prossimo appuntamento è fissato per il 15 febbraio: il ministero per lo Sviluppo economico ha convocato i commissari straordinari e i sindacati. All'ordine del giorno c'è il programma di cassa integrazione straordinaria (cigs). Il programma in corso di cassa integrazione ordinaria (cigo) riguarda 200 dipendenti dei 1.500 del gruppo. «L'incontro - spiega Chimenti - è dirimente per poter trasformare la cigo in cigs. Il numero dei dipendenti interessati dal nuovo programma sarà stabilito d'intesa con i sindacati. Dopo l'incontro potrebbero partire le comunicazioni formali». I commissari sono restii a dare numeri prima dell'incontro, ma quelli circolati nei mesi scorsi indicavano circa 450 dipendenti potenzialmente interessati dalla cassa integrazione straordinaria di cui 330 circa in Ittierre. «Per favorire l'accelerazione del processo di ristrutturazione economica del gruppo It Holding - spiega Chimenti - la procedura sta lavorando affinché i lavoratori coinvolti dalla cassa integrazione straordinaria possano beneficiare della durata massima della cigs concessa dalla legge». L'avvocato si riferisce alla prassi secondo la quale vengono concessi 24 mesi di cigs per ristrutturazione, più ulteriori 12 mesi «in deroga».

I commissari di concerto con le istituzioni locali stanno lavorando anche in un'altra direzione: «Si sta lavorando - prosegue Chimenti - ad un progetto di riqualificazione e ricollocamento del personale, che potrebbe beneficiare anche di finanziamenti regionali, sviluppando in outsourcing un distretto del tessile dedicato alla Ittierre al fine di garantire il più elevato livello occupazionale possibile».

Sull'altro fronte il coordinamento nazionale Femca-Filtea-Uilta-Ugl Tessile ha comunicato di aver deciso una giornata di sciopero di otto ore e di mobilitazione per oggi. «Il processo di riduzione del personale - spiega Ciccoli - è un male necessario dopo i dissesti finanziari subiti dall'azienda. Ittierre non ha mai licenziato neanche dopo aver perso la licenza di D&G che valeva circa il 50% del fatturato di allora».

Gli esposti alla procura

Sul capitolo dei tre esposti presentati alla procura di Isernia e Milano da parte dei tre commissari, il commento è secco: «Abbiamo fatto quello che la legge prescrive: abbiamo indagato sulle cause della crisi e da questo sono scaturiti i tre esposti, che abbiamo depositato. Ora è tutto in mano alla magistratura»



2. STRUTTURA PATRIMONIALE DEL GRUPPO.

(Migliaia di euro)	Nota	30 giugno 2008	31 dicembre 2007
Attività			
Attività correnti			
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	8	14.387	21.680
Strumenti finanziari derivati		639	823
Altre attività finanziarie a breve termine	8	43.425	26.236
Crediti commerciali		226.552	216.189
Altri crediti		35.310	35.059
Crediti per imposte sul reddito		4.056	14.472
Rimanenze	5	137.034	140.632
Investimenti nello sviluppo delle collezioni		42.905	39.128
Totale attività correnti		504.308	494.219
Attività non correnti			
Attività finanziarie a lungo termine		5.320	5.676
Investimenti immobiliari		1.547	1.573
Immobili, impianti e macchinari	6	50.665	53.104
Attività immateriali	7	242.705	243.696
Crediti per imposte anticipate		26.093	26.610
Totale attività non correnti		326.330	330.659
Totale attività		830.638	824.878
Passività e patrimonio netto			
Passività correnti			
Scoperti bancari e finanziamenti a breve termine	8	195.687	168.677
Strumenti finanziari derivati		118	29
Debiti commerciali		222.511	222.452
Altri debiti		34.703	35.141
Debiti per imposte sul reddito		4.889	6.305
Fondi		4.414	5.134
Totale passività correnti		462.322	437.738
Passività non correnti			
Finanziamenti a lungo termine	8	185.524	193.337
Debiti per imposte differite		51.911	51.781
Benefici ai dipendenti		12.192	12.356
Altri fondi		12.771	11.650
Altre passività non correnti		3.127	3.255
Totale passività non correnti		265.525	272.379
Totale passività		727.847	710.117
Patrimonio netto			
Patrimonio netto attribuibile agli azionisti della controllante			
Capitale sociale	9	12.294	12.294
Riserva da sovrapprezzo delle azioni		41.595	41.595
Riserva da differenze di traduzione		(10.477)	(8.369)
Riserva legale		2.627	2.627
Utili (perdite) portati a nuovo		31.039	27.628
Altre riserve		31.630	31.630
Risultato netto del periodo		(10.552)	3.411
Totale patrimonio netto attribuibile agli azionisti della controllante		98.156	110.816
Patrimonio netto di terzi		4.635	3.945
Totale patrimonio netto		102.791	114.761
Totale passività e patrimonio netto		830.638	824.878

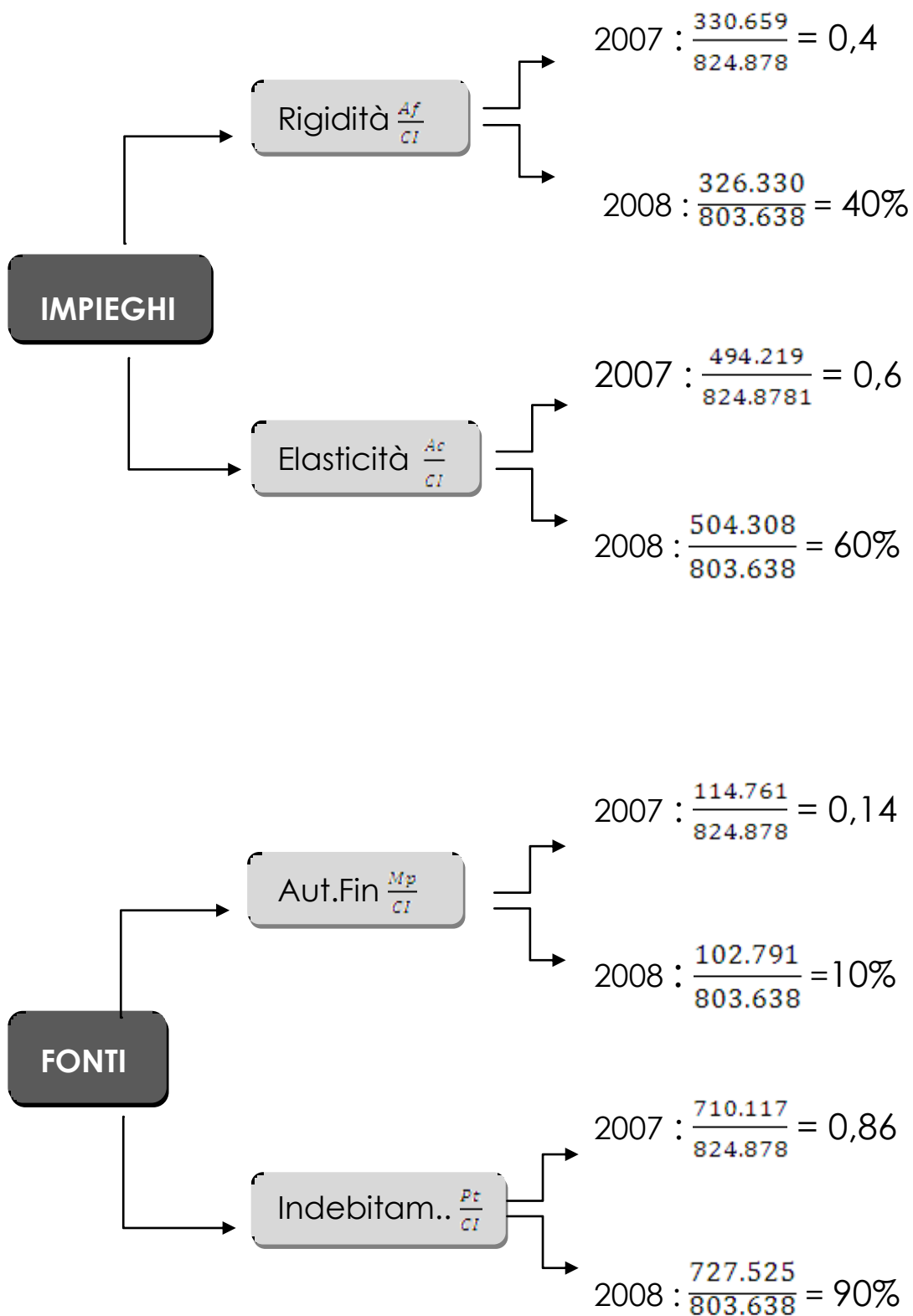


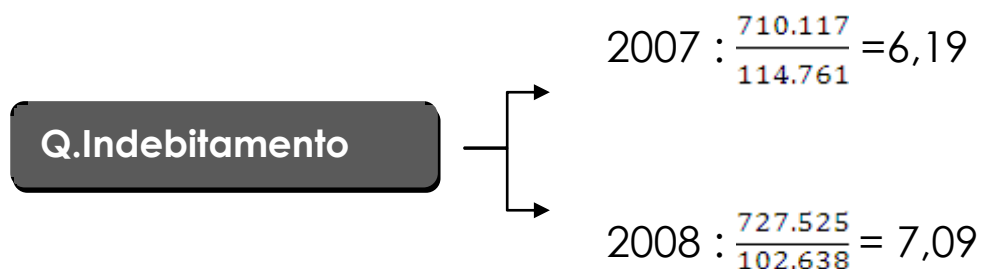
2.1 RICLASSIFICAZIONE FINANZIARIA DELLO STATO PATRIMONIALE

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

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

2.2 Analisi di composizione





2.2.1 VALUTAZIONE DEI RISULTATI

c) COMPOSIZIONE DEGLI IMPIEGHI

La composizione degli impieghi risulta essere sostanzialmente equilibrata nella ripartizione del totale del capitale investito tra impieghi rigidi ed elastici. Rispetto all'esercizio 2007 la struttura dell'attivo risulta pressoché invariata, caratterizzata da un da un sufficiente grado di elasticità (60%), garantita però dalla presenza rilevante di impieghi non prontamente liquidabili.

Attivo circolante

Le voci che impattano in misura rilevante sulla composizione dell'attivo a breve sono riferibili principalmente a:

- CREDITI COMMERCIALI
- RIMANENZE

Con una incidenza cumulata sul totale del capitale circolante del 75%

Attivo immobilizzato

Le attività fisse al 30 Giugno 2008 diminuiscono di Euro 4.329 migliaia rispetto al 31 dicembre 2007.

Le variazioni delle principali voci sono le seguenti:

- **Immobili, impianti e macchinari**

Nel semestre chiuso al 30 giugno 2008 il Gruppo ha acquistato immobili, impianti e macchinari per un valore complessivo di 2.456 migliaia di euro (semestre chiuso al 30 giugno 2007: 6.411 migliaia di euro) e ha ceduto immobili, impianti e macchinari per un valore netto complessivo di 206 migliaia di euro (semestre chiuso al 30 giugno 2007: 247 migliaia di euro).



- **Avviamento, marchi e altre immobilizzazioni immateriali**

Nel semestre chiuso al 30 giugno 2008 il Gruppo ha effettuato investimenti in attività immateriali per un valore complessivo di 688 migliaia di euro (semestre chiuso al 30 giugno 2007: 463 migliaia di euro) e ha dismesso attività immateriali per 5 migliaia di euro (semestre chiuso al 30 giugno 2007: nessuna cessione).

Il processo valutativo per la determinazione di eventuali perdite di valore dell'avviamento e delle attività a vita utile indefinita è effettuato al 31 dicembre di ogni anno, salvo i casi in cui indicatori di impairment richiedano un'immediata valutazione di eventuali perdite di valore. Le cash generating unit (CGU) identificate per l'attribuzione dell'avviamento e dei marchi ai fini dell'impairment test corrispondono ai settori di attività del Gruppo.

Al 31 dicembre 2007 il valore recuperabile delle CGU "Ferré" e "Malo" è stato stimato pari al fair value, dedotti i costi di vendita mentre per il valore recuperabile delle CGU "Abbigliamento" e "Accessori" è stato stimato pari al valore d'uso.

Al 30 giugno 2008 il management ha verificato, anche con l'ausilio di esperti esterni, se vi fossero indicazioni di impairment, in particolare valutando se gli scostamenti dal piano e gli scostamenti del costo del capitale rispetto al 31 dicembre 2007 potessero indurre a ritenere che vi fosse stata una flessione del fair value delle CGU "Ferré" e "Malo" piuttosto che una riduzione del valore d'uso delle CGU "Abbigliamento" e "Accessori" tali da comportare un valore recuperabile inferiore ai rispettivi valori contabili delle CGU.

