



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

Dal valore al prezzo: valutazione e pricing di un ramo d'azienda nel settore del lusso

Relatore

Ch. Prof. Alessandro Genovesi

Laureando

Riccardo Breda

976663

Anno Accademico

2024 / 2025

Indice generale

Indice generale	ii
Abstract	vii
Introduzione	1
Capitolo 1: Quadro teorico	6
1.1 Teorie della valutazione d'impresa: i <i>Discounted Cash flow</i> (DCF)	6
1.1.1 Inquadramento teorico.....	6
1.1.2 Architettura di un modello robusto: flussi di cassa, tassi di sconto e valore terminale	7
1.1.3 Costruzione di un modello robusto: inclusione dei cambiamenti futuri	9
1.1.4 Punti di forza e limiti del DCF in pratica	11
1.1.5 Cash flow negativi: linee guida operative	13
1.1.6 Applicazioni a settori peculiari: focus sul lusso	14
1.2 Teorie della valutazione d'impresa: le valutazioni relative	16
1.2.1 Introduzione e inquadramento teorico.....	16
1.2.2 Il modello dei multipli di mercato: definizione e categorie	17
1.2.3 Criteri di selezione di imprese e multipli comparabili	18
1.2.4 Le transazioni comparabili e i loro multipli: razionale, usi e limiti	20
1.2.5 Pregi e difetti dei metodi relativi	21
1.2.6 Applicazione settoriale: il settore del lusso	24
Capitolo 2: Peculiarità del settore del lusso nella <i>corporate finance</i>	26
2.1 Inquadramento del settore del lusso: traiettorie storiche, struttura competitiva e consolidamento.....	26
2.2 Dinamiche competitive e barriere all'ingresso nel lusso	29
2.2.1 Struttura oligopolistica e posizionamento competitivo	29
2.2.2 Natura e difendibilità delle barriere all'ingresso	31
2.2.3 Operazioni di M&A come risposta alle barriere: logiche di “acquisizione del tempo”	34
2.3 Il valore del marchio nel lusso: costruzione, difesa, valorizzazione nelle operazioni M&A	37
2.3.1 Fondamenti teorici del luxury brand	37
2.3.2 Brand equity come driver di selezione del target e pricing delle deal M&A.....	39
2.3.3 Strategie di protezione post-acquisizione: clausole contrattuali e governance dedicata	42
2.3.4 Casi iconici: LVMH-Tiffany, LVMH-Bulgari, Richemont-Buccellati	43

2.4 Distribuzione selettiva e scelte di canale: <i>wholesale, retail, licensing</i>	46
2.4.1 Distribuzione selettiva: strategia, motivazioni, effetti su percezione e marginalità	46
2.4.2 Retail diretto (DOS): controllo, capital intensity, e implicazioni valutative.....	48
2.4.3 Wholesale selettivo: scala, disciplina contrattuale, transitorietà strategica	50
2.4.4 Licensing: velocità, estensioni, rischi di diluizione	51
2.4.5 Impatti su crescita, brand management e valutazioni: evidenza empirica comparativa	53
2.5 Politiche di integrazione post-acquisizione e gestione del rischio reputazionale	53
2.5.1 Premessa: specificità dell'integrazione nel lusso	53
2.5.2 Leve di integrazione tipiche	54
2.5.3 Tipologie di rischio reputazionale.....	55
2.5.4 Best practice di gestione.....	57
2.5.5 Evidenze dai casi: LVMH, Kering, Richemont	60
2.6 Creazione di valore attraverso le acquisizioni nel settore del lusso: evidenza empirica e meccanismi.....	63
2.6.1 Framework teorico: creazione di valore nelle attività M&A	63
2.6.2 Specificità della creazione di valore nel lusso	65
2.6.3 Evidenza empirica: performance finanziaria dei conglomerati del lusso	66
2.6.4 Evidenza empirica: event study e market-based measures	67
2.6.5 Fattori critici di successo.....	67
2.7 Conclusioni di sintesi	68
Capitolo 3: Contesto settoriale del <i>business case</i>	70
3.1 Inquadramento metodologico.....	70
3.2 Evoluzione del settore del lusso: dalla fase espansiva al punto di inflessione.....	71
3.2.1 Dal boom post-pandemico al rallentamento del 2024.....	71
3.2.2 Dinamiche di crescita per categoria merceologica.....	72
3.2.3 Geografia della domanda: rimescolamento dei mercati chiave	74
3.2.4 Segmentazione della clientela e concentrazione sui top spender	76
3.3 Prospettive strategiche e scenario competitivo (2025-2027)	78
3.3.1 Previsioni di crescita e shift strategici	78
3.3.2 Priorità strategiche e attivismo M&A	79
3.3.3 Rischi e incertezze.....	80
3.4 Presentazione della transazione oggetto del business case	81
3.4.1 Presentazione dati storici e del business di Pleiadi	81
3.4.2 Razionale dell'acquisizione per Pleiadi	83
Capitolo 4: Valutazione del ramo d'azienda: applicazione pratica del DCF	86

4.1 Premessa metodologica	86
4.2 Analisi dei dati storici e del business di Vega.....	87
4.2.1 Base di preparazione dei dati	87
4.2.2 Principi contabili adottati dalla società e implicazioni valutative.....	90
4.2.3 Composizione delle voci di Conto Economico: principali driver del business plan	94
4.2.4 Composizione delle voci di Stato Patrimoniale: principali driver del business plan	99
4.2.5 Business Plan Best Case: assunzioni, driver e scenari alternativi.....	104
4.2.6 Business Plan Best Case: assunzioni, driver e scenari alternativi.....	112
4.3 Costruzione del modello DCF: parametri e metodologia.....	117
4.3.1 Calcolo dei Free Cash Flow to Firm (FCFF)	118
4.3.2 Scelta del tasso di sconto: WACC dei comparabili.....	120
4.3.3 Scelta del tasso di sconto: individuazione del costo del capitale	125
4.3.4 Individuazione del terminal value e del tasso g	133
4.4 Risultati della valutazione: Enterprise Value del ramo d'azienda	136
Capitolo 5: Metodi relativi: selezione delle transazioni comparabili e applicazione multipli	140
5.1 Transazioni comparabili: individuazione e scelta di transazioni comparabili	140
5.2 Transazioni comparabili: individuazione dell'EV e confronto con i valori del DCF ..	146
Capitolo 6: Analisi dell' <i>agreement</i> e meccanismo di aggiustamento prezzo	150
6.1 Struttura del prezzo concordato fra Pleiadi e Cassiopea	150
6.2 Stagionalità del capitale circolante netto: impatto sul prezzo	153
6.3 Aggiustamento del prezzo in funzione della PFN alla data del <i>closing</i>	155
6.3.1 Razionale e funzione degli aggiustamenti alla Posizione Finanziaria Netta (PFN) nel meccanismo di determinazione del prezzo.....	155
6.3.2 Principali categorie di aggiustamenti della PFN e razionalità economica applicati alla transazione di Vega	156
Conclusione.....	163
Bibliografia.....	168

Abstract

L'elaborato ricostruisce e valuta l'acquisizione di un ramo d'azienda nel settore del lusso, mostrando come la stima del valore debba procedere di pari passo con la disciplina contrattuale del prezzo. La cessione del marchio Vega da parte della *holding multi-brand* Cassiopea alla società Pleiadi nell'aprile 2025 permette di effettuare un'analisi che parte da un quadro teorico della valutazione con DCF e metodi relativi e lo traduce in un modello operativo. Riclassificati i dati *stand alone* delle 33 società del marchio e identificati i *driver* di due scenari di piano (*Business as Usual* vs *Best Case*), la valutazione si basa su un *Enterprise DCF* con tassi di sconto e di crescita perpetua articolati in vari scenari coerenti con la situazione economica e finanziaria aziendale e del settore di riferimento.

L'analisi evidenzia come il deterioramento dei ricavi di Vega nel periodo 2023–2025 (-20,7%) e della marginalità aziendale (-17,5 p.p. di *EBITDA margin*) richieda un'opportuna modellazione dei *driver* di ripresa, reinvestimenti e capitale circolante. Inoltre, l'esame dell'*agreement* fra le parti evidenzia che struttura *cash-free/debt-free*, aggiustamenti per stagionalità del CCN e rettifiche della PFN (elementi *cash-like/debt-like*) risultano determinanti per trasferire il valore stimato in un prezzo equo al *closing*, riducendo asimmetrie informative in un settore caratterizzato da valutazioni basate su intangibili e premi al valore della *Brand Equity* nelle transazioni.

Introduzione

La valutazione d'impresa nel settore del lusso rappresenta un ambito di indagine di particolare interesse per la *corporate finance*, viste le peculiarità strutturali che caratterizzano questo segmento industriale e che lo differenziano da altri contesti manifatturieri e commerciali. Il presente elaborato si propone di analizzare le metodologie valutative applicabili alle imprese operanti nel comparto dei beni di lusso, ponendo particolare attenzione alle specificità che tali metodologie assumono quando vengono impiegate in contesti di operazioni straordinarie come nei casi di acquisizioni e cessioni di rami d'azienda. La rilevanza del tema discende dalla constatazione che il settore del lusso presenta tratti distintivi che possono condizionare significativamente l'applicazione dei modelli valutativi tradizionali fra i quali si annoverano una domanda guidata prevalentemente da elementi intangibili quali la qualità percepita del marchio e dei suoi prodotti, il prezzo come segnale di eccellenza, l'unicità del marchio e l'identità estetica che caratterizza la tradizione della *maison*. Tutti questi elementi rendono il marchio il principale driver di valore e di norma impongono un'attenzione particolare alla stima degli *intangible*.

La centralità del marchio nel settore del lusso si accompagna a ulteriori complessità valutative derivanti dalla sensibilità dei ricavi a variabili macroeconomiche eterogenee, quali l'andamento del PIL globale, i tassi di cambio, la numerosità e la consistenza degli *High Net Worth Individual*, nonché la geografia della domanda con particolare riguardo allo sviluppo dei mercati emergenti e al turismo internazionale. Al contempo, le dinamiche competitive del settore hanno subito una trasformazione strutturale nel corso degli ultimi decenni, evolvendo verso una configurazione oligopolistica dominata da pochi conglomerati multi-marchio. Essi hanno nel tempo costruito portafogli diversificati attraverso strategie acquisitive seriali e selettive con il fine ultimo di creare sinergie di gruppo pur mantenendo le unicità tipiche delle singole *maison*. La letteratura specializzata individua nel consolidamento per via esterna attraverso operazioni di finanza straordinaria, il vettore primario di questa mutazione strutturale, distinguendo così il lusso da altri settori dove la crescita organica rappresenta la modalità prevalente di espansione. Questa logica di acquisizione del tempo e dell'identità costituisce un elemento caratterizzante le transazioni nel comparto, dove le valutazioni dei target incorporano premi significativi rispetto ai valori contabili, riflettendo il peso dominante degli intangibili rispetto agli asset tangibili, con multipli di transazione che si collocano sistematicamente al di sopra delle medie industriali.

In questo contesto settoriale, il presente lavoro si pone l'obiettivo di sistematizzare gli approcci valutativi d'impresa maggiormente utilizzati dai professionisti del settore finanziario per le valutazioni nei contesti di transazione aziendale, evidenziandone i punti di forza e i limiti al fine di individuare i correttivi più appropriati per superarli. La ricerca intende rispondere a una serie di interrogativi interconnessi. Il primo cerca di comprendere in quale misura i modelli DCF possano essere applicati efficacemente a imprese del lusso che presentano caratteristiche settoriali peculiari. Un secondo interrogativo si propone di comprendere come debbano essere selezionate e applicate le metodologie relative basate su multipli di mercato e transazioni comparabili in un settore dove la scarsità di *asset* realmente comparabili determina premi di prezzo strutturali. Infine, l'elaborato analizzerà quali accorgimenti metodologici siano necessari per incorporare nelle valutazioni la sostenibilità del *pricing power*, le dinamiche di crescita dei ricavi e margini e le peculiarità della distribuzione selettiva che caratterizza il canale *retail*. Al contempo, l'elaborato si propone di verificare come tali metodologie trovino applicazione concreta in un caso reale di acquisizione, analizzando non solo le tecniche valutative ma anche i meccanismi contrattuali di determinazione del prezzo che caratterizzano le transazioni nel settore.

L'analisi si concentra su un caso di acquisizione realizzato nei primi mesi del 2025, avente ad oggetto la cessione del marchio del lusso "Vega" da parte del conglomerato "Cassiopea" alla società multinazionale "Pleiadi". Il marchio Vega, specializzato nella progettazione, produzione e distribuzione di abbigliamento, calzature e accessori di alta gamma, ha attraversato nel triennio precedente l'acquisizione una fase di marcato deterioramento operativo. La società ha visto nel periodo 2023-2025 una marcata contrazione dei ricavi, l'erosione della marginalità e la necessità di interventi straordinari di ristrutturazione. Tale condizione di difficoltà ha reso l'*asset* strategicamente appetibile per un acquirente capace di valorizzarne le potenzialità residue attraverso integrazione operativa, accesso a nuovi mercati, rafforzamento gestionale e finanziario. Il caso studio consente pertanto di esaminare le metodologie valutative in una situazione di complessità operativa, dove la presenza di flussi di cassa negativi o anomali richiede adattamenti specifici dei modelli standard.

Dal punto di vista metodologico, l'elaborato adotta un approccio che integra la rassegna teorica degli strumenti valutativi con la loro applicazione pratica al caso in esame. La valutazione si fonda su dati storici consolidati derivanti dai bilanci trimestrali e annuali del marchio Vega, isolati all'interno del perimetro consolidato della *holding* Cassiopea. Una contabilità gestionale separata per i vari marchi in possesso della holding ricostruisce un conto economico e uno stato patrimoniale *stand alone* del marchio, al netto delle operazioni infragruppo. Il perimetro di

valutazione comprende le trentatré società operative riconducibili a Vega, che gestiscono la rete distributiva globale, le attività produttive di design e creazione del prodotto e le funzioni di supporto dedicate. L'architettura valutativa si articola nell'implementazione di un modello *Enterprise DCF*, preferito rispetto all'approccio *Equity DCF* in quanto più completo ed esaustivo. Esso si basa esclusivamente sui flussi di cassa in entrata e in uscita dall'azienda piuttosto che sui soli utili contabili. Tale scelta risulta metodologicamente coerente con le peculiarità del settore del lusso, dove investimenti rilevanti in *brand equity*, integrazione verticale e capitale circolante strutturalmente elevato richiedono un approccio valutativo capace di incorporare esplicitamente crescita prospettica, marginalità futura e fabbisogni di reinvestimento necessari allo sviluppo del marchio.

La costruzione del modello DCF si articola in fasi successive partendo dalla riorganizzazione dei prospetti finanziari per estrarre i principali input e proseguendo con l'integrazione del conto economico e dello stato patrimoniale per individuare i flussi di cassa operativi. Separatamente saranno calcolati il WACC e il costo del capitale. Infine, si procederà alla stima del *terminal value* mediante il metodo della crescita perpetua e alla verifica dei risultati attraverso analisi di sensitività e confronto con valori di riferimento di settore. Ai fini della determinazione del WACC sono stati adottati due approcci metodologici complementari. Un primo approccio *market-based* è incentrato sulla rilevazione dei WACC di un campione di aziende comparabili selezionate sulla base di criteri omogenei quali settore di appartenenza, modello di business e grado di rischio operativo. Un secondo approccio è, invece, di tipo econometrico e basato sulla stima del beta attraverso procedure sia settoriali sia *bottom-up*. Per quanto concerne i flussi di cassa, sono stati elaborati due distinti business plan che riflettono l'incertezza sulla capacità del marchio di recuperare competitività: uno scenario denominato *Business as Usual* che ipotizza un'inversione della decrescita dei ricavi nell'anno fiscale 2027 e uno scenario denominato *Best Case* che prevede una stabilizzazione e una ripresa della crescita già a partire dal 2026.

Parallelamente all'implementazione del DCF, il lavoro procede all'analisi delle transazioni comparabili al fine di individuare multipli di mercato utilizzabili per una valutazione relativa e per triangolare i risultati del modello intrinseco. La selezione dei comparabili tiene in considerazione criteri quali il periodo di riferimento della transazione, privilegiando operazioni avvenute il più recentemente possibile al fine di incorporare le condizioni di mercato più vicine alla data della transazione, le dimensioni aziendali e l'omogeneità del modello di business. Completa l'analisi l'esame dell'*agreement* contrattuale e del meccanismo di aggiustamento del prezzo, con particolare attenzione alla struttura *cash-free/debt-free*, agli aggiustamenti per il

capitale circolante netto in funzione della stagionalità tipica del business del lusso e alle rettifiche della posizione finanziaria netta per elementi *debt-like* e *cash-like*.

L'elaborato presenta alcuni limiti metodologici e informativi che è opportuno esplicitare per una maggiore trasparenza e per potenziali miglioramenti. La valutazione si fonda su *business plan* elaborati dal Management della società valutata, le cui assunzioni su crescita dei ricavi, marginalità futura e fabbisogni di capitale incorporano inevitabilmente un grado di incertezza, particolarmente significativo per un'azienda che ha sperimentato un deterioramento operativo nei periodi precedenti. Il modello DCF risulta, inoltre, altamente sensibile alle ipotesi assunte, quali i tassi di crescita, il tasso di sconto e il *terminal value*, così che variazioni anche minime in questi parametri possono determinare oscillazioni importanti nel valore stimato come osservato dalle *sensitivity analysis* presentate. Allo stesso modo il *terminal value*, che rappresenta la quota prevalente del valore complessivo dell'azienda calcolato tramite DCF, si fonda su ipotesi di crescita perpetua la cui stima risulta particolarmente difficile per aziende multinazionali attive su più mercati globali caratterizzati da dinamiche eterogenee.

Anche la valutazione relativa presenta delle evidenti limitazioni vista la scarsità di *asset* e transazioni realmente comparabili nel settore del lusso, dove i multipli delle stesse risultano spesso superiori alla media di altri operatori del settore *consumer discretionary* per effetto del capitale reputazionale dei grandi marchi. Tali limiti sono stati mitigati attraverso l'utilizzo di analisi di sensitività e scenari, la triangolazione sistematica tra i diversi metodi valutativi, e la documentazione trasparente delle assunzioni effettuate.