A seguito della mia analisi ritengo che sulla base delle informazioni attualmente disponibili e tenuto conto di fonti esterne (scenari di mercato e analisi dei due competitor, oggetto d'indagine del mio lavoro) ed interne (andamento futuro della gestione), vi siano fondati motivi per riscontrare una perdita durevole di valore, riferibile a tali immobilizzazioni.

a) **COMPOSIZIONE DELLE FONTI**

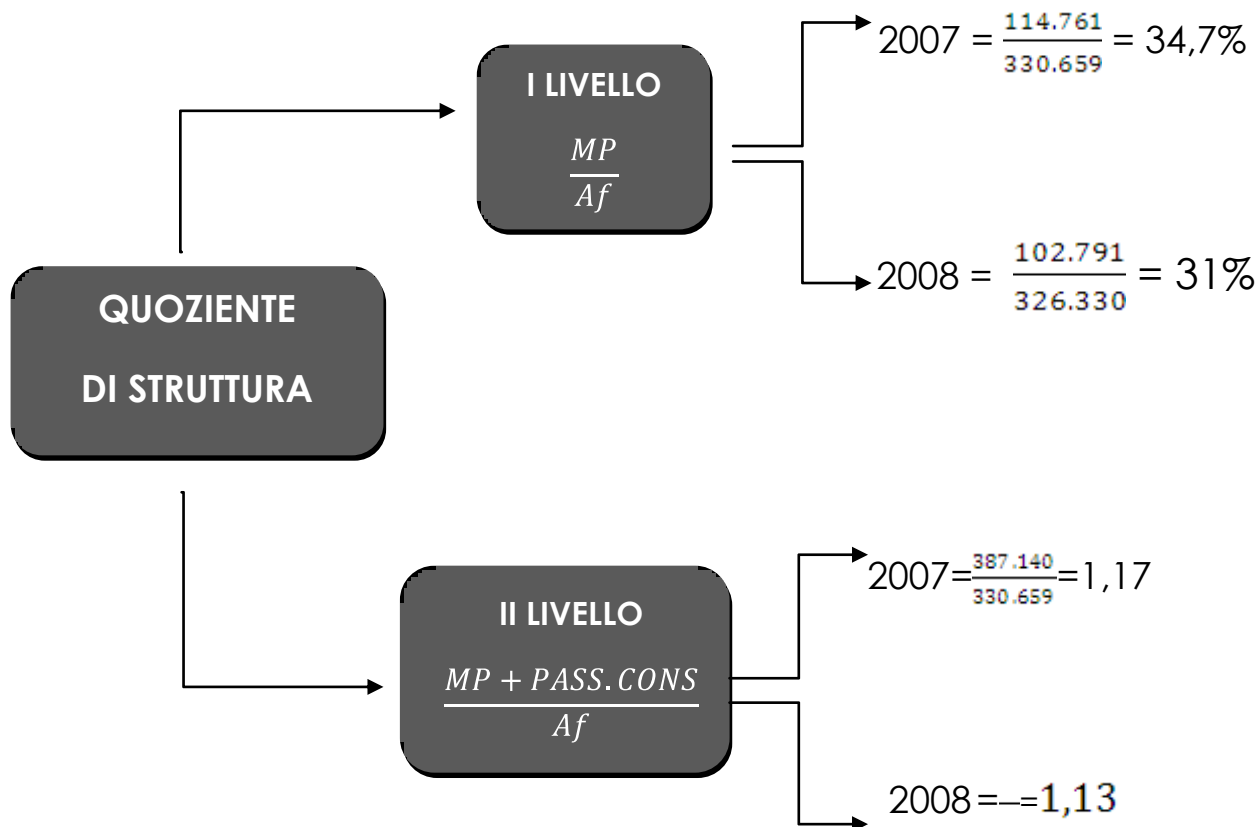
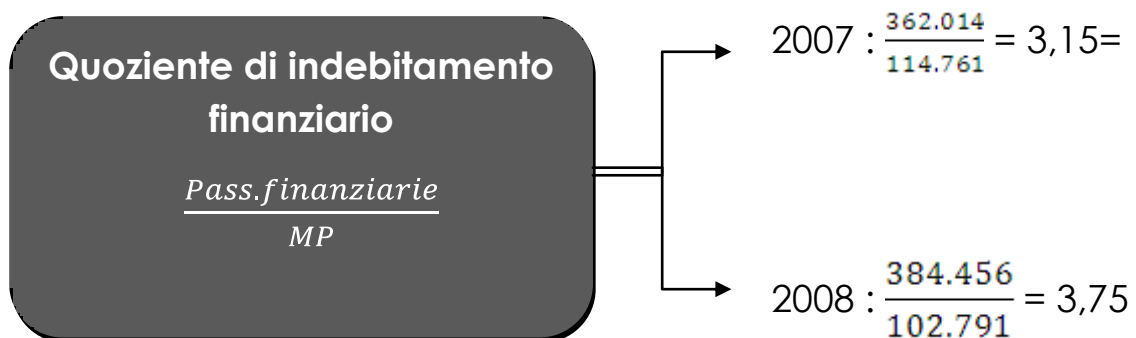
Per quanto riguarda la composizione delle fonti, si rivela una struttura fortemente sottocapitalizzata, con un coefficiente di autonomia finanziaria che sfiora il 14%, che nell'ultimo anno ha fatto registrare un ulteriore calo dettato da una riduzione del patrimonio netto in seguito al perdita riportata nel primo semestre 2008, a cui è seguito un ulteriore incremento delle passività, di natura soprattutto finanziaria.

Per tale ragione, si rileva un quoziente d'indebitamento estremamente elevato, in aumento rispetto al 2007, sinonimo di una struttura patrimoniale fortemente squilibrata che espone l'impresa a rischi di insolvenza più che certi qualora si verificano ipotesi di rallentamento delle vendite o contrazione della domanda, che possono impattare



negativamente sulla redditività e sulla produzione di flussi di cassa, idonei alla copertura delle esigenze di breve e medio periodo dettate dall'ingente indebitamento e quindi dall'eccessiva esposizione nei confronti di terzi.

2.3 Analisi di solidità'.





2.3.1 VALUTAZIONE DEI RISULTATI

c) Quoziente di Indebitamento finanziario.

Si registra un valore dell'indice eccessivamente elevato dovuto alla notevole esposizione dell'impresa nei confronti di terzi finanziatori, che testimonia un utilizzo spregiudicato della leva finanziaria, e di conseguenza ad un ridottissimo grado di capitalizzazione.

POSIZIONE FINANZIARIA NETTA

La tabella seguente illustra la posizione finanziaria netta.

(Migliaia di euro)		30 giugno 2008	31 dicembre 2007
Liquidità			
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti		14.387	21.680
Altre attività finanziarie a breve termine		43.425	26.236
Totale liquidità	A	57.812	47.916
Scoperti bancari e finanziamenti a breve termine			
Prestiti bancari - quota a breve		19.715	20.352
Debiti da programma di cartolarizzazione e verso società di factor		102.523	80.511
Debiti per canoni di leasing finanziari - quota a breve		270	240
Linee di credito bancarie		73.179	67.574
Totale scoperti bancari e finanziamenti a breve termine	B	195.687	168.677
Ricevute bancarie scadenti alla data di bilancio	C	(5.623)	(8.602)
Indebitamento finanziario corrente netto	B-A+C	132.252	112.159
Finanziamenti a lungo termine			
Prestiti bancari		8.805	17.586
Prestiti obbligazionari		175.239	174.253
Debiti per canoni di leasing finanziari - quota a lungo		1.480	1.498
Totale finanziamenti a lungo termine	D	185.524	193.337
Indebitamento finanziario netto	B+C+D-A	317.776	305.496

La voce "altre attività finanziarie a breve termine" è costituita principalmente dal saldo delle junior note acquistate nell'ambito del programma di cartolarizzazione dei crediti commerciali del Gruppo.

I prestiti bancari sono costituiti principalmente da un finanziamento sottoscritto il 18 ottobre 2004 con un pool di banche capofilato da Sanpaolo IMI S.p.A. (ora Intesa Sanpaolo) di cui 9.444 migliaia di euro sono stati rimborsati nel corso del semestre.

Il contratto di finanziamento comprende, per tutta la durata del contratto, alcuni impegni e obblighi restrittivi tipici dei contratti di finanziamento di questo tipo, compresi:

- obblighi finanziari: rispetto di alcuni parametri, da verificare annualmente sulla base del bilancio consolidato d'esercizio, relativi al rapporto tra indebitamento netto e mezzi propri, rapporto tra indebitamento netto e margine operativo lordo, al livello di indebitamento netto e all'ammontare degli investimenti;
- obblighi di informazione: obbligo di comunicare tempestivamente ogni evento a carattere straordinario (contenziosi, rinnovo di licenze, etc.) che possa modificare



sostanzialmente in senso negativo la situazione patrimoniale, economica e finanziaria di qualsiasi società del Gruppo;

- limitazione alla costituzione di diritti di garanzia reali o personali (negative pledge);
- limitazioni alla cessione di beni, alle fusioni, acquisizioni o spin-off, che non rientrino tra quelle permesse dal contratto di finanziamento.

Per garantire gli importi dovuti, come da contratto di erogazione, sono stati concessi pegni sulle azioni della ITTIERRE S.p.A., GIANFRANCO FERRÉ S.p.A. e MALO S.p.A. a beneficio degli erogatori del finanziamento e degli altri soggetti garantiti (compresi i sottoscrittori delle quote del prestito obbligazionario "Senior Notes 9.875% 11/2012").

Inoltre, le diverse consociate hanno rilasciato garanzie fideiussorie:

La voce "prestiti obbligazionari" è costituita da un prestito obbligazionario emesso dalla IT HOLDING FINANCE S.A. denominato "Senior Notes 9.875% 11/2012".

L'atto che regola il prestito obbligazionario, tra le altre condizioni, limita la capacità della Società e alcune sue controllate, salvo alcune eccezioni e deroghe, a:

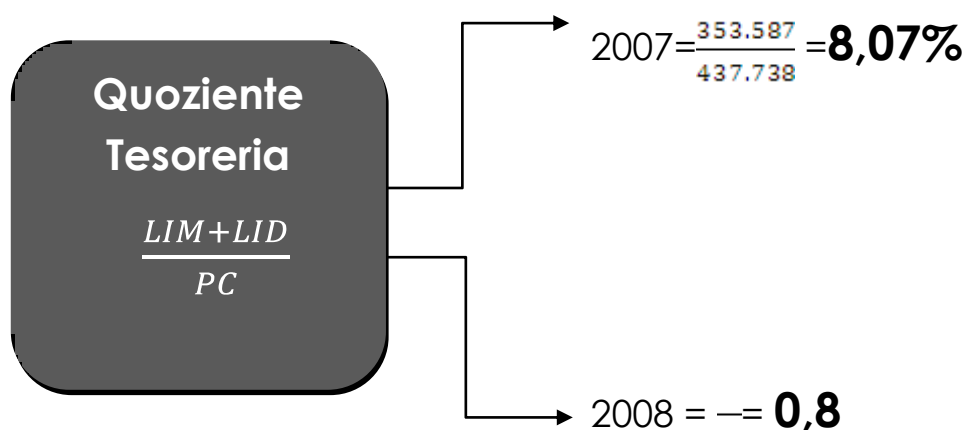
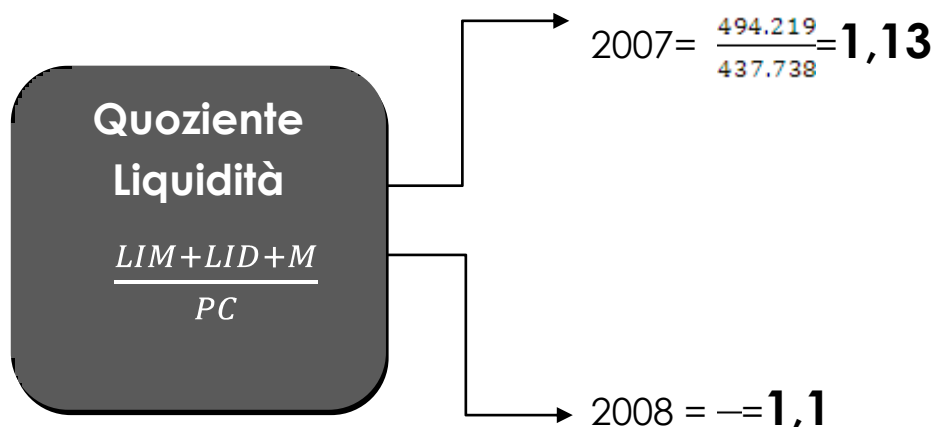
- effettuare alcuni pagamenti, compresi dividendi ed altre distribuzioni;
- accollarsi o garantire debiti aggiuntivi o a emettere azioni privilegiate;
- effettuare alcuni investimenti o acquisizioni e partecipare in joint venture;
- rimborsare anticipatamente o estinguere debiti postergati o capitale;
- effettuare alcune operazioni con società affiliate;
- consolidarsi o fondersi con altre società;
- vendere tutti o sostanzialmente tutti i beni della IT HOLDING S.p.A. o delle proprie controllate;
- emettere o vendere azioni di alcune controllate;
- creare o concedere alcuni diritti di pegno o effettuare operazioni di sale and leaseback;

Inoltre, se la Società dovesse subire una variazione del proprio controllo azionario, i sottoscrittori delle obbligazioni avranno il diritto di richiedere all'Emittente il riacquisto delle quote ad un prezzo pari al 101% del valore nominale aggregato, più gli interessi eventualmente maturati e non liquidati alla data del riacquisto.