Per concludere la presente introduzione di seguito si presenta la struttura dell'elaborato la quale riflette un percorso logico che procede dal quadro teorico all'applicazione pratica al business case della transazione fra Cassiopea e Pleiadi per il marchio Vega. Dopo aver inquadrato nella parte iniziale le teorie della valutazione d'impresa con riferimento ai modelli DCF, evidenziandone l'architettura, i punti di forza e i limiti applicativi con particolare attenzione al settore del lusso, il lavoro prosegue con l'analisi delle valutazioni relative basate su multipli di mercato e transazioni comparabili, illustrandone i criteri di selezione e le specificità settoriali. Il secondo capitolo approfondisce le peculiarità del settore del lusso nella *corporate finance* attraverso l'esame delle dinamiche competitive, delle barriere all'ingresso prevalentemente immateriali, del valore del marchio come *asset* centrale, delle scelte distributive e delle politiche di integrazione post-acquisizione. Il terzo capitolo contestualizza l'operazione oggetto di studio nell'evoluzione del settore dal boom post-pandemico al rallentamento del 2024, analizzando le prospettive strategiche e presentando la transazione e il rationale dell'acquisizione per l'acquirente Pleiadi. Il quarto capitolo sviluppa l'applicazione pratica del modello DCF alla

valutazione del ramo d'azienda, illustrando la premessa metodologica, l'analisi dei dati storici, la costruzione dei parametri valutativi e i risultati della valutazione. Il quinto capitolo presenta i metodi relativi attraverso la selezione delle transazioni comparabili e l'applicazione dei multipli. Il sesto capitolo analizza l'*agreement* contrattuale e i meccanismi di aggiustamento del prezzo, esaminando la struttura concordata tra le parti, l'aggiustamento della stagionalità del capitale circolante netto e gli aggiustamenti della posizione finanziaria netta alla data del *closing*.

Capitolo 1: Quadro teorico

Il capitolo definisce il quadro teorico e metodologico per l'implementazione della valutazione aziendale del *business case* relativo all'operazione per la cessione del marchio del lusso di fama globale "Vega" da parte del conglomerato del lusso "Cassiopea" alla società multinazionale "Pleiadi". Obiettivo del capitolo sarà quello di sistematizzare gli approcci valutativi di impresa maggiormente utilizzati dai professionisti del settore finanziario per le valutazioni nei contesti di transazione aziendali fra attori del mercato finanziario. Si procederà ad analizzare i modelli *Discounted Cash Flow* (DCF), l'approccio dei multipli di mercato e quello delle transazioni comparabili, evidenziandone i punti di forza così come i limiti al fine di individuare i correttivi maggiormente utilizzati per superarli. Presentando i vari metodi valutativi si porrà l'attenzione su aspetti teorici che saranno utili e necessari nella seconda parte dell'elaborato all'applicazione diretta al *business case* in analisi al fine di approcciare solidamente la valutazione di un ramo d'azienda di una realtà multinazionale operante nel mondo del lusso.

1.1 Teorie della valutazione d'impresa: i *Discounted Cash flow* (DCF)

1.1.1 Inquadramento teorico

Sebbene la valutazione basata sui Discounted Cash flow (DCF) sia solo uno dei tre approcci alla valutazione - le valutazioni per flussi scontati appunto, quelle relative e quelle da opzione - e nonostante la maggior parte delle valutazioni reali siano valutazioni relative, essa rappresenta la base su cui si fondano tutti gli altri metodi di valutazione¹. I DCF costituiscono, perciò, le fondamenta concettuali per la stima del valore intrinseco di un'azienda. Tali modelli ancorano il valore aziendale al valore attuale dei flussi di cassa attesi, scontati a un tasso coerente con il loro rischio e con la struttura finanziaria dell'impresa. All'interno dei modelli basati sui DCF si individuano due possibili approcci alla valutazione di un'azienda: il primo valuta esclusivamente la quota di capitale proprio (*equity*) dell'azienda, mentre il secondo l'intera impresa (*Enterprise DCF*), che comprende, oltre al capitale proprio, anche gli altri titolari di diritti sulla società come obbligazionisti e azionisti privilegiati.²

Il primo approccio tiene in considerazione esclusivamente i diritti di coloro che detengono direttamente il capitale aziendale scontando, perciò, i *Free Cash flow to Equity* (FCFE) ovvero i flussi di cassa generati dagli asset aziendali detenuti attraverso il controllo dell'azienda dopo i pagamenti del debito aziendale e al reinvestimento di parte dei flussi per assicurarsi la crescita

¹ Damodaran, A. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons, 2012, p. 11.

² Damodaran, A. *Investment Valuation*, *op. cit.*, p. 13.

futura dell'azienda (es. CapEx). Tali flussi sono scontati al costo del capitale proprio necessario per remunerare la raccolta presso gli azionisti dello stesso. Il secondo approccio, utilizzato in seguito per la valutazione di "Vega" e approfondito nel capitolo 4, tiene in considerazione i flussi di cassa attesi per l'impresa, ossia i flussi di cassa residui dopo aver coperto tutte le spese operative (*OpEx*), i fabbisogni di reinvestimento (investimenti atti alla crescita futura dell'azienda come le CapEx) e le imposte, ma prima di qualsiasi pagamento verso i detentori di debito come, ad esempio, gli istituti di credito che hanno finanziato in passato la crescita aziendale, o i detentori di capitale proprio tipicamente gli azionisti e la loro remunerazione attraverso i dividendi. Tali flussi sono scontati al costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital* o WACC), che rappresenta il costo delle diverse componenti di finanziamento utilizzate dall'impresa, ponderato in base alla loro proporzione all'interno della struttura di capitale dell'azienda.

Quando applicati correttamente, entrambi gli approcci alla valutazione producono gli stessi risultati salvo presentare alcuni vantaggi pratici se in presenza di tutte o parte delle informazioni di input necessarie per il calcolo del valore dell'impresa. Tuttavia, l'approccio al DCF sull'intera impresa (*Enterprise DCF*) e non solo limitatamente al suo capitale proprio rimane il preferito da professionisti e accademici sia perché più completo ed esaustivo sia perché si basa esclusivamente sui flussi di cassa in entrata e in uscita dall'azienda, piuttosto che solo sugli utili contabili che essa riporta al pubblico³. Più in generale i modelli DCF devono molta della loro popolarità nel settore finanziario al loro stretto legame con la teoria economica e la strategia competitiva. Per loro caratteristica intrinseca, infatti, tendono a valorizzare l'operatività attesa dell'azienda nell'orizzonte temporale in cui è effettuata la previsione esplicita dei flussi di cassa fino al suo termine attraverso l'incorporazione di un valore terminale. In questo modo coerenza interna fra crescita aziendale, redditività e reinvestimento necessario alla crescita futura sono rispettate dal modello e rispecchiate nella valutazione finale dell'impresa⁴.

1.1.2 Architettura di un modello robusto: flussi di cassa, tassi di sconto e valore terminale

La costruzione corretta di un modello *Enterprise DCF* richiede generalmente un approccio in quattro passi specifici⁵, ciascuno dei quali include possibili limiti alla precisione della valutazione per i quali possono essere previsti dei correttivi per rendere più robusto il modello. Il primo passo cruciale e maggiormente incline a errori è quello di stimare i flussi operativi

³ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company, 2010, p. 103.

⁴ Damodaran, A. *Investment Valuation*, *op. cit.*, p. 14.

⁵ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., *op. cit.*, p. 105.

futuri, identificare il WACC dell'azienda coerentemente alla sua struttura del capitale e stabilire un valore terminale (*terminal value*) conforme alle condizioni operative attuali dell'azienda.

I flussi di cassa dovranno rispecchiare i fondamentali dell'azienda ovvero i suoi margini, gli indicatori di performance economica come ROIC/ROC, i fabbisogni di capitale circolante e le CapEx necessarie a sostenere la crescita futura che genererà tali flussi. La stima di tutti questi parametri per l'individuazione dei flussi di cassa può esporre a incoerenze tra la crescita futura prevista, il ROIC dell'azienda rispetto a quelli tipici del settore o di aziende simili e l'errata stima dell'ammontare dei reinvestimenti necessari a mantenere stabile la crescita o delle CapEx necessarie a rinforzarla. Esaminare come varia ciascuna parte del modello e determinare quali input abbiano maggiore effetto sulla valutazione finale dell'azienda e quali un impatto minimo o nullo diventa perciò cruciale⁶. Per tale motivo risulta necessario applicare analisi per scenario e *sensitivity analysis* calibrate vista la probabilità che gli input stimati cambino in modo concomitante e coerentemente a possibili scenari futuri. Identificare le incertezze chiave che influenzano il futuro dell'azienda (nuovi prodotti, dinamiche competitive, shock macroeconomici, ecc.) consentono di costruire molteplici previsioni e rendere maggiormente solido il DCF al fine di fornire un intervallo valutativo coerente e robusto. Diventa fondamentale poi verificare la congruenza di quanto stimato con l'economia del settore e procedere a *benchmarking* con aziende comparabili. Il processo di esame dei risultati iniziali può far emergere altre problematiche o scenari imprevisi che è opportuno risolvere creando a sua volta nuovi e ulteriori scenari. In questo modo, il processo di creazione di un DCF è intrinsecamente circolare e in aggiornamento grazie ai risultati individuati⁷.