Il prestito obbligazionario è garantito da fidejussione della Società e delle sue controllate ITTIERRE S.p.A., ITC S.p.A. e MALO S.p.A. a pari grado con le obbligazioni esistenti e future non postergate di ognuna di esse e con precedenza all'indebitamento postergato.

Gli impegni della Società e della ITTIERRE S.p.A. sono garantiti, in eguale misura e in base proporzionale con il finanziamento di originari 85 milioni di euro, da un pegno di primo grado sulle azioni della GIANFRANCO FERRÉ S.p.A., MALO S.p.A. e ITTIERRE S.p.A..

2.4 Analisi di liquidità.



2.4.1 VALUTAZIONE DEI RISULTATI

I valori degli indici di disponibilità e tesoreria, rimasti sostanzialmente invariati rispetto al 2007, testimoniano un equilibrio finanziario fortemente dipendente dal grado di liquidità presunta nel magazzino.

Situazione questa che espone l'impresa a possibili squilibri legati alla mancata sincronizzazione tra riscossione dei crediti ed estinzione dei debiti, che possono generare un rischio di insolvenza, generando un fabbisogno finanziario che costringe l'impresa ad attingere ad ulteriori finanziamenti esterni di breve termine, che alla luce dell'eccessivo indebitamento in essere, risulta anche di difficile reperimento.



RIMANENZE

La voce è così composta:

(Migliaia di euro)	30 giugno 2008	31 dicembre 2007
Materie prime, sussidiarie e di consumo	33.281	34.314
Prodotti in corso di lavorazione	17.728	20.056
Prodotti finiti e merci	86.025	86.262
Totale	137.034	140.632

Nel semestre chiuso al 30 giugno 2008 è stata rilevata a conto economico una svalutazione complessiva delle rimanenze di prodotti finiti e di materie prime pari a 2.775 migliaia di euro (4.390 migliaia di euro nel semestre chiuso al 30 giugno 2007).

Rendiconto finanziario consolidato di IT HOLDING S.p.A.

(Migliaia di euro)	Nota	Semestre chiuso al 30 giugno	
		2008	2007
Flussi di cassa da attività operative			
Risultato prima delle imposte		(3.760)	9.170
Rettifiche per:			
- Interessi passivi		16.413	15.608
- Interessi attivi		(603)	(624)
- Ammortamento		35.321	33.829
- Storno plus/minusvalenze da alienazione immobilizzazioni		143	(195)
- Quote di trattamento di fine rapporto di lavoro accantonate		(164)	(2.842)
- Altri accantonamenti		401	600
Variazioni del capitale circolante:			
- Rimanenze		3.598	(12.280)
- Crediti commerciali		(10.363)	(26.716)
- Altri crediti		(251)	3.387
- Debiti commerciali		59	9.278
- Altri debiti		(438)	5.364
- Strumenti finanziari derivati		273	(232)
- Altre attività non correnti		-	(9)
- Altre passività non correnti		(128)	(524)
- Attività finanziarie a lungo termine		356	(860)
Investimenti nello sviluppo delle collezioni		(33.388)	(30.554)
Differenze di traduzione bilanci in valuta		(1.120)	(543)
Flussi generati dall'attività operativa		6.349	1.857
Dividendi deliberati		-	(250)
Imposte corrisposte		(173)	(206)
Imposte sul reddito compensate con altri debiti tributari		3.409	2.854
Totale flussi di cassa da attività operative		(5.213)	(9.753)
Flussi di cassa da attività di investimento			
Acquisizione di immobili impianti e macchinari		(2.456)	(6.411)
Acquisizione di attività immateriali		(688)	(463)
Corrispettivi dalla vendita di immobili impianti e macchinari		68	442
Totale flussi di cassa da attività di investimento		(3.076)	(6.432)
Flussi di cassa da attività finanziaria			
Rimborsi di finanziamenti	1183x517	(9.444)	(9.444)
Pagamenti per locazioni finanziarie		13	(129)
Variazione degli scoperti bancari		5.604	47.867
Variazione dei debiti per factoring		22.012	(25.147)
Variazione delle junior notes sottoscritte		(17.189)	(14.482)
Totale flussi di cassa da attività finanziaria		996	(1.335)
Incremento (decremento) netto delle disponibilità liquide e mezzi equivalenti		(7.293)	(17.520)
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti all'inizio del periodo		21.680	26.605
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti alla chiusura del periodo	8	14.387	9.085



3. 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)

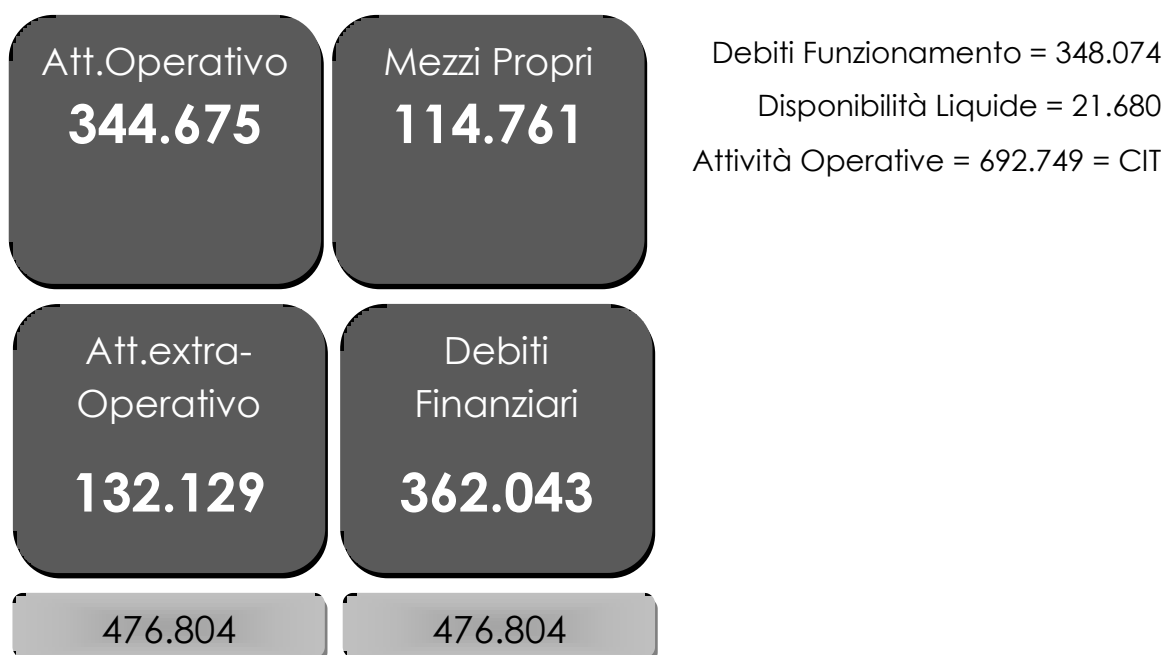


3.1. Riclassificazione economica dello Stato Patrimoniale.

2008



2007





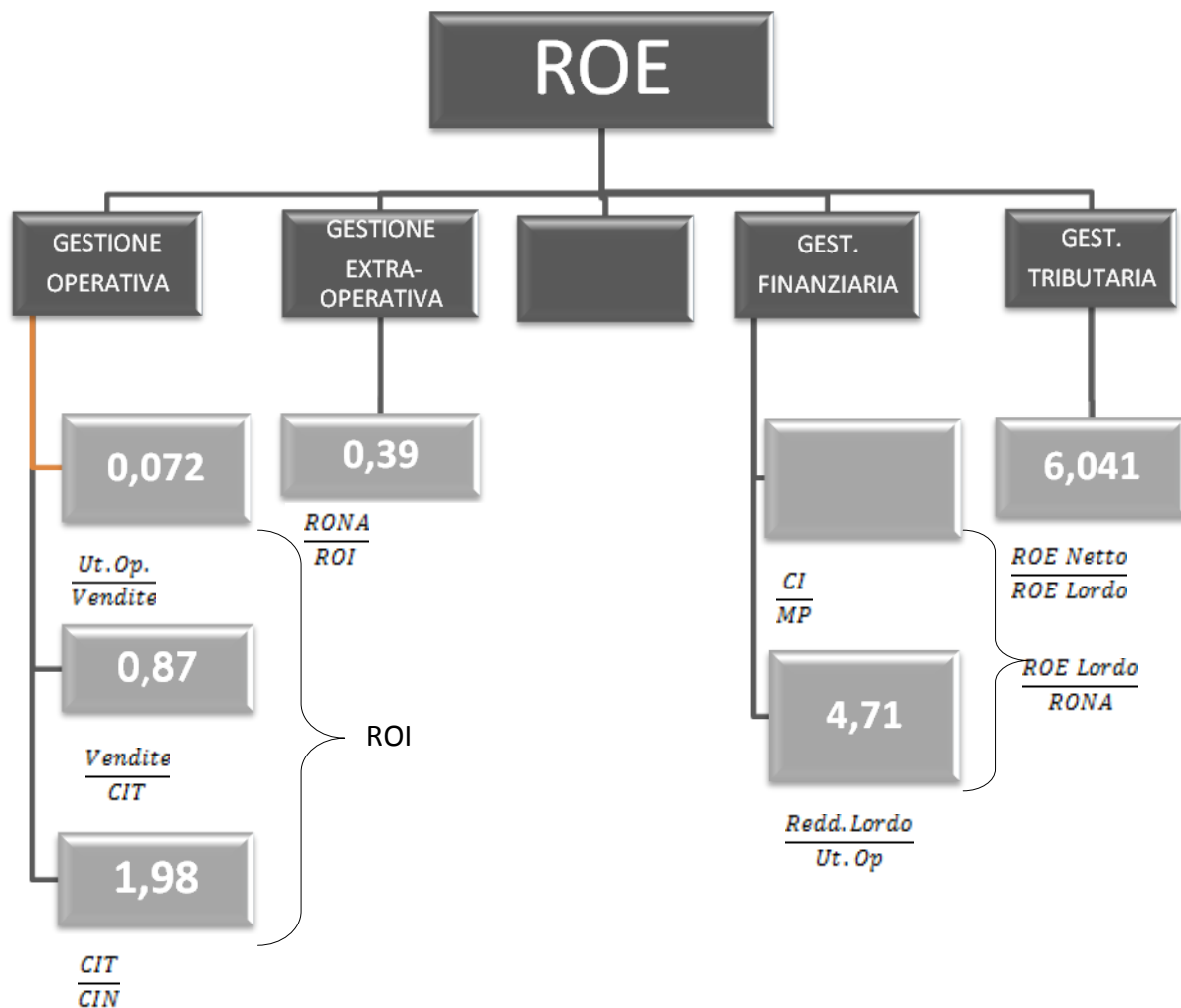
3.2. Riclassificazione del conto economico.