La scelta del WACC risulta importante tanto quanto la stima corretta dei flussi di cassa secondo ipotesi robuste. Tassi di sconto non allineati al rischio reale dell'azienda e alla sua effettiva struttura del capitale rappresentano un aspetto da attenzionare da parte degli analisti. La struttura del capitale e la sua esatta suddivisione fra capitale proprio e di debito deve essere individuata puntualmente così come il rendimento del capitale o del debito con cui il WACC è calcolato. Spesso la complessità aziendale tende a rendere il WACC non propriamente conforme alla realtà aziendale e, perciò, si procede a effettuare una scomposizione per unità operative dell'azienda a cui sono applicati WACC specifici⁸. Molte aziende multinazionali, infatti, presentano molteplici unità di business, ciascuna operante in segmenti con caratteristiche economiche differenti. Considerando che ciascun segmento dell'azienda è

⁶ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., *op. cit.*, p. 295.

⁷ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., *op. cit.*, p. 295.

⁸ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., *op. cit.*, p. 304.

sottoposto a caratteristiche settoriali diverse, risulta più opportuno determinare il valore operativo complessivo dell'azienda analizzando una unità di business alla volta e implementando DCF diversi per ciascuna, ognuna con flussi di cassa e tassi di sconto differenti⁹.

Anche la stima corretta del valore terminale rappresenta un passo sfidante nella creazione di un modello DCF. Esempi applicativi mostrano che il valore terminale, infatti, pesa nella maggioranza dei casi la quota prevalente del valore complessivo di un'azienda calcolato tramite un DCF¹⁰. Il valore terminale rappresentando il valore attuale di tutti i flussi di cassa futuri oltre il periodo esplicito di previsione, fa affidamento sulle stime già effettuate dei flussi di cassa e del WACC portando con sé i relativi problemi di stima degli stessi. Nella pratica operativa il metodo maggiormente utilizzato è quello della crescita perpetua (*Gordon Growth*) il quale assume che i flussi di cassa dell'anno successivo al periodo esplicito crescano a un tasso costante g per l'eternità, così definita:

$$Terminal Value = \frac{FCF_{n+1}}{(WACC - g)}$$

Il tasso di crescita in particolare deve essere inferiore al WACC, e generalmente allineato al tasso di crescita economica a lungo termine del modello economico in cui l'impresa valutata è inserita. Esso diventa particolarmente difficile da stimare per aziende in mercati emergenti o anche per aziende multinazionali attive su più mercati globali caratterizzati da crescite eterogenee.¹¹ Il secondo metodo di calcolo del valore terminale è quello del *multiple exit* (multiplo di uscita) in cui il valore di un'impresa in un anno futuro viene stimato applicando un multiplo agli utili o ai ricavi dell'impresa nell'ultimo anno di valutazione del modello. Se il multiplo è stimato osservando come il mercato valuta oggi imprese comparabili, la valutazione diventa una valutazione relativa e non più una valutazione basata sul flusso di cassa scontato comportando una commistione tra valutazione relativa e valutazione DCF¹².

1.1.3 Costruzione di un modello robusto: inclusione dei cambiamenti futuri

La costruzione di un modello DCF come detto si articola in quattro differenti fasi la cui prima e fondamentale prevede di valutare le operazioni dell'azienda scontando i flussi di cassa al costo medio ponderato del capitale (WACC) opportunamente calcolati¹³. In seguito, la seconda fase procede a identificare e valutare gli asset non operativi, come ad esempio titoli negoziabili in

⁹ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 418.

¹⁰ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 656.

¹¹ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 307.

¹² Damodaran, A., *op. cit.*, p. 306.

¹³ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., *op. cit.*, p. 105.

possesso dell'azienda (obbligazioni, titoli, derivati speculativi, materie prime), società non consolidate e altri investimenti azionari. La somma del valore delle operazioni calcolato con flussi di cassa e WACC e del valore degli asset non operativi fornisce il valore d'impresa (*Enterprise Value*). Successivamente si identificano e valutano tutti i debiti e le altre pretese non azionarie sul valore d'impresa tra cui rientrano, ad esempio debiti a tasso fisso e variabile, passività pensionistiche non finanziate, opzioni dei dipendenti e azioni privilegiate. Identificato tale ammontare, infine, lo si sottrae al valore d'impresa per poter così determinare il valore del capitale ordinario (*Common Equity value*) e portare a termine il calcolo del reale valore finale dell'impresa.

Un processo solido per la realizzazione di un modello affidabile si deve, perciò, articolare in una serie di passaggi specifici poi declinati a seconda della società oggetto di valutazione e delle sue caratteristiche specifiche. Tale procedimento sarà in seguito applicato più avanti nel presente elaborato (si faccia riferimento al Cap. 4). In linea teorica e appunto non esaustiva¹⁴, i passaggi chiave sono i seguenti:

- i) riorganizzazione dei prospetti finanziari (conto economico e stato patrimoniale) per estrarre i principali input del modello come EBITDA, capitale investito, capitale circolante e indicatori di performance;
- ii) integrazione del conto economico e dello stato patrimoniale con lo scopo finale di individuare i flussi di cassa (*Free Cash flow FCF*);
- iii) calcolo effettivo di ROIC (*Return on Invested Capital*), FCF e WACC individuando fra gli altri correttamente il costo del capitale e del debito, la ripartizione di debito e capitale nella struttura finanziaria aziendale;
- iv) stima del valore operativo, degli asset non operativi e delle passività finanziarie;
- v) verifica e stress-test dei risultati implementando analisi di scenario, analisi di sensitività e paragonando i risultati a valori (ad es. per beta, WACC, tassi di crescita) di riferimento di settore con procedure di *benchmarking*.

Il modello DCF scontando flussi di cassa attesi futuri deve, però, essere in grado di incorporare correttamente in essi non solo il modificarsi di determinate condizioni economiche (scenari che includono cicli economici favorevoli o sfavorevoli, tensioni geopolitiche sui mercati globali, etc.) o del mercato di riferimento della società (nuovi *competitor* e riduzione delle quote di mercato, lancio nuovi prodotti, etc.) ma anche e soprattutto le mutate condizioni che potrebbero avvenire a seguito della buona riuscita dell'operazione di acquisizione o fusione. In un contesto di attività M&A come quello del business case in seguito presentato, il DCF dovrà incorporare

¹⁴ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., *op. cit.*, p. 106.

sinergie attese, effetti di controllo e ristrutturazioni nella dinamica dei flussi e nei tassi di sconto *post-deal*, mantenendo una chiara separazione dei benefici incrementali rispetto alla situazione *stand-alone pre-deal* della società¹⁵. Ad esempio, tre questioni rilevanti devono essere tenute in considerazione nell'utilizzo di modelli di valutazione basati sul flusso di cassa scontato per imprese target di acquisizioni. La prima è verificare se esistano sinergie di costo, ricavo o capitale e il loro timing a seguito della fusione e come stimarne il loro impatto sui flussi di cassa, la generazione dei margini e sulla crescita futura aziendale. La seconda, soprattutto nelle acquisizioni ostili, è relativa all'effetto del cambiamento del Management sui flussi di cassa e sul rischio della società. Risulta, quindi, opportuno cercare di comprendere eventuali benefici di controllo derivanti da possibili miglioramenti gestionali e stimarne, se possibile, gli impatti sui flussi di cassa o altre variabili rilevanti del modello. La terza è comprendere possibili effetti sulla struttura finanziaria aziendale post-operazione. Come si modificherà la quota di capitale e debito della società? Essa continuerà a far ricorso all'indebitamento o si preferirà alleggerirla dagli oneri finanziari che ne susseguono? Una diretta conseguenza di tali quesiti, ad esempio, sarà la rimodulazione del WACC a seconda delle modifiche nella struttura del capitale. Sebbene il WACC possa essere aggiustato annualmente per gestire una struttura del capitale variabile, tale processo risulta essere complesso. Pertanto, è stato sviluppato un modello alternativo denominato *Adjusted Present Value* (APV) che prevede di valutare l'azienda come se fosse interamente finanziata con *equity*¹⁶. Tale procedura prevede di scontare il flusso di cassa operativo al costo dell'*equity unlevered* (ossia il costo dell'*equity* se l'azienda non avesse debito e fosse interamente finanziata con capitale proprio). A questo valore si aggiunge qualsiasi valore creato dall'uso del debito da parte dell'azienda in prevalenza il valore dei benefici fiscali derivanti dal finanziamento tramite debito, poiché gli interessi su di esso sono deducibili fiscalmente e le aziende redditizie possono così ridurre le imposte aumentando il debito. Tenuti in considerazione tali possibili cambiamenti futuri post-acquisizione, risulta cruciale separare il valore *stand-alone* delle aziende target oggetto di valutazione dal valore incrementale della loro combinazione e definire un prezzo massimo sostenibile rispetto alle sinergie attese e ai rischi di esecuzione dell'operazione¹⁷.

1.1.4 Punti di forza e limiti del DCF in pratica

Il modello del DCF è considerato uno degli strumenti più rigorosi e teoricamente solidi per la valutazione di aziende, poiché si basa sui flussi di cassa futuri attesi e sul principio del valore

¹⁵ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 18.

¹⁶ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., *op. cit.*, p. 121.