	2008	2007
Ricavi	610.119	635.928
Costi operativi	485.962	505.073
= EBITDA	115.157	130.855
- Ammortamenti/Svalutazioni	71.579	69.130
= EBIT	43.578	61.725
+ Risultato gestione extra-caratt.	10.022	15.235
= EBIT normalizzato	33.556	46.490
+ Risultato gestione straordinaria		
= EBIT Integrale		
Oneri finanziari	36.052	34.184
= Reddito Lordo	-2.496	12.306
Imposte	-12.366	-7.484
= <u>Reddito Netto</u>	-14.862	4.822



3.3. Indici di redditività.

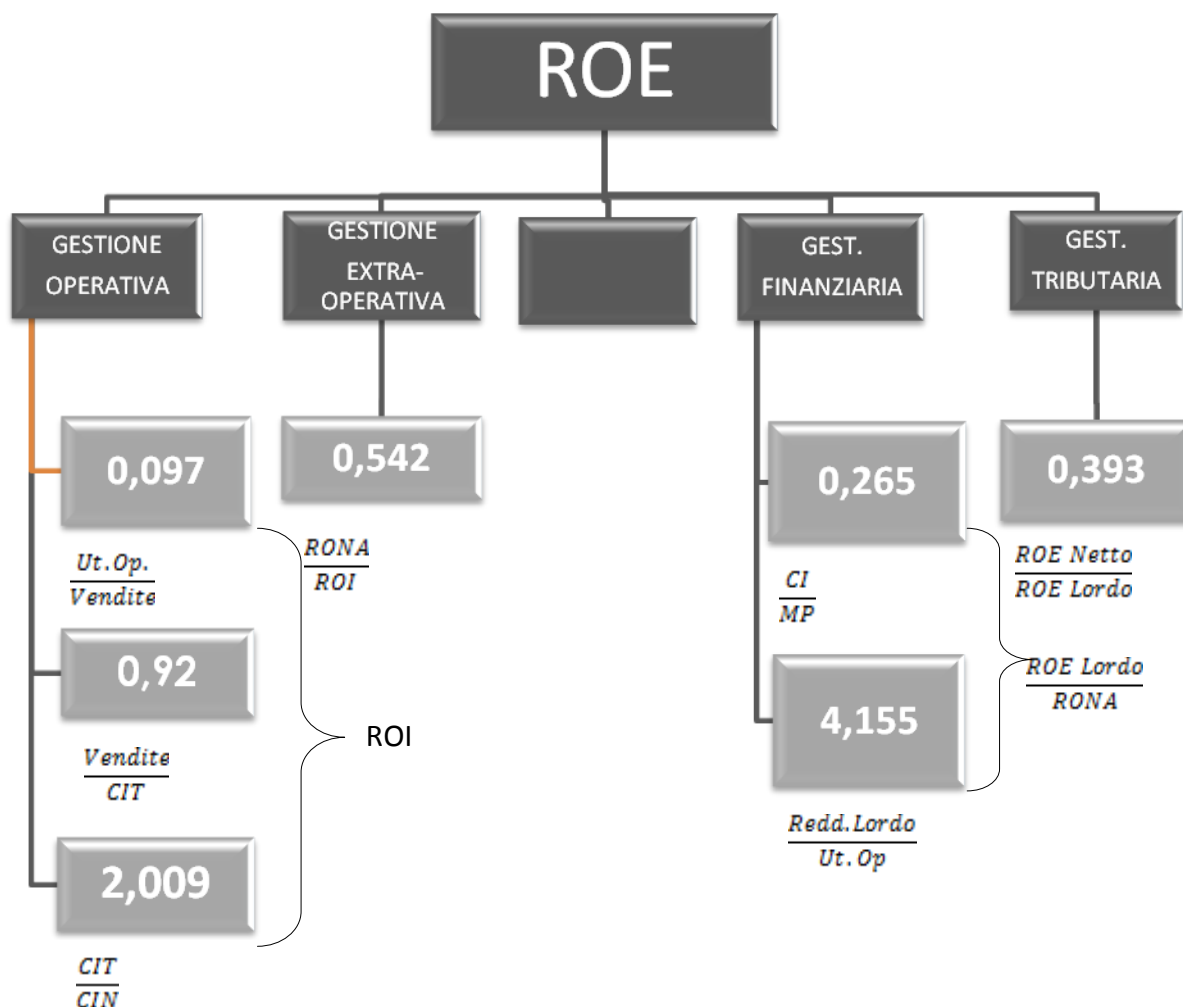
	2008	2007
ROI =	$\frac{43.578}{353.343} = \mathbf{12,3\%};$	$\frac{61.725}{344.675} = \mathbf{17,9\%};$
RONA =	$\frac{33.556}{484.120} = \mathbf{6,9\%};$	$\frac{46.490}{476.804} = \mathbf{9,7\%};$
ROE I. =	$\frac{-2.496}{102.791} = \mathbf{-2,4\%};$	$\frac{12.306}{114.761} = \mathbf{10,7\%};$
ROE netto=	$\frac{-14.862}{102.791} = \mathbf{-14,5\%};$	$\frac{4.822}{114.761} = \mathbf{4,2\%};$



$$\mathbf{ROE} = \text{ROS} * \text{PCI} * \text{GLco} * \text{GLexo} * \text{GLFI} * \text{Gest.Trib} =$$

$$\text{ROI} * \frac{\text{RONA}}{\text{ROI}} * \frac{\text{ROE Lordo}}{\text{RONA}} * \frac{\text{ROE Netto}}{\text{ROE Lordo}} =$$

$$\underbrace{0,072 * 0,87 * 1,98}_{\text{ROI}} * 0,39 * \underbrace{* 4,71 * 6,041}_{\frac{\text{ROE Lordo}}{\text{RONA}}} = 12,3\%$$



$$\mathbf{ROE} = \text{ROS} * \text{PCI} * \text{GLco} * \text{GLexo} * \text{GLFI} * \text{Gest.Trib} =$$

$$\text{ROI} * \frac{RONA}{ROI} * \frac{ROE Lordo}{RONA} * \frac{ROE Netto}{ROE Lordo} =$$

$$\underbrace{0,097 * 0,92 * 2,009}_{17,9\%} * 0,542 * \underbrace{0,265 * 4,155}_{1,10} * 0,393 = 4,2\%$$



3.4 ANALISI DEI RISULTATI

f) GESTIONE OPERATIVA

Si rileva un peggioramento della redditività operativa, attribuibile in misura rilevante ad un decisivo calo della redditività delle vendite (ROS) per effetto di un marcato aumento dei costi operativi che hanno impattato negativamente sul margine operativo lordo, ma soprattutto in relazione ad una contrazione delle vendite

Ricavi netti

Nel primo semestre del 2008, il Gruppo ha realizzato ricavi netti per 304,3 milioni di euro, con un decremento del 4,7% rispetto allo stesso periodo del 2007 (319,2 milioni di euro).

Tra i fattori che hanno determinato tale decremento ritroviamo lo spostamento al terzo trimestre 2008 di parte delle consegne relative alla stagione Autunno/Inverno 2008/2009. Si evidenzia, inoltre, che a cambi costanti il fatturato del primo semestre 2008 sarebbe stato approssimativamente pari a 311 milioni di euro (-2,6% rispetto al primo semestre 2007).

I ricavi netti consolidati analizzati per canale distributivo e per marchi propri/marchi in licenza sono illustrati nelle seguenti tabelle:

Ricavi per canale distributivo
(Milioni di euro)

	Semestre chiuso al 30 giugno			
	2008		2007	
Fatturato wholesale	279,2	91,7%	296,1	92,8%
Fatturato retail	20,0	6,6%	18,8	5,9%
Royalty	5,1	1,7%	4,3	1,3%
Ricavi netti	304,3	100,0%	319,2	100,0%

Dall'analisi del fatturato per canale distributivo si evidenzia l'aumento delle royalty percepite dal marchio Gianfranco Ferré grazie alle migliori performance delle collezioni affidate in licenza.

Il fatturato retail del primo semestre 2008 registra un incremento del 6,4%, rispetto al primo semestre dell'anno precedente.

Ricavi per marchi propri e marchi in licenza
(Milioni di euro)

	Semestre chiuso al 30 giugno			
	2008		2007	
Marchi in licenza	203,4	66,9%	216,2	67,8%
Marchi di proprietà	100,8	33,1%	102,9	32,2%
Altro	0,1	-	0,1	-
Ricavi netti	304,3	100,0%	319,2	100,0%



Dall'analisi dei ricavi netti per marchi in licenza e marchi propri, si evidenzia che sia il fatturato da marchi propri (-2,0%) sia i ricavi dei marchi in licenza (-5,9%), distribuiti principalmente nel canale wholesale, subiscono un decremento.

La seguente tabella analizza i ricavi netti per area geografica:

In termini di ripartizione dei ricavi netti per area geografica, subiscono una contrazione il mercato italiano (-10,0%) e quello europeo (-1,0%) anche se all'interno di quest'ultimo c'è da segnalare le buone performance delle vendite in Francia (+12,7%) e nell'Est Europa (+5,5%). Le vendite nei paesi compresi nella voce "resto del mondo" registrano un incremento (+ 4,3%), rispetto all'analogo periodo del 2007.

La seguente tabella analizza i ricavi netti per area geografica:

	Semestre chiuso al 30 giugno			
	2008		2007	
Italia	129,6	42,6%	144,0	45,2%
Europa *	106,1	34,9%	107,2	33,6%
America	18,6	6,1%	19,2	6,0%
Estremo Oriente e Giappone	20,8	6,8%	21,4	6,7%
Resto del mondo	24,1	7,9%	23,1	7,2%
Royalty	5,1	1,7%	4,3	1,3%
Ricavi netti	304,3	100,0%	319,2	100,0%

* Italia esclusa

Di seguito, oltre alle informazioni per settore di attività esposte nelle note al presente bilancio consolidato, si fornisce un ulteriore dettaglio dei ricavi in base alle voci che seguono:

	Semestre chiuso al 30 giugno			
	2008		2007	
Gianfranco Ferré	64,8	21,3%	68,8	21,6%
Malo	22,0	7,2%	24,4	7,6%
ITTIERRE Linee Giovani	200,3	65,8%	203,3	63,7%
PLUS IT Accessori	55,1	18,2%	59,0	18,5%
Altro (1)	(37,9)	(12,5%)	(36,3)	(11,4%)
Ricavi netti	304,3	100,0%	319,2	100,0%

(1) La voce "Altro" include i ricavi che non sono stati ripartiti tra le divisioni nonché le elisioni tra divisioni

· La voce "Gianfranco Ferré" comprende i ricavi derivanti dalla vendita di abbigliamento e accessori a marchio Gianfranco Ferré distribuiti tramite il canale abbigliamento (wholesale e retail) ed in particolare i ricavi derivanti dalle linee Gianfranco Ferré, Ferré e GF Ferré, ad eccezione di quelli derivanti dalla vendita di accessori a marchio GF Ferré, distribuiti tramite il canale accessori specializzato e classificati nella divisione "PLUS IT Accessori". Sono inoltre comprese le royalty derivanti da licenze concesse per l'uso del marchio Gianfranco Ferré;

· La voce "Malo" comprende tutti i ricavi derivanti dalle vendite wholesale e retail di prodotti a marchio Malo;



- La voce "ITTIERRE Linee Giovani" include i ricavi derivanti dalla vendita di abbigliamento e accessori distribuiti attraverso il canale abbigliamento, a marchio Extè, Just Cavalli, VJC Versace, Versace Sport, C'N'C Costume National, e Galliano;
- La voce "PLUS IT Accessori" comprende la vendita di accessori alle divisioni "ITTIERRE Linee Giovani" e "Gianfranco Ferré" (e da queste distribuiti tramite il canale abbigliamento) e la vendita a terzi tramite il canale specializzato (wholesale e franchising), di prodotti delle linee Extè, Just Cavalli, C'N'C Costume National e GF Ferré.

Tutte le voci subiscono una flessione per le motivazioni addotte nei paragrafi precedenti. In particolare, il decremento dei ricavi della divisione PLUS IT Accessori si è realizzato sostanzialmente nel primo trimestre 2008, dopo alcuni anni di forte crescita che hanno coinciso con la fase di espansione dell'attività di questa divisione.

La seguente tabella riepiloga i contratti in licenza sottoscritti dal Gruppo, riportando i marchi in licenza, i territori coperti e le scadenze dei contratti:

Licenziante e marchio	Territorio	Prima sottoscrizione	Rinnovo	Scadenza
Gianni Versace S.p.A. VJC VERSACE	Mondo a esclusione di tutto il Far East, Giappone incluso, degli USA dalla AI 06/07 e dei duty free shop; dalla PE 2008 anche tutto il Nord America e l'area caraibica, Messico incluso	aprile 1990	7 settembre 2005	31 dicembre 2012 al completamento della stagione A/I 2012/2013
Gianni Versace S.p.A. VERSACE SPORT	Mondo a esclusione di tutto il Far East, Giappone incluso, degli USA e dei duty free shop; dalla PE 2008 anche tutto il Nord America e l'area caraibica, Messico incluso	settembre 2005		31 dicembre 2012 al completamento della stagione A/I 2012/2013
ERRECI S.r.l. JUST CAVALLI	Mondo	luglio 1999	4 luglio 2002	30 dicembre 2010 al completamento della collezione A/I 2010/2011 con automatico rinnovo per ulteriori 5 anni, salvo disdetta anticipata
E.C. S.p.A. C'N'C COSTUME NATIONAL	Mondo (per il Giappone senza esclusiva)	giugno 2003	23 novembre 2006	30 giugno 2019 (collezione P/E 2019)
Les Jardins d'Avron S.a.s. GALLIANO	Mondo	gennaio 2006		31 dicembre 2011 comprensivo di dieci stagioni di vendita che terminano con la collezione A/I 2011/2012
GALLIANO (pelletteria canale specializzato)	Mondo	gennaio 2008		30 giugno 2013 comprensivo di dieci stagioni di vendita che terminano con la collezione P/E 2013

I contratti che precedono contengono obblighi di pagamento di royalty minime garantite e obiettivi minimi di fatturato. In caso di mancato raggiungimento di tali obiettivi di fatturato, è prevista una facoltà di recesso anticipato a favore delle Licenzianti.