¹⁷ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 725.

temporale del denaro, rendendolo un metodo intrinsecamente orientato al valore reale dell'impresa¹⁸. Tra i suoi principali punti di forza vi sono l'approccio *forward-looking*, che considera scenari operativi e strategici personalizzabili a seconda di vari possibili scenari futuri relativi all'andamento dell'azienda, e la capacità di stimare un valore "intrinseco" indipendente dalle oscillazioni di mercato e dai multipli di comparables. Il DCF è anche apprezzato perché lega esplicitamente valore aziendale e fondamentali come la crescita, i margini ottenuti, reinvestimenti effettuati dall'azienda e il costo del capitale, tutte variabili utilizzate nell'identificazione dei flussi di cassa. Il modello, inoltre, risulta essere flessibile e in grado di "vedere" l'azienda come un aggregato, in alternativa, di diverse società, di diverse unità di business, di diversi paesi o di diversi marchi. Suddividere i flussi di cassa in singoli componenti e valutarli separatamente non dovrebbe, infatti, modificare il valore complessivo dell'azienda e pertanto, si potrebbe valutare un'azienda stimando il valore di ciascuna delle sue divisioni e sommando i risultati, oppure valutando le sue operazioni in ciascun Paese e aggregando i valori¹⁹. Infine, i modelli basati sul DCF sono modulabili per diverse strutture di capitale e contesti come dimostrato dall'applicazione delle varianti APV e della possibilità di generare un numero elevato di scenari.

Tuttavia, il DCF presenta anche delle significative criticità. Esso risulta essere altamente sensibile alle ipotesi assunte, quali i tassi di crescita utilizzati, il tasso di sconto (WACC) e il valore terminale, così che variazioni anche minime in questi parametri possono determinare oscillazioni importanti nel valore stimato²⁰. Per affrontare tale limite, nella pratica valutativa si adottano misure di mitigazione. In primo luogo, si utilizzano analisi di sensitività e scenari (*best-case*, *base-case*, *worst-case*) che consentono di testare la robustezza del valore a fronte di variazioni delle principali assunzioni. Inoltre, la difficoltà di prevedere con precisione i flussi di cassa a lungo termine, soprattutto oltre i due-tre anni, rende il modello vulnerabile a errori e sovrastime. La stima del valore terminale, che, come visto, spesso rappresenta la quota più rilevante del valore complessivo²¹, costituisce un ulteriore elemento di incertezza vista le ipotesi sottostanti richieste per il suo calcolo come l'individuazione di tassi di crescita di lungo periodo. Allo stesso modo specie in un contesto di valutazione atto all'acquisizione della società valutata possono emergere bias e preconcetti dell'analista che effettua la valutazione e che può tendere a dare maggiore peso a determinati input, scenari o situazioni. Allo stesso modo, se l'azienda offerente ha deciso per ragioni strategiche di procedere con un'acquisizione, potrebbe esserci

¹⁸ "DCF Analysis Pros & Cons – Most Important Tradeoffs in DCF Models", Corporate Finance Institute.

¹⁹ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 418.

²⁰ "Limitations of discounted cash flow valuation models", Private Equity Info, 25 gennaio 2024.

²¹ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 656.

una forte pressione sull'analista affinché elabori una stima di valore che giustifichi l'operazione e per fare ciò modifichi a suo piacimento parametri rilevanti del modello²². Bias di conferma e pressioni strategiche possono così inficiare l'accuratezza del modello DCF e per tale motivo una disciplina modellistica rigorosa e la triangolazione con altri metodi alternativi come i multipli di mercato e analisi economiche dei profitti e della loro sostenibilità rientrano fra le buone pratiche per validare definitivamente tali modelli²³.

Infine, il modello DCF presenta delle rilevanti difficoltà nei casi in cui l'azienda valutata presenti dei flussi di cassa negativi e/o volatili, come nel caso di aziende che si trovano in condizioni di ristrutturazione aziendale del proprio debito o prossime al default oppure nel caso di imprese giovani, start up o attive in mercati emergenti. Tale problematica e le relative contromisure, visto che riguardano direttamente la valutazione del *brand* "Vega", sono approfondite nel paragrafo seguente.

1.1.5 Cash flow negativi: linee guida operative

Quando si applicano i modelli DCF a imprese con utili o flussi di cassa negativi o anomali (come nel caso di Vega), tale negatività se non correttamente modellata può impattare direttamente alcune fasi della strutturazione del modello e la validità delle sue stime. Se gli utili sono negativi, innanzitutto, non risulta possibile applicare un tasso di crescita agli utili attuali per stimare quelli futuri e la crescita storica o quella stimata dagli analisti diventano poco significative²⁴. Allo stesso modo la presenza di perdite rilevanti può spingere il Management delle aziende a riportare a nuovo tali perdite, generando crediti fiscali futuri che devono essere correttamente modellati. Inoltre, se le perdite persistono, la probabilità di default aumenta e l'ipotesi della continuità aziendale può non essere più valida facendo venire meno l'assunzione di una vita infinita, alla base della stima del valore terminale stesso. Infine, partendo da utili negativi, il valore terminale calcolato con una crescita perpetua può essere fuorviante.

Se l'azienda valutata presenta FCF negativi, risulta opportuno individuare le cause ultime che hanno generato e stanno generando tali flussi negativi. Tale situazione potrebbe essere dovuta a una negatività transitoria legata a problemi temporanei come scioperi, richiami di prodotto o eventi straordinari oppure a fasi negative del ciclo economico a cui l'azienda risulta particolarmente esposta per caratteristiche oppure per settore di appartenenza²⁵. Allo stesso modo problemi strutturali sia operativi sia finanziari come errori strategici, inefficienze

²² Damodaran, A., *op. cit.*, p. 19.

²³ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 37.

²⁴ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 612.

²⁵ "Limitations of discounted cash flow valuation models", Private Equity Info, *op. cit.*

operative o un eccessivo indebitamento generano flussi di cassa negativi. Infine, la presenza di flussi negativi può essere legata ad una fase del ciclo di vita dell'azienda come nel caso di *start-up*²⁶ o aziende in settori che richiedono grandi investimenti iniziali per poter essere avviate. Individuate le motivazioni che portano ai flussi negativi è possibile adattare i modelli DCF, ad esempio, normalizzando gli utili: se la perdita è temporanea, si può “normalizzare” l'utile, escludendo i costi straordinari e utilizzando una media degli utili storici o i margini storici applicati ai ricavi attuali. Per aziende cicliche, inoltre è possibile utilizzare una media degli utili su un intero ciclo economico o una media dei margini storici applicata ai ricavi attuali²⁷. Al contrario se la perdita è dovuta a problemi strutturali, occorre modellare esplicitamente un percorso di recupero dei margini e della redditività, ipotizzando un miglioramento graduale verso livelli “normali” o di settore a seguito di iniziative per risollevare gli utili attuate dal Management. Per le *start-up* o le aziende in fase di investimento, invece, al fine di superare i flussi attali negativi, si modella una crescita dei ricavi elevata e un miglioramento progressivo dei margini, fino a raggiungere la redditività attesa nel lungo termine.

Qualora i flussi di cassa negativi dovessero persistere e l'azienda correre concretamente un rischio di *default*, l'analista dovrà includere nel proprio modello DCF il calcolo del valore di liquidazione degli asset aziendali valutandoli correttamente al loro possibile valore di smobilizzo. Ai flussi di cassa futuri dovrà poi essere applicata una probabilità di default, ponderando il valore atteso tra uno scenario di continuità in cui l'azienda sopravvive e uno scenario di *default* in cui si procede con la liquidazione²⁸.

Per completare lo sviluppo di un DCF in presenza di flussi negativi, il valore terminale dovrà essere calcolato solo dopo l'intervallo temporale necessario all'azienda per raggiungere una redditività “normale” e sostenibile, a cui sarà applicata correttamente una crescita perpetua.

1.1.6 Applicazioni a settori peculiari: focus sul lusso

Il settore del lusso presenta tratti specifici che possono impattare sulla buona riuscita dell'applicazione di un modello DCF e che rendono necessari adottare dei correttivi. Tendenzialmente la domanda dei beni offerti è guidata da elementi intangibili come la qualità percepita dei prodotti, il prezzo come segnale di eccellenza, l'unicità del marchio così come l'estetica che caratterizza il marchio e la sua tradizione. Il marchio diventa così il principale driver di acquisto e rendono il posizionamento e l'identità dello stesso fattori critici per ricavi

²⁶ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 617.

²⁷ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 614.

²⁸ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 633.

e margini²⁹. La crescita dei ricavi è, inoltre, altamente sensibile a variabili macroeconomiche quali l'andamento del PIL globale, i tassi di cambio e il numero e la consistenza degli *High Net Worth Individuals*, ma anche e soprattutto alla geografia della domanda come lo sviluppo di mercati emergenti (Cina, Medio Oriente e Brasile) e al turismo internazionale, con implicazioni sui prezzi finali e sulle politiche fiscali locali³⁰. Allo stesso modo il settore ha visto modificare i propri canali di vendita tradizionali (*retail* e *wholesale*) con le vendite online che seppur ancora minoritarie crescono a ritmo sostenuto e richiedono modelli distributivi *omni-channel* che possono comprimere o espandere i margini a seconda del controllo della filiera³¹. Ad impattare ulteriormente i ricavi e i margini sono poi la gestione dei prezzi come segnale di qualità visto che l'elasticità della domanda di lusso rende il *price premium* cruciale per il margine, la difesa dall'anti-contraffazione, la selettività dei canali, le estensioni dei marchi che aprono nuove linee di ricavo con nuovi prodotti o servizi esclusivi e le politiche di responsabilità sociale sempre più rilevanti nella percezione e nella disponibilità a pagare del consumatore³².