I contratti di licenza relativi ai marchi VJC Versace, Versace Sport, Just Cavalli e Galliano possono essere risolti, inoltre, in caso di cambio del controllo della ITTIERRE S.p.A..



- **COSTI** : L'incremento dei costi è principalmente attribuibile:

Consumi di materie prime e materiali

Questa voce si è ridotta sia in termini assoluti (-11,4%), sia in termini di incidenza sui ricavi, passando al 30,3% nel primo semestre 2008 dal 32,6% nel primo semestre 2007. Il decremento di tale voce è compensato da un maggiore utilizzo delle rimanenze nel primo semestre 2008, rispetto all'analogo periodo del 2007, e si inquadra in una più efficiente gestione del ciclo produttivo.

Costi per servizi

I costi per servizi sono diminuiti in termini assoluti del 14,3% a 104,7 milioni di euro da 122,2 milioni di euro nel primo semestre del 2007, principalmente a seguito della riduzione delle lavorazioni affidate a terzi, per le stesse motivazioni addotte nel precedente paragrafo, e delle royalty corrisposte ai licenzianti, connessa sia al maggior peso delle vendite di prodotti a marchi propri rispetto a quelli in licenza che alla rinegoziazione delle condizioni economiche di un contratto di licenza.

Costi del personale

I costi del personale sono aumentati sia in valore assoluto, rispetto al primo semestre 2007, del 20,8%, sia in termini di incidenza sui ricavi. In particolare, il numero medio di dipendenti è passato a 1.883 unità nel primo semestre 2008 da 1.749 unità del primo semestre 2007, principalmente a seguito dell'ampliamento della rete distributiva retail e wholesale. Inoltre, si ricorda che nel primo semestre 2007 il costo del personale aveva recepito l'effetto (positivo per 1,9 milioni di euro) della valutazione del fondo TFR in base alla nuova metodologia introdotta nel 2007 a seguito della riforma previdenziale.

Altri oneri di gestione

Questa voce subisce un incremento sia in valore assoluto (4,2 milioni di euro) che in termini di incidenza sui ricavi (al 7,3% dal 5,6%), dovuto ai maggiori fitti passivi delle nuove boutique a gestione diretta e a maggiori accantonamenti per rischi connessi ad alcune controversie fiscali e legali in corso, descritte nella nota n. 11 al presente Bilancio consolidato semestrale abbreviato.



Margine Operativo Lordo

Per effetto di quanto sopra descritto, il risultato operativo al lordo degli ammortamenti ha registrato una riduzione sia, in termini di incidenza sui ricavi, passando al 16,3% nel primo semestre 2008 dal 18,6% del primo semestre 2007, sia in termini assoluti, pari al 16,5%.

Va altresì evidenziato che il risultato operativo lordo del primo semestre 2008 include un accantonamento per controversie legali (come citato nella nota precedente) del tutto straordinario. Depurando il risultato operativo lordo di tale accantonamento l'incidenza sui ricavi di periodo passa al 17,3%. Si ricorda, inoltre, che il risultato operativo lordo del primo semestre 2007 ha beneficiato di un provento straordinario per effetto della valutazione del fondo TFR (descritto nella nota sui costi del personale) al netto del quale l'incidenza sui ricavi di periodo sarebbe stata pari al 18,0%.

Pertanto il confronto della redditività derivante dall'attività caratteristica evidenzia un margine operativo lordo che nel primo semestre 2008 si è lievemente ridotto, rispetto all'analogo periodo del 2007.

La tabella seguente illustra la stima della direzione del Gruppo della ripartizione del margine operativo lordo per marchi in licenza e marchi di proprietà:

(Milioni di euro)	Semestre chiuso al 30 giugno			
	2008		2007	
Marchi in licenza	51,2	103,0%	55,5	93,3%
Marchi di proprietà	8,8	17,7%	10,3	17,3%
Altro (1)	(10,3)	(20,7%)	(6,3)	(10,6%)
Margine operativo lordo	49,7	100,0%	59,5	100,0%

(1) La voce "Altro" include gli oneri, tra i quali nel 2008 l'accantonamento per controversie legali, descritto nelle note precedenti, che non sono stati ripartiti tra le divisioni

Si è inoltre stimata una ripartizione del margine operativo lordo in base alla ripartizione dei ricavi per divisione esposta in precedenza.

Si è inoltre stimata una ripartizione del margine operativo lordo in base alla ripartizione dei ricavi per divisione esposta in precedenza.

(Milioni di euro)	Semestre chiuso al 30 giugno			
	2008		2007	
Gianfranco Ferré	7,2	14,4%	7,5	12,6%
Malo	(4,5)	(9,1%)	(1,0)	(1,7%)
ITTIERRE Linee Giovani	42,4	85,3%	41,7	70,1%
PLUS IT Accessori	10,6	21,3%	14,7	24,7%
Altro (1)	(6,0)	(12,1%)	(3,4)	(5,7%)
Margine operativo lordo	49,7	100,0%	59,5	100,0%

(1) La voce "Altro" include gli oneri, tra i quali nel 2008 l'accantonamento per controversie legali, descritto nelle note precedenti, che non sono stati ripartiti tra le divisioni



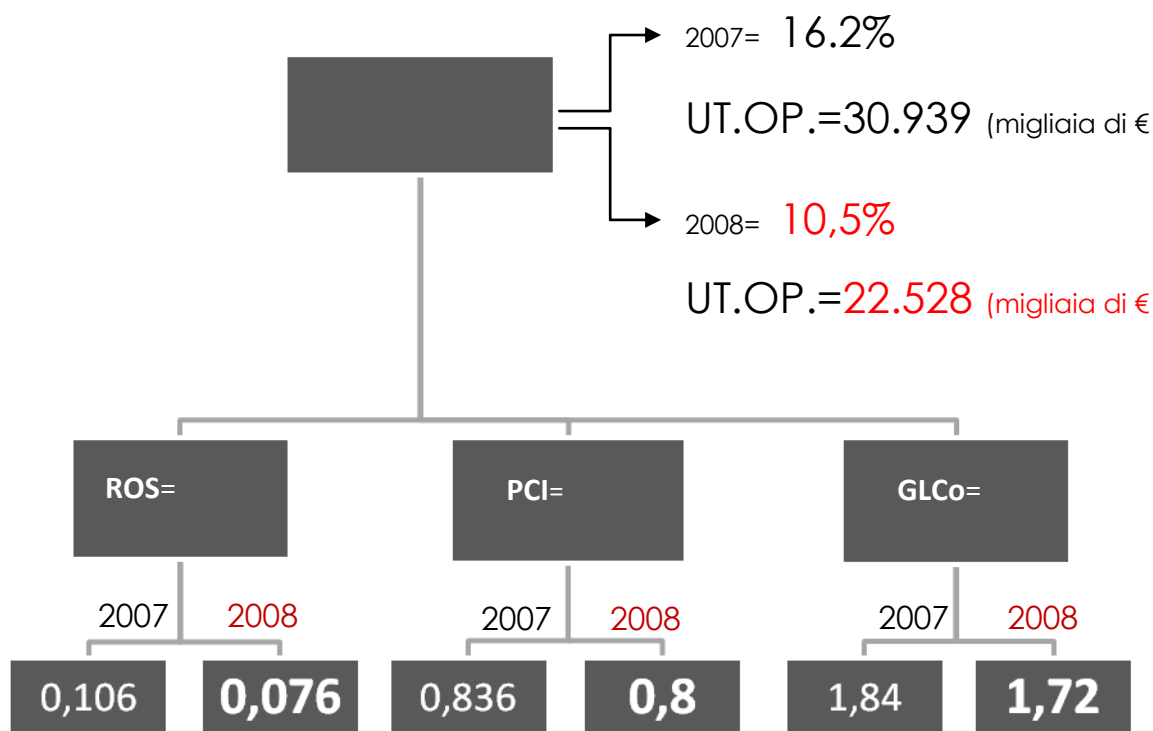
Si segnala il miglioramento del margine operativo lordo della divisione ITTIERRE Linee Giovani, mentre il margine della divisione Gianfranco Ferré è sostanzialmente in linea con il margine del primo semestre 2007.

Il margine operativo lordo della divisione Malo risente dei continui investimenti per il completamento della transizione del marchio Malo a global luxury brand nonché degli effetti economici della internalizzazione della distribuzione nel mercato giapponese.

Infine anche il margine operativo lordo della divisione PLUS IT Accessori si è ridotto per effetto della contrazione dei ricavi, riportata nei paragrafi precedenti.

Risultato operativo

A seguito delle variazioni sopra citate, il risultato operativo decresce sia in termini assoluti (-44,0%, a 14,4 milioni di euro, rispetto a 25,7 milioni di euro nel primo semestre del 2007), sia in termini percentuali di incidenza sui ricavi al 4,7% dall'8,1%.





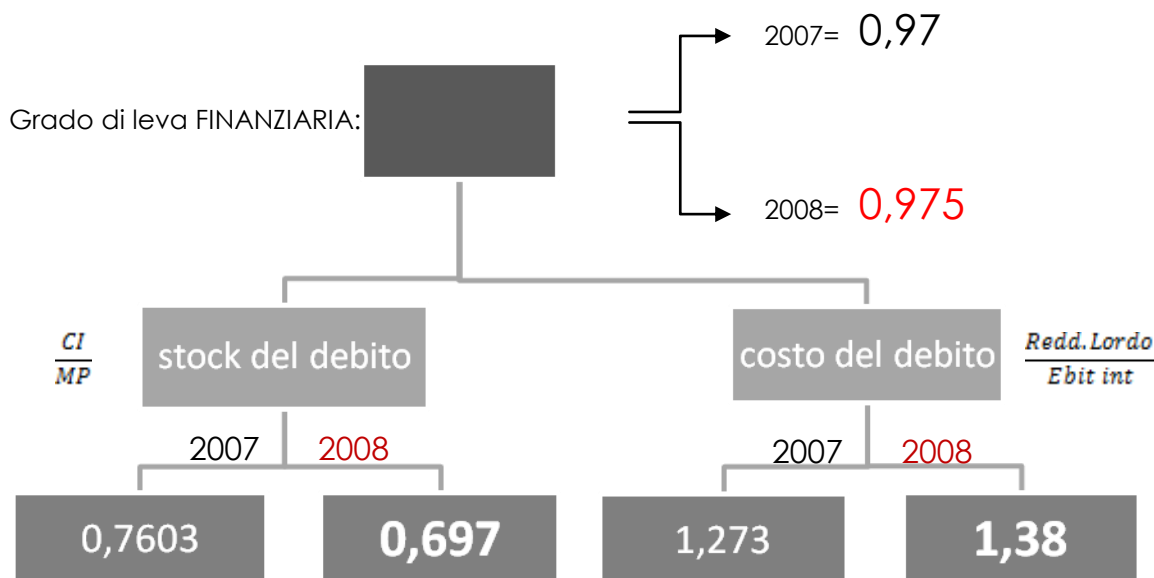
a) GESTIONE FINANZIARIA

Risultato prima delle imposte

Il risultato consolidato prima delle imposte è negativo per 3,8 milioni di euro, rispetto a un risultato positivo pari a 9,2 milioni di euro nel primo semestre dell'esercizio precedente. Tale risultato risente, oltre che dell'accantonamento per controversie legali descritto precedentemente, anche del minor fatturato della stagione Autunno/Inverno rispetto all'analogo periodo dell'anno precedente, che si stima di recuperare entro la fine dell'esercizio.

Proventi (oneri) finanziari netti

Gli oneri finanziari netti sono stati pari a 18,2 milioni di euro nel primo semestre del 2008, in aumento rispetto a 16,5 milioni di euro nel corrispondente periodo del 2007, principalmente a seguito di un aumento dell'indebitamento medio nel primo semestre del 2008, dell'aumento dei tassi di mercato e di una perdita su cambi (0,2 milioni di euro), che si confronta con un utile nel primo semestre del 2007 (0,4 milioni di euro).





Risultato netto del periodo

Alla luce di quanto esposto sopra, il risultato consolidato mostra una perdita netta di 9,9 milioni di euro, rispetto a un utile di 1,7 milioni di euro dello stesso periodo del 2007.