Per le *maison* del lusso al fine di incorporare tali caratteristiche settoriali, il DCF deve essere in grado di riflettere la sostenibilità del *pricing power* e della crescita dei ricavi e margini, con particolare attenzione a espansioni rapide in nuove categorie di prodotto o mercati geografici. L'analisi storica di ricavi e margini e della loro crescita passata diventa cruciale al fine di supportare previsioni coerenti con la storicità aziendale e il settore di riferimento. Per rendere maggiormente robusto il modello risulta opportuno, qualora i dati lo permettano, procedere ad una scomposizione per marca, prodotto, canale distributivo o area geografica con WACC e driver dedicati favorendo così coerenza fra narrazione strategica e numeri del modello. Attenzione va posta anche alla tenuta del valore terminale legato a cicli di moda e a pipeline creative che caratterizzano la creazione artistica del marchio la cui linea stilistica è spesso dettata da Design e Art director che nel tempo possono cambiare. L'applicazione rigorosa del DCF per il settore deve, quindi, far leva su una razionale decomposizione dei driver per canale di vendita, area geografica, marchio e prodotto, nonché scenari su elasticità di prezzo e mix prodotto e la capitalizzazione separata di asset non operativi come licenze o partecipazioni creative se ritenute rilevanti.

²⁹ Kapferer, Jean-Noël; Bastien, Vincent. *The Luxury Strategy: Break the Rules of Marketing to Build Luxury Brands*. Kogan Page, 2012 (2^a ed.).

³⁰ Bain & Company, Fondazione Altagamma. *Luxury in Transition: Securing Future Growth (23^a Luxury Goods Worldwide Market Study)*. Bain, 2024.

³¹ McKinsey & Company, The Business of Fashion. *The State of Fashion 2024: Finding Pockets of Growth as Uncertainty Reigns*. McKinsey & BoF, 2023.

³² McKinsey & Company, *The State of Fashion*, op. cit.

Infine, ad impattare sui modelli dei flussi di cassa scontati sono anche le operazioni di M&A, molto diffuse nel settore del lusso e che incidono su profittabilità e ricavi tramite sinergie operative relative agli acquisti, ai costi di *R&D* e alla *supply chain*, sull'accesso a nuovi mercati geografici e portafogli prodotto, sul rafforzamento del potere di negoziazione su fornitori e *landlord* dei principali centri commerciali globali in cui gli store dei marchi si concentrano, e sul consolidamento del controllo distributivo³³. Allo stesso modo un'integrazione mal gestita può generare costi d'agenzia, complessità manageriali e perdita di identità del marchio oltre che a vere e proprie rivoluzioni nella linea creativa con effetti negativi su margini e ricavi. Ancora una volta risulta necessario modificare il DCF con il fine di renderlo solido agli impatti post operazione oltre che a stimare correttamente le sinergie e/o i costi che seguiranno alla transazione. In tale contesto di operazioni di M&A, la valutazione per parti (marchi, canale *retail*, *wholesale* o *e-commerce*, area geografica e prodotto) e l'allocazione di WACC specifici aiuta a evitare la sovrastima di sinergie operative, creative e commerciali, oltre a misurare la diluizione, contrazione o espansione dei vari ricavi del portafoglio prodotti dell'azienda nella fase post acquisizione.

1.2 Teorie della valutazione d'impresa: le valutazioni relative

1.2.1 Introduzione e inquadramento teorico

La valutazione relativa basata su multipli di mercato e transazioni comparabili si sviluppa dall'idea che il prezzo osservato per asset "simili" incorpori, in modo sintetico, le attese del mercato su crescita, redditività e rischio di tali asset e che tali attese possano essere trasferite con gli opportuni aggiustamenti all'oggetto di valutazione. In termini teorici, i multipli, infatti, non sono un'alternativa ai modelli DCF, ma ne sono direttamente legati e ne rappresentano bensì una loro scorciatoia³⁴. Un modello per flussi di cassa scontati, infatti, lega il valore dell'impresa (*Enterprise Value* – EV) a fondamentali come la NOPLAT, il ROIC, la crescita *g* di lungo periodo e il WACC così come i principali multipli (ad es. EV/NOPLAT, P/E, EV/Invested Capital, EV/EBITDA) emergono direttamente da rielaborazioni algebriche della formula base di calcolo dell'EV attraverso un DCF. Tale relazione tende a mostrare teoricamente che per una data struttura di rischio (WACC) i multipli aumentano al crescere della crescita attesa e del ROIC e diminuiscono al crescere del rischio³⁵. Di conseguenza un confronto per multipli è sostanzialmente un confronto basato sui fondamentali dell'azienda ma espresso in forma compatta. Le variabili che determinano i multipli sono così le stesse che

³³ McKinsey & Company, *The State of Fashion*, *op. cit.*

³⁴ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 467.

³⁵ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., *op. cit.*, p. 316.

determinano il valore intrinseco nei modelli DCF (crescita attesa, rischio e profilo di cash flow) con relazioni che se teoricamente possono apparire lineari non lo sono però sempre nella pratica e possono essere potenzialmente distorsive se non controllate analiticamente³⁶. Per tale motivo è opportuno usare i multipli per “triangolare” l’esito del DCF ovvero per validare l’ordine di grandezza e individuare eventuali incoerenze dello stesso più che sostituirlo per questioni di rapidità³⁷.

Al fine di procedere al meglio all’utilizzo di multipli e transazioni comparabili è opportuno partire da set coerenti di aziende o assets “simili” e soprattutto normalizzare le metriche considerate rimuovendo ad esempio effetti di leva, *leasing*, componenti non ricorrenti ed eventuali differenze nella stesura dei bilanci dovuti all’utilizzo di principi contabili differenti (*IFRS* vs *Local GAAP*). Solo dopo aver anche verificato la coerenza di ciò che si vuole comparare riguardo alla crescita, ai margini e all’intensità di capitale, è possibile, infine, applicare i multipli appropriati. Da tali osservazioni si possono individuare quattro passi essenziali all’interno del processo di selezione dei comparabili nel contesto della valutazione relativa³⁸. Il primo passo è assicurarsi che il multiplo sia definito in modo coerente e misurato uniformemente tra le aziende confrontate. Poi è necessario conoscere la distribuzione di tale multiplo non solo tra le imprese del settore analizzato ma anche sull’intero mercato per verificare la presenza di possibili *outlier* che sarebbero poco rappresentativi. In seguito, si deve procedere ad analizzare il multiplo e comprendere non solo quali fondamentali (ricavi, margini, struttura del capitale, etc.) lo determinino, ma anche come le variazioni di tali fondamentali si traducono in variazioni del multiplo stesso. L’ultimo passo, infine, consiste nell’individuare le aziende finali da utilizzare per il confronto e controllare le differenze che possono ancora persistere all’interno di questo gruppo ristretto.

1.2.2 Il modello dei multipli di mercato: definizione e categorie

Il modello di valutazione attraverso i multipli stima il valore di un’impresa (o del suo capitale proprio) confrontandola con un set di società comparabili e applicando un coefficiente di proporzionalità (il multiplo appunto) a una grandezza economico-finanziaria normalizzata come possono essere l’utile, i ricavi, la NOPLAT, l’EBITDA o il capitale investito.

Operativamente i multipli si distinguono in due grandi categorie: i multipli di impresa e i multipli di *equity* come ad esempio P/E, P/BV, PEG o Price/Cash Flow, più direttamente collegati alla prospettiva dell’azionista. Per entrambe le categorie di multipli è necessario che

³⁶ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 21.

³⁷ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., *op. cit.*, p. 313.

³⁸ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 456.

la loro definizione sia coerente ovvero il numeratore deve sempre riferirsi alle stesse misure del denominatore ovvero *equity* con *equity* per i multipli di *equity* ed *enterprise value* con grandezze operative per i multipli di impresa³⁹. Fra i più rilevanti e utilizzati della seconda categoria si trovano EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/NOPLAT, EV/Sales, EV/Invested Capital, tutti caratterizzati dalla loro capacità di neutralizzare la struttura finanziaria delle imprese rendendole così maggiormente comparabili. Il loro calcolo richiede, però, una definizione rigorosa di *Enterprise Value*, definita genericamente dalla seguente formula operativa: $EV = \text{capitalizzazione} + \text{debito netto} + \text{passività assimilate} + \text{interessi di minoranza} - \text{attività non operative/cassa in eccesso}$. Inoltre, nel calcolo di tali multipli e nella loro scelta, è richiesta la massima attenzione a componenti non operative come la cassa in eccesso, partecipazioni non consolidate, *leasing* operativi o fondi pensione al fine di evitare distorsioni del numeratore e del denominatore e garantire comparabilità fra le diverse aziende⁴⁰. Risulta così spesso essenziale procedere alla normalizzazione delle voci operative attraverso l'esclusione di componenti non ricorrenti, capitalizzazione dei *leasing*, l'allineamento dei principi contabili (*IFRS vs. Local GAAP* o correzioni per principi contabili come l'IFRS 16)⁴¹.

1.2.3 Criteri di selezione di imprese e multipli comparabili

Scegliere correttamente quali multipli utilizzare nei propri modelli valutativi dipende da *cosa* si vuole catturare ovvero quali fondamentali si vuole pesare maggiormente, e *quanto* le differenze contabili o di struttura di capitale o di leva possono distorcere il confronto⁴². Fondamentale è la coerenza definitoria del multiplo che deve essere congruente nelle misure che include. Ad esempio, se nel calcolo dell'EV è esclusa la cassa in eccesso, va escluso dal denominatore l'interesse attivo che tale cassa ha generato, pena il rischio di generare metriche spurie e non confrontabili. Individuare i multipli attraverso le classificazioni di settore offre una base iniziale, ma la vera comparabilità richiede anche omogeneità per geografia, dimensione, mix di business, redditività (ROIC e margini), intensità di capitale, driver di crescita e profili di rischio operativo e finanziario⁴³. I comparabili della stessa industria tendono ad avere WACC e tassazione simili, ma i multipli differiscono per crescita e ROIC e diventa comune confrontare erroneamente il multiplo di una società con la media del settore ignorando la performance della singola. Nei confronti *cross-country* per la selezione dei multipli o delle aziende comparabili vanno poi tenute in considerazione le differenze contabili (*IFRS vs. Local GAAP*), valutarie e i

³⁹ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 457.

⁴⁰ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., *op. cit.*, p. 316-318.

⁴¹ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 458.

⁴² Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., *op. cit.*, p. 325.

⁴³ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 462.

profili di rischio e crescita macroeconomici che caratterizzano i mercati geografici in cui operano, apportando, se necessario, appositi aggiustamenti ai numeratori e denominatori. La scelta del multiplo e delle aziende comparabili dipende, quindi, essenzialmente da un insieme complesso di valutazione che gli analisti devono fare tenendo in considerazione i fondamentali delle imprese che si vogliono comparare, i loro settori, le loro caratteristiche intrinseche, la loro struttura finanziari ma anche la loro fase di sviluppo o il ciclo economico in cui sono inserite⁴⁴. Di seguito sono riportati alcuni esempi pratici e considerazioni utili alla selezione dei comparabili e dei multipli.

I multipli d'impresa neutralizzano efficacemente la struttura finanziaria e sono preferibili quando il gruppo di comparazione presenta leve finanziarie diverse, ad esempio, alcune imprese ricorrono a indebitamento maggiore o minore se confrontate alle altre. I multipli di *equity* (P/E, P/BV, etc.) funzionano maggiormente, al contrario, quando le aziende paragonate hanno un mix di struttura del capitale e di leva finanziaria simile e presentano utili al netto di componenti non ricorrenti. Considerando un'analisi per settore, il multiplo EV/EBITDA risulta essere il più adatto per settori *asset-light* (*software*, *servizi*, *retail*, *aziende familiari*) o con politiche di ammortamento eterogenee, mentre EV/EBIT o EV/NOPLAT sono più adatti in business capital-intensive (*utility*, *industriali*, *trasporti*) perché incorporano ammortamenti e oneri operativi non inclusi nell'EBITDA⁴⁵. Se la redditività dell'azienda è ancora bassa o estremamente volatile (*start-up*, *early stage*, *e-commerce*), si può ricorrere a multipli come l'EV/Sales tenendo al contempo in considerazione possibili scenari futuri sull'andamento dei ricavi e dopo un'attenta analisi dei margini aziendali.

Per imprese multi-business o grandi conglomerati industriali, l'approccio “*sum-of-the-parts*” (SOTP) con multipli specifici per ciascuna unità di business, pesati su *driver* economici differenziati, evita di considerare multipli che sono medie non significative e consente un'analisi granularmente corretta⁴⁶. Anche di fronte alla valutazione di divisioni o rami d'azienda inseriti in gruppi diversificati, il SOTP costituisce un metodo preferenziale, con multipli calibrati su comparabili puri che devono però includere l'eliminazione di ricavi intra-gruppo e l'attribuzione corretta di capitali e costi alla divisione al fine di ottenere EBITDA, NOPLAT o *invested capital stand-alone* precise.

In presenza di imprese in difficoltà economico-finanziaria, i multipli di utile sono spesso inutilizzabili vista la presenza di utili negativi o altamente volatili. In tali contesti si privilegiano

⁴⁴ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., *op. cit.*, p. 326.

⁴⁵ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 502.

⁴⁶ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., *op. cit.*, p. 304.

multipli di ricavi (EV/Sales)⁴⁷, eventualmente appositamente modificati attraverso margini normalizzati o a *benchmark* delle operazioni di ristrutturazione previste. Allo stesso tempo appositi controlli espliciti su liquidità, rischio e sostenibilità del capitale circolante sono inclusi nella selezione dei multipli e delle aziende comparabili al fine di individuare il paragone che meglio si avvicina all'azienda oggetto di valutazione.

1.2.4 Le transazioni comparabili e i loro multipli: razionale, usi e limiti

Le transazioni comparabili (o *precedent transactions*) costituiscono un modello di valutazione relativo che stima il valore di un'impresa osservando i multipli pagati in operazioni M&A recenti e comparabili secondo criteri quali quello del settore, geografia, modello di business, scala aziendale, profilo di crescita e, quindi, ROIC simili e ciclo di vita dell'azienda. Risulta possibile calcolare il valore finale dell'impresa che si vuole valutare moltiplicando tali multipli (fra i più utilizzati nella pratica ci sono sicuramente EV/EBITDA, EV/EBIT o EV/Sales) ai corrispondenti driver dell'azienda target dopo un'attenta normalizzazione di questi ultimi attraverso una pulizia dei componenti non ricorrenti, un allineamento contabile (*IFRS vs. Local GAAP*), un'esclusione delle attività non operative e la distinzione fra valore d'impresa (EV) e capitale proprio. Il razionale sottostante a tale modello è che il prezzo della transazione riflette un punto d'incontro tra domanda e offerta in condizioni normali, incorporando i premi riconosciuti dall'acquirente e le sinergie attese, oltre a condizioni di credito e di mercato prevalenti al momento del *closing*⁴⁸. In tal senso, le transazioni comparabili rappresentano una misura del prezzo che il mercato fa dell'azienda in quel determinato momento che, se opportunamente depurato dalle sinergie specifiche che include, funge da punto di riferimento negoziale e da possibile triangolazione rispetto al DCF e ai multipli comparabili. Tale metodologia, inoltre, si dimostra particolarmente utile per la valutazione di società private prive di quotazioni⁴⁹ e, per questo, prive di parte dei multipli di *equity* calcolabili attraverso un prezzo quotato.

La selezione delle transazioni comparabili espone allo stesso tempo l'analista a possibili limitazioni che possono inficiare la validità della valutazione o portare a valori diversi da quelli evidenziati da altri modelli⁵⁰. Le transazioni sono per loro natura eterogenee fra di loro, ad esempio, per la presenza di clausole contrattuali rilevanti che ne hanno stabilito il prezzo come aggiustamenti *ci cassa* o *earn-out*. Allo stesso tempo l'operazione potrebbe essere un *carve-out* di un ramo aziendale, presentare perimetri disomogenei di transazione o partecipazioni di

⁴⁷ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 615.

⁴⁸ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 712.

⁴⁹ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 697.

⁵⁰ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., *op. cit.*, p. 326.

minoranza. Il multiplo derivante dalla transazione risulta anche essere *time-sensitivity* perché potrebbe essere impattato dalla ciclicità del mercato con il rischio di importare nel modello condizioni irripetibili al momento della valutazione. I dati e le informazioni relativi a transazioni passate possono anche essere incompleti o non perfettamente confrontabili generando opacità informativa. Da tale mancanza di informazioni e non solo i comparabili potrebbero anche essere contaminati da sinergie o premi di controllo che potrebbero venire conteggiate due volte se sono già state valorizzate a parte, ad esempio, nei DCF che hanno generato il prezzo finale. Infine, differenze contabili o fiscali e di struttura finanziaria tra azienda target e comparabili, se non neutralizzate possono definitivamente distorcere i confronti.

Per via di tutte le limitazioni precedentemente descritte i multipli delle transazioni comparabili incorporano il rischio di riflettere non solo correttamente i fondamentali aziendali ma anche errori di prezzo del mercato e particolari caratteristiche delle transazioni. Nella pratica, perciò, un buon processo di valutazione basato su precedenti operazioni, così come per quello relativo ai multipli di imprese comparabili, deve definire criteri di selezione comparabili e riportare i multipli a un perimetro omogeneo e documentare gli aggiustamenti per rimuovere sinergie, premi di controllo o condizioni creditizie che non si vogliono includere nella riconciliazione. I risultati ottenuti dal modello devono poi essere possibilmente riconciliati con i risultati ottenuti da un DCF esplicitando quali combinazioni di $g/ROIC/WACC$ i multipli individuati stanno implicando. In questo modo le transazioni comparabili risultano un utile strumento di mercato, consapevolmente limitato ma estremamente efficace nella negoziazione e come *sanity check* del valore intrinseco dell'azienda. In ogni caso, la triangolazione con multipli di altre società e modelli DCF rimane la migliore pratica per ricondurre i valori stimati a determinanti economiche e testarne la plausibilità⁵¹.

1.2.5 Pregi e difetti dei metodi relativi

I vantaggi dei multipli includono semplicità, immediatezza informativa e aderenza al *sentiment* di mercato e risultano di maggiore utilità per gli analisti quando gli orizzonti decisionali sono di breve-media durata e la comparabilità settoriale è elevata⁵². Nell'ambito della *corporate finance* e delle operazioni di M&A, la relativa immediatezza dei multipli li rende, infatti, strumenti centrali per *pricing* e *benchmark*, pur esigendo consapevolezza dei possibili bias insiti nel loro utilizzo e una disciplina metodologica rigorosa nella loro selezione⁵³. Nei processi di

⁵¹ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., *op. cit.*, p. 298.

⁵² Damodaran, A., *op. cit.*, p. 724.

⁵³ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 18.