Imposte sul reddito

Le imposte sul reddito del Gruppo ammontano a 6,1 milioni di euro, in diminuzione in valore assoluto rispetto a 7,5 milioni di euro nel primo semestre del 2007. Si ricorda che l'elevato importo delle imposte, nonostante un risultato ante imposte negativo, è dovuto principalmente alla non deducibilità ai fini IRAP degli oneri finanziari e del costo del personale, al risultato ante imposte negativo di alcune controllate estere, per le quali non sono state iscritte imposte differite attive, e alla norma fiscale relativa alla ridotta deducibilità ai fini IRES degli oneri finanziari, entrata in vigore nel 2008.

Imposte sul reddito

Le imposte sul reddito del Gruppo ammontano a 6,1 milioni di euro, in diminuzione in valore assoluto rispetto a 7,5 milioni di euro nel primo semestre del 2007. Si ricorda che l'elevato importo delle imposte, nonostante un risultato ante imposte negativo, è dovuto principalmente alla non deducibilità ai fini IRAP degli oneri finanziari e del costo del personale, al risultato ante imposte negativo di alcune controllate estere, per le quali non sono state iscritte imposte differite attive, e alla norma fiscale relativa alla ridotta deducibilità ai fini IRES degli oneri finanziari, entrata in vigore nel 2008.

IMPOSTE:	2007=	7 375	(migliaia di €)
	2008=	6 473	(migliaia di €)

<u>ROE Lordo</u> <u>ROE NETTO</u>	2007=	0,60
	2008=	0,52

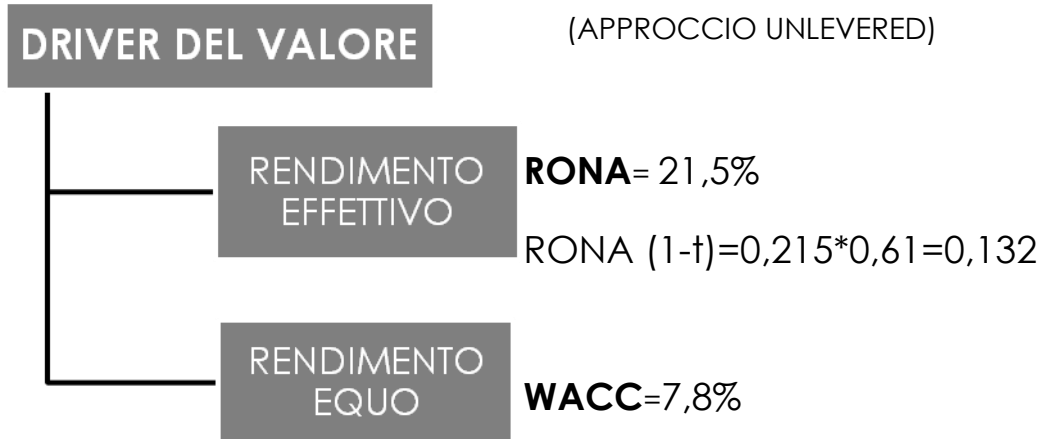


CAPITOLO 6

1. ANALISI ECONOMICO-FINANZIARIA ORIENTATA AL VALORE.

2. Diagramma del valore: TOD'S.

- Anno 2007.



PARAMETRI:

CINR= 588.970

SPREAD= RONA(1-t)- WACC=0,132-0,078=0,05315

Re= Spread. CINR= 0,05315*588.970= 31.304

1° metodo:

$$\text{spread} * \text{CINR} * \frac{1}{WACC} =$$

$$\text{con } \left\{ a = \frac{\text{Spread}}{\text{RONA} (1-t)} \right.$$

$$a * \text{RONA} (1-t) * \text{CINR} * \frac{1}{WACC} =$$

$$\frac{0,05315}{0,132} * 0,132 * 588.970 * \frac{1}{0,078} =$$

$$0,4027 * 0,078 * 588.970 * 12,82 = \mathbf{401.362}$$

2° metodo:

$$\text{con } \left\{ b = \frac{\text{Spread}}{WACC} \right.$$

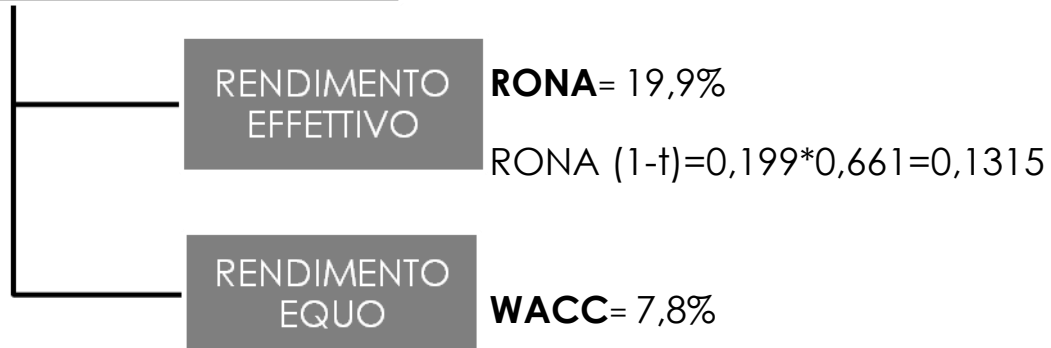
$$b * WACC * \text{CINR} * \frac{1}{WACC} =$$

$$\frac{0,05315}{0,078} * 0,078 * 588.970 * 12,82 =$$

$$0,682 * 0,078 * 588.970 * 12,82 = \mathbf{401.362}$$

- Anno 2008.

(AF) DRIVER DEL VALORE



PARAMETRI:

CINR= 634.760

SPREAD=RONA*(1-t)- WACC=0,1315-0,078=0,0536

Re= Spread. CINR= 0,0536*634.760= 33.985

1° metodo:

$$\text{con } \left\{ a = \frac{\text{Spread}}{RONA (1-t)} \right.$$

$$\text{spread} * CINR * \frac{1}{WACC} =$$

$$a * RONA (1-t) * CINR * \frac{1}{WACC} =$$

$$\frac{0,0536}{0,1315} * 0,1315 * 634.760 * \frac{1}{0,078} =$$

$$0,4077 * 0,1315 * 634.760 * 12,82 = 436.278$$

2° metodo:

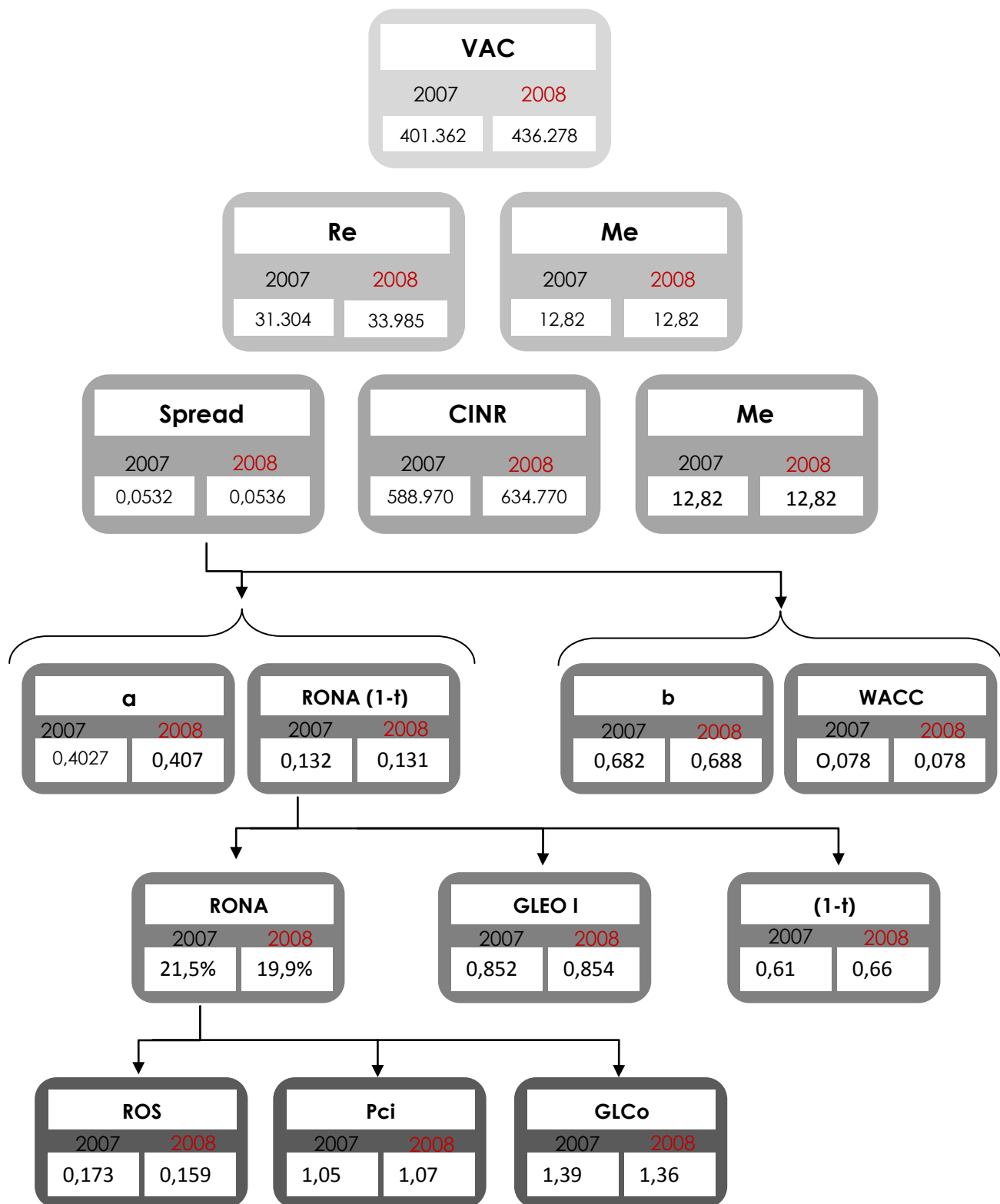
$$\text{con } \left\{ b = \frac{\text{Spread}}{WACC} \right.$$

$$b * WACC * CINR * \frac{1}{WACC} =$$

$$\frac{0,0536}{0,078} * 0,078 * 634.760 * \frac{1}{0,078} =$$

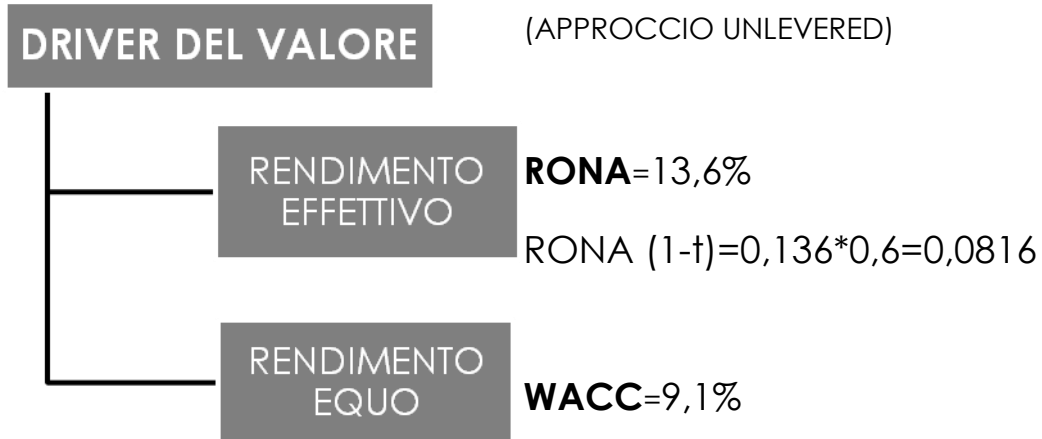
$$0,688 * 0,078 * 634.760 * 12,82 = 436.278$$

DIAGRAMMA DEL VALORE.



3. Diagramma del valore: AEFPE.

- Anno 2007.



PARAMETRI:

CINR= 247.634

SPREAD=RONA*(1-t)- WACC=0,0816-0,091=-0,0094

Re= Spread.*CINR= -0,094*247.634= -2.328

1° metodo:

$$\text{con } \left\{ a = \frac{\text{Spread}}{\text{RONA} (1-t)} \right.$$

$$\text{spread} * \text{CINR} * \frac{1}{\text{WACC}} =$$

$$a * \text{RONA} (1-t) * \text{CINR} * \frac{1}{\text{WACC}} =$$

$$\frac{0,0094}{0,0816} * 0,0816 * 247.634 * \frac{1}{0,091} =$$

$$-0,1152 * 0,0816 * 247.634 * 10,98 = -25.560$$

2° metodo:

$$\text{con } \left\{ b = \frac{\text{Spread}}{\text{WACC}} \right.$$

$$b * \text{WACC} * \text{CINR} * \frac{1}{\text{WACC}} =$$

$$\frac{0,0094}{0,091} * 0,091 * 247.634 * \frac{1}{0,091} =$$

$$-0,1033 * 0,091 * 247.634 * 10,98 = -25.560$$

- Anno 2008.