M&A in particolare i multipli sia relativi ad aziende o asset comparabili sia a transazioni già avvenute sono centrali perché consentono un'ancora negoziale immediata e comunicabile al *board*, al mercato e ai regolatori. L'utilizzo dei multipli specie se di transazioni comparabili consente implicitamente di integrare il *sentiment* e le condizioni di finanziamento del momento come premi di controllo, attese di sinergie e concorrenza strategica che caratterizzano il mercato in quel determinato momento. Essi, inoltre, risultano particolarmente utili quando il target dell'acquisizione è informativamente "opaco" o i flussi prospettici sono estremamente difficili da prevedere o da stimare. Il multiplo offre così una stima robusta delle condizioni di mercato e riduce il rischio di *over/under-engineering* che i modelli DCF in assenza di un set informativo rilevante potrebbero produrre⁵⁴. I multipli, infine, permettono un confronto rapido fra scenari diversi (ad esempio *stand-alone* vs. post integrazione con sinergie) e fra tipologie di acquirente definiti dallo scopo finale della loro operazione (speculativo, strategico, finanziario, etc.). Tuttavia, proprio perché le operazioni già avvenute in precedenza incorporano premi e sinergie attese, il loro uso richiede l'utilizzo di correttivi disciplinati che tengano in considerazione dimensione, ciclo settoriale, geografia, struttura del deal e pratiche e politiche contabili, oltre ad un necessario passaggio di coerenza con il DCF⁵⁵. I multipli, infatti, sono tanto più informativi quanto più si esplicita quali fondamentali stanno implicando (come, ad esempio, quale ROIC e quale *g* spiegano un dato EV/EBITDA di un settore), e quanto più è chiara la distinzione fra asset operativi e non operativi.

Tuttavia, la valutazione per comparabili risulta essere anche facile da mal-utilizzare visto che senza la rigorosa e complessa definizione dei criteri necessari alla definizione di quali siano i multipli più adatti per l'azienda oggetto di valutazione e quali siano le aziende ad essa meglio comparabili deve essere rigorosamente rispettata. Il confronto può così avvenire fra multipli incoerenti, in presenza di scarsa omogeneità contabile, considerando campioni di comparabili non rappresentativi⁵⁶. Operativamente, errori ricorrenti riguardano l'uso di medie di settore che mascherano variazioni materiali del ROIC o dei driver di crescita che l'azienda non necessariamente condivide con tutti i suoi competitor del settore⁵⁷. Allo stesso modo risultano in errori di valutazione l'assenza di controlli per la presenza di differenze nei criteri contabili (tipicamente relativi a *leasing* o fondi pensioni) che falsano multipli come l'EV/EBIT(DA) e la comparabilità delle aziende⁵⁸. Un esempio tipico è il confronto di EV/EBITDA tra due retailer

⁵⁴ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., *op. cit.*, p. 325.

⁵⁵ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 466.

⁵⁶ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 456.

⁵⁷ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., *op. cit.*, p. 315.

⁵⁸ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., *op. cit.*, p. 325.

dove una delle due imprese confrontate capitalizza i *leasing* seguendo il principio internazionale dell'IFRS16 e l'altra no seguendo i principi contabili italiani che non lo prevedono: senza capitalizzare i *leasing* e rettificare EBITDA per l'interesse implicito, il multiplo risulterà sistematicamente distorto a svantaggio della comparabilità. Altro errore comune è non considerare per settori ciclici l'uso di utili non normalizzati che integrano i momenti di espansione e contrazione dei ricavi a cui l'azienda è sottoposta. Ciò porta a conclusioni fuorvianti sulla possibilità di avere una convenienza relativa all'utilizzo di determinati multipli esclusivamente dovuta all'oscillazione del denominatore che lo compone durante il ciclo.

Sul piano teorico, la scomposizione dei multipli nei loro fondamentali, tipicamente in termini di crescita, ROIC e profitto operativo, rischio rappresentato dal WACC, reinvestimento e *cash conversion*, consente di comprendere le variazioni fra imprese e di impostare controlli coerenti per la verifica dell'effettiva comparabilità dei multipli e sormontarne i limiti⁵⁹. Operativamente tre famiglie di interventi mitigano le criticità. La prima famiglia sono gli aggiustamenti guidati da fondamentali che permettono di motivare differenziali di multiplo tenendo in considerazione la crescita o il rischio. La seconda famiglia di interventi consiste nel modificare direttamente i multipli come, ad esempio, EV/EBIT su NOPAT o su EBIT "normalizzato", EV/Sales corretti per margini target, multipli coerenti con le caratteristiche aziendali post transazione. Infine, un'ultima famiglia di interventi operativi consiste nello sviluppare regressioni di mercato o di settore per stimare multipli predetti dall'osservazione diretta dei multipli di un gruppo di aziende e condizionati su ROIC, crescita o altre variabili di controllo decise dall'analista.

La corretta implementazione dei metodi relativi richiede, perciò, coerenza definitoria e stima uniforme dei multipli e una selezione e affinamento del set di aziende comparabili con criteri economici (ROIC, crescita, margini, etc.) e tecnici (criteri contabili). Allo stesso modo un controllo statistico con regressioni di mercato/settore dei multipli, l'implementazione di multipli coerenti con il ciclo di vita o del settore dell'aziende da valutare e la triangolazione sistematica con DCF e analisi di sensitività e/o scenari rendono la selezione dei multipli robusta e coerente. L'analista deve, inoltre, presidiare tutti i possibili bias tipici delle transazioni come la necessità di rapidità o la volontà di chi acquista di ottenere determinate valutazioni per supportare le proprie scelte, preservando l'indipendenza del proprio giudizio e la tracciabilità degli aggiustamenti effettuati.⁶⁰

⁵⁹ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 22.

⁶⁰ Damodaran, A., *op. cit.*, p. 22.

1.2.6 Applicazione settoriale: il settore del lusso

Il settore del lusso presenta caratteristiche peculiari che influenzano in modo marcato la scelta e la selezione dei multipli e delle aziende comparabili o delle transazioni comparabili essendo un settore in cui i processi di fusione e acquisizione sono strategici. La centralità degli intangibili e del *brand equity*, caratterizzano il settore del lusso⁶¹ rendendo così inadeguati multipli ancorati agli asset tangibili come il *price/book* (P/B) e sposta l'attenzione su EV/EBITDA, EV/EBIT e EV/Sales, selezionati e normalizzati in funzione dell'intensità di intangibili e della forza del marchio del set di comparabili⁶². I multipli basati sui ricavi (EV/Sales) e su EBITDA aggiustati secondo la forza relativa del marchio sono frequentemente adottati per attenuare le differenze contabili e catturare la monetizzazione dell'intangibile unitamente all'implementazione di controlli espliciti sulla sostenibilità dei margini e del ROIC. L'eterogeneità degli operatori del settore riguardo prodotti offerti e mercati geografici di riferimento⁶³ impongono di individuare comparabili suddivisi in *cluster* omogenei di prodotto (*fashion & leather goods, jewelry & watches, beauty*) e geografia (USA, Cina/Asia, Europa, mercati emergenti) poiché la crescita e la redditività divergono fortemente in ciascuno di essi. Allo stesso modo fenomeni come la polarizzazione della base clienti con la riduzione dei clienti aspirazionali e il peso crescente *dei top-spender*, così come le diverse traiettorie geografiche (mercati maturi vs. mercati emergenti) alterano anche le aspettative di crescita e i rischi sistemici, richiedendo set di comparabili che tengano in considerazione ciò.

La struttura distributiva delle aziende del lusso risulta essere un'altra caratteristica critica nella scelta dei comparabili. Il mix fra canali *retail, wholesale* ed *e-commerce* producono margini operativi molto diversi con l'EBITDA del canale *retail* spesso inferiore al *wholesale* a causa di elevati costi di marketing, logistica, *leasing* e affitti dei punti vendita e CapEx per la gestione dei negozi⁶⁴. In tale situazione la comparabilità di EV/EBIT(DA) richiede di procedere ad un allineamento del canale prevalente o aggiustamenti mirati per rendere omogenei i margini. In assenza delle informazioni necessarie a fare ciò, può risultare più informativo utilizzare un multiplo come EV/Sales su comparabili disallineati per canale. Il grado di integrazione verticale come, ad esempio, il controllo di concerie, manifatture, o produttori di componentistica, modifica i profili relativi alle CapEx, al capitale circolante e ai margini integrati rispetto a modelli dove il peso degli asset è inferiore. Nel definire i relativi comparabili e i multipli è opportuno separare allora grandi gruppi integrati da singoli marchi.

⁶¹ Bain & Company, Fondazione Altagamma. *Luxury in Transition*, op. cit.

⁶² Kapferer, Jean-Noël; Bastien, Vincent. *The Luxury Strategy*, op. cit.

⁶³ McKinsey & Company, *The State of Fashion*, op. cit.

⁶⁴ Boston Consulting Group, Fondazione Altagamma. *True-Luxury Global Consumer Insight 2023*. BCG, 2023.

In tutti i casi precedenti (più prodotti, più aree geografiche servite, diversi canali di distribuzione, etc.) e soprattutto in presenza di gruppi multi-marchio, la valutazione per parti (“*sum-of-the-parts*”) con multipli differenziati per marchio è in grado di riflettere la diversa intensità di capitale, ciclicità e scalabilità della redditività, evitando che la media aziendale mascheri i contributi alla crescita dei singoli marchi o dei singoli prodotti/mercati/canali distributivi. Tale metodo, quindi