DRIVER DEL VALORE

(APPROCCIO UNLEVERED)



PARAMETRI:

CINR= 270.520

SPREAD= RONA*(1-t)- WACC=0,0416-0,091= -0,0494

Re= Spread.*CINR= -0,0494*270.520= -13.363

1° metodo:

$$\text{con } \left\{ a = \frac{\text{Spread}}{\text{RONA (1-t)}} \right.$$

$$\text{spread} * \text{CINR} * \frac{1}{\text{WACC}} =$$

$$a * \text{RONA (1-t)} * \text{CINR} * \frac{1}{\text{WACC}} =$$

$$\frac{-0,0494}{0,0416} * 0,0416 * 270.520 * \frac{1}{0,091} =$$

$$-0,1875 * 0,0416 * 270.520 * 10,98 = \mathbf{146.734}$$

2° metodo:

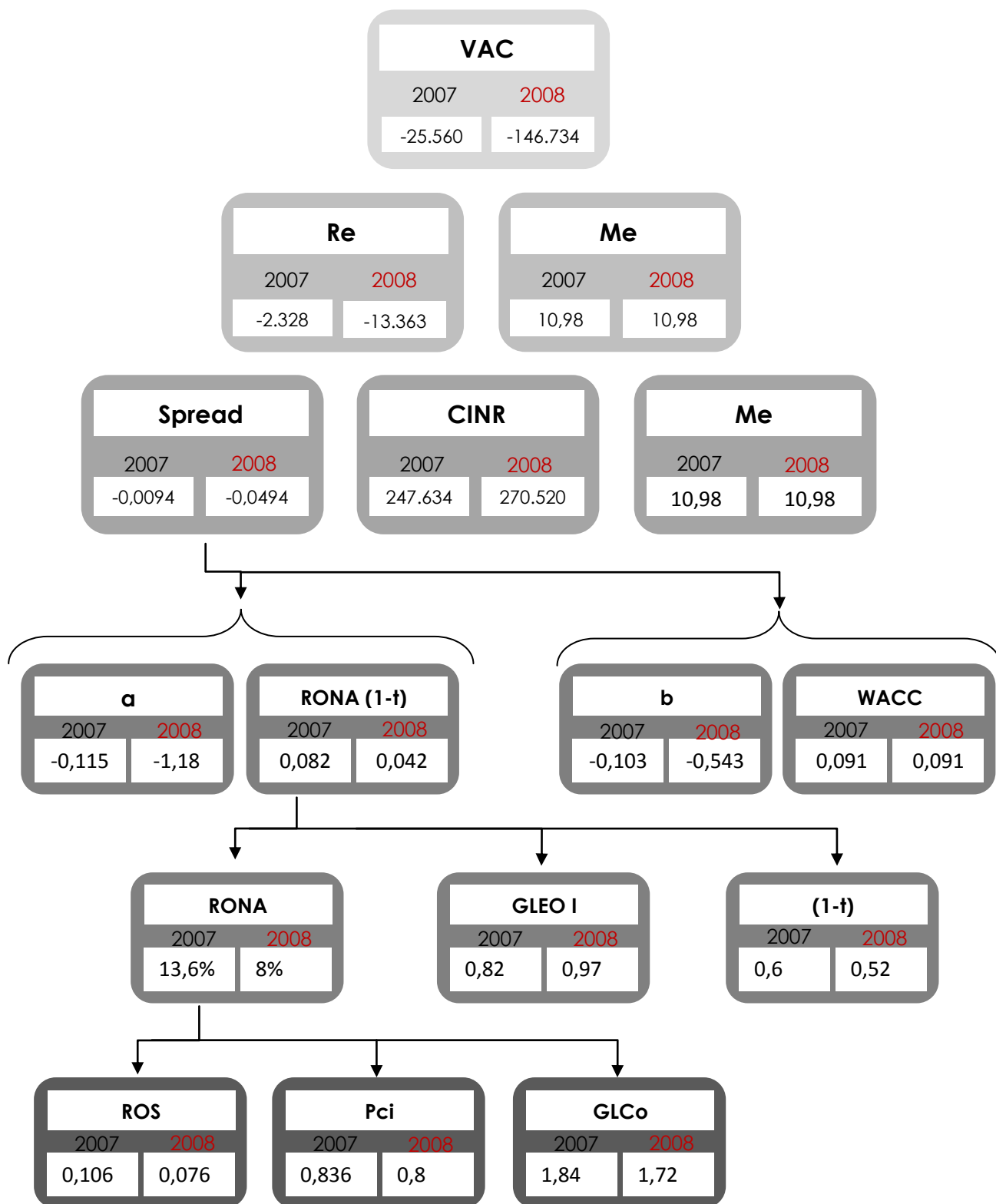
$$\text{con } \left\{ b = \frac{\text{Spread}}{\text{WACC}} \right.$$

$$b * \text{WACC} * \text{CINR} * \frac{1}{\text{WACC}} =$$

$$\frac{-0,0494}{0,091} * 0,091 * 270.520 * \frac{1}{0,091} =$$

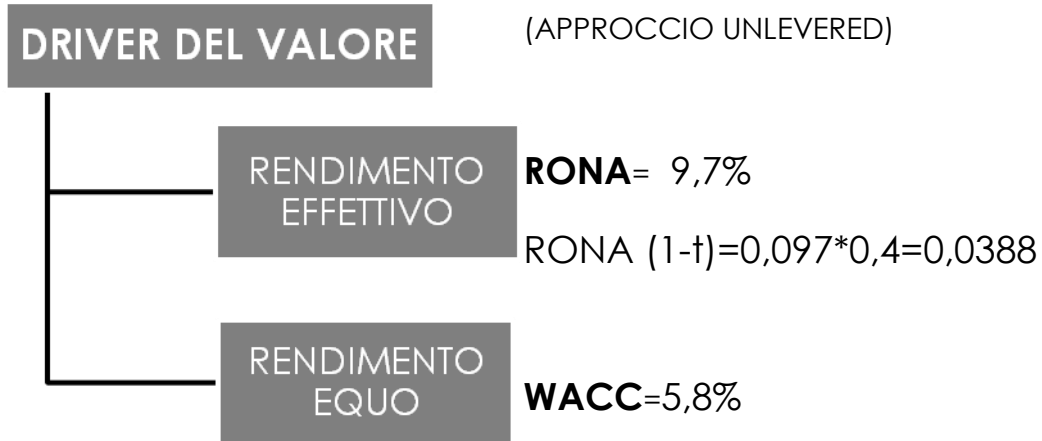
$$-0,543 * 0,091 * 270.520 * 10,98 = \mathbf{146.734}$$

DIAGRAMMA DEL VALORE.



4. Diagramma del valore: IT Holding.

- Anno 2007.



PARAMETRI:

CINR=476.804

SPREAD=RONA*(1-t)- WACC=0,0388-0,058= -0,0192

Re= Spread.*CINR= -0,0192*476.804= -9.154

1° metodo:

$$\text{con } \left\{ a = \frac{\text{Spread}}{RONA (1-t)} \right.$$

$$\text{spread} * CINR * \frac{1}{WACC} =$$

$$a * RONA (1-t) * CINR * \frac{1}{WACC} =$$

$$\frac{-0,0192}{0,0388} * 0,0388 * 476.804 * \frac{1}{0,058} =$$

$$-0,495 * 0,0388 * 476.804 * 17,24 = -157.875$$

2° metodo:

$$b * WACC * CINR * \frac{1}{WACC} =$$

$$\text{con } \left\{ b = \frac{\text{Spread}}{WACC} \right.$$

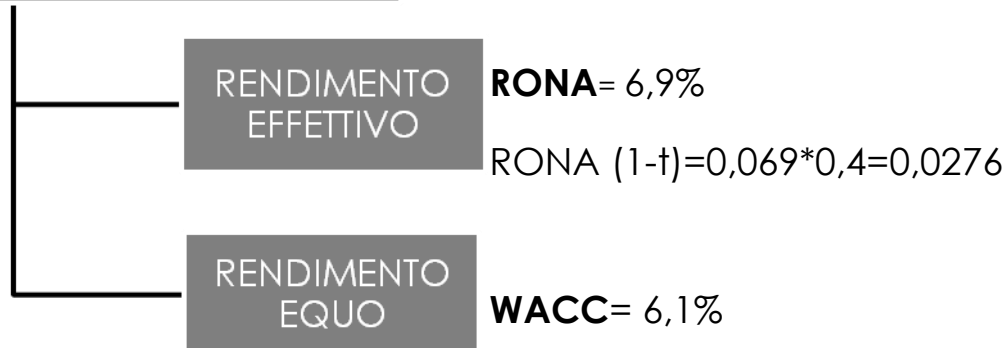
$$\frac{-0,0192}{0,058} * 0,058 * 476.804 * \frac{1}{0,058} =$$

$$-0,331 * 0,058 * 476.804 * 17,24 = 157.875$$

- Anno 2008.

DRIVER DEL VALORE

(APPROCCIO UNLEVERED)



PARAMETRI:

CINR= 484.120

SPREAD= RONA*(1-t)- WACC=0,0276-0,061= -0,0334

Re= Spread.*CINR= -0,0334*484.120= 16.170

1° metodo:

$$\text{con } \left\{ a = \frac{\text{Spread}}{\text{RONA} (1-t)} \right.$$

$$\text{spread} * \text{CINR} * \frac{1}{\text{WACC}} =$$

$$a * \text{RONA} (1-t) * \text{CINR} * \frac{1}{\text{WACC}} =$$

$$\frac{-0,0334}{0,0276} * 0,0276 * 484.120 * \frac{1}{0,061} =$$

$$-1,21 * 0,0276 * 484.120 * 16,4 = -265.150$$

2° metodo:

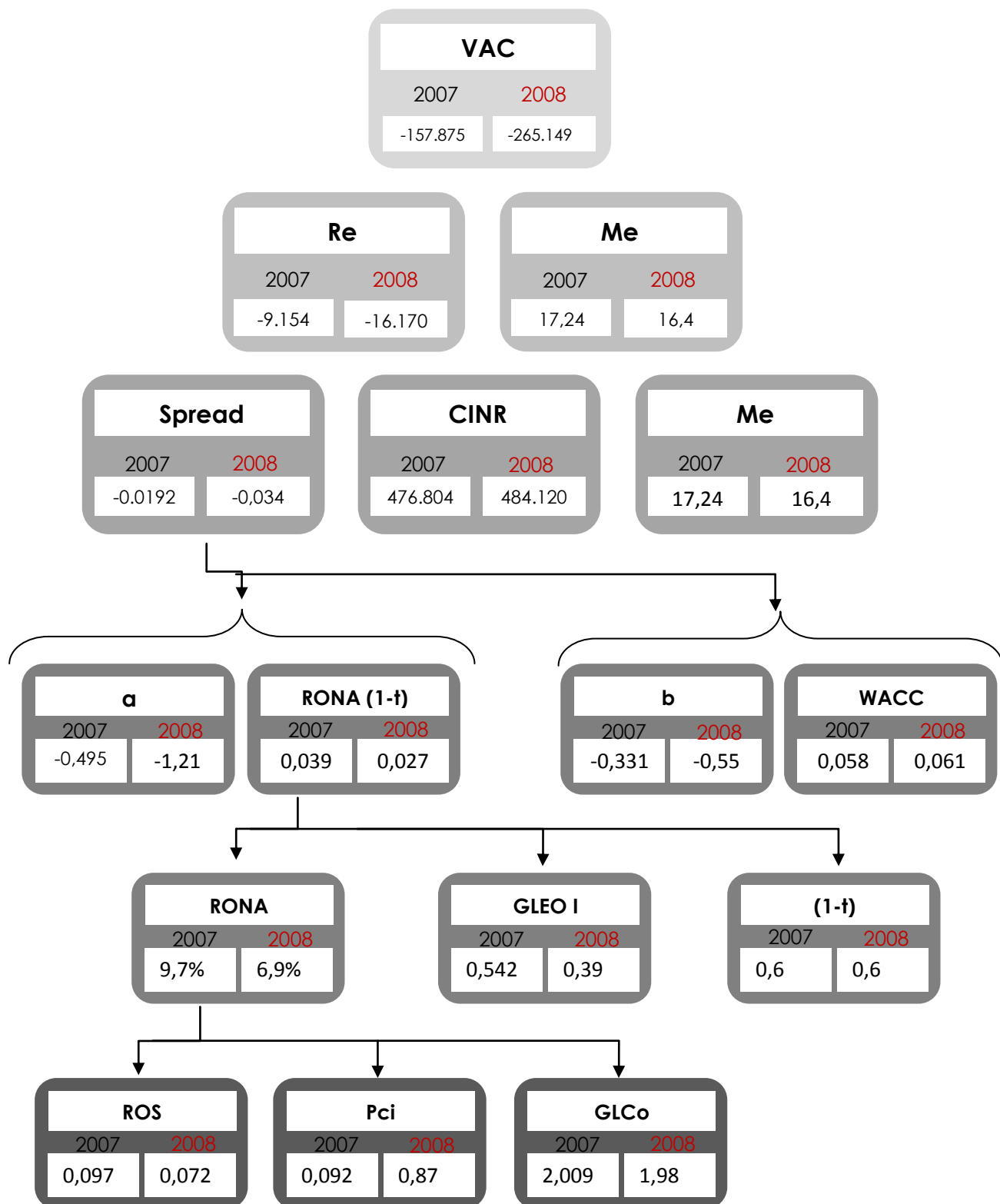
$$\text{con } \left\{ b = \frac{\text{Spread}}{\text{WACC}} \right.$$

$$b * \text{WACC} * \text{CINR} * \frac{1}{\text{WACC}} =$$

$$\frac{-0,0334}{0,061} * 0,061 * 484.120 * \frac{1}{0,061} =$$

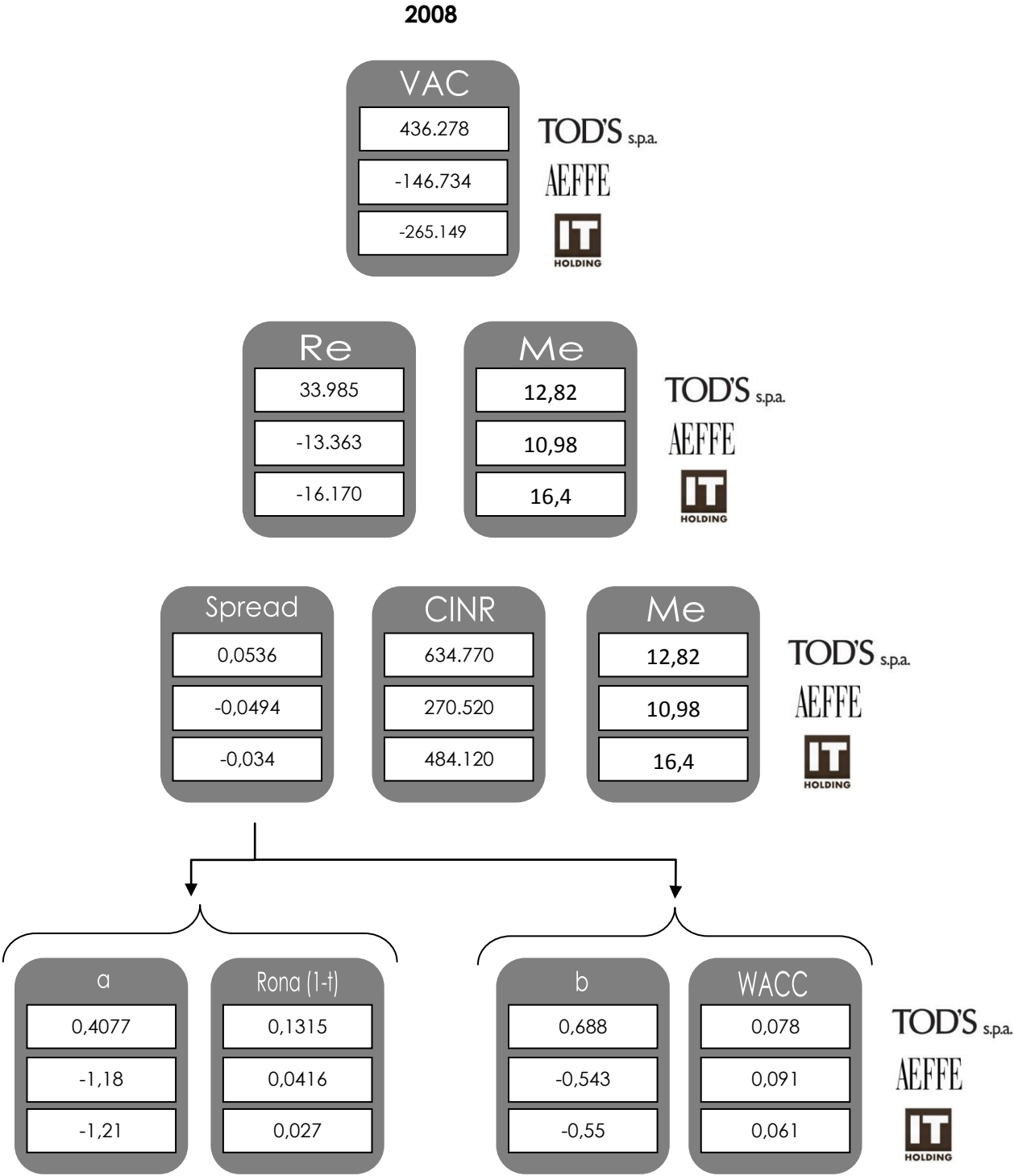
$$-0,55 * 0,061 * 484.120 * 16,4 = -265.150$$

DIAGRAMMA DEL VALORE.



5. Analisi comparata.

5.1 DIAGRAMMA AGGREGATO DEL VALORE.

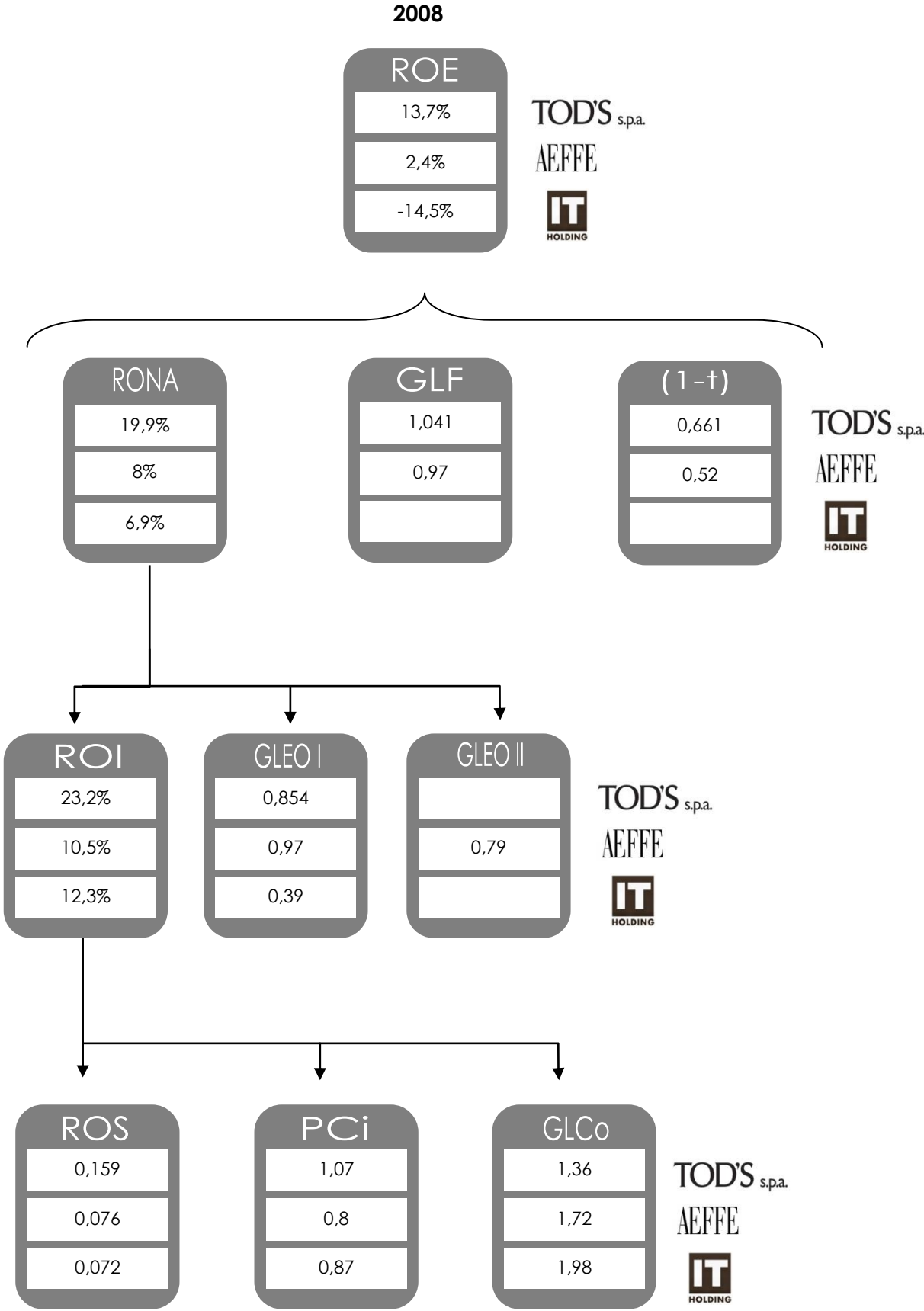


VALUTAZIONE DEI RISULTATI.

5.2 ANALISI DELLA REDDITIVITA' COMPARATA.

	2008		
			
ROI =	23,2%	10,5%	12,3%
RONA_{NOR.} =	19,9%	13,2%	6,9%
RONA_{INT.} =		8%	
ROE <i>lordo</i> =	20,7%	7,8%	-2,4%
ROE <i>netto</i> =	14%	5,3%	-14,5%
ROE <i>netto gruppo</i>	13,7%	4%	

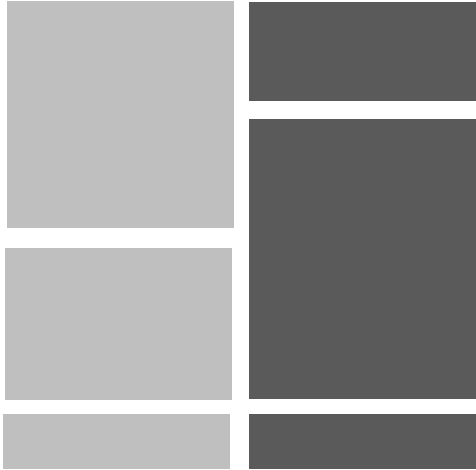
ALBERO DEL ROE COMPARATO.



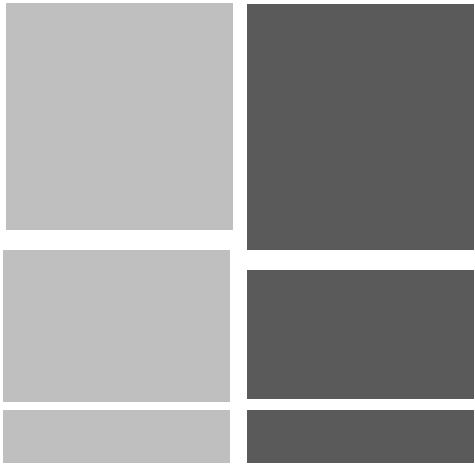
5.3. VALUTAZIONE DEI RISULTATI.

5.4. ANALISI PATRIMONIALE AGGREGATA.

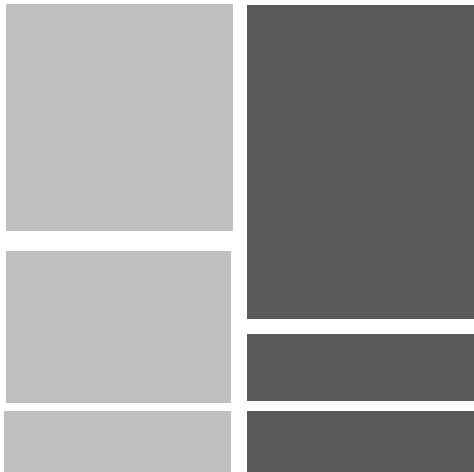
TOD'S
s.p.a.



AEFFE



IT
HOLDING



		2008	TOD'S s.p.a.	AEFFE	IT HOLDING
COMPOSIZIONE	Rigidità		41%	61%	40%
	Elasticità		59%	39%	60%
	Aut.Fin		74%	46%	10%
	Indebitam..		26%	54%	90%
	Q.Indebitamento		34%	1,17	7,09
	Q. indeb. fin.		5%	38%	3,75
SOLIDITA'	I :		1,81	0,75	0,31
	Q. di Struttura		1,93	1,1	1,13
	II :		2,92	1,17	1,1
LIQUIDITA'	Q. Liquidità		1,43	0,62	0,80
	Q. Tesoreria				

VALUTAZIONE DEI RISULTATI.

6. 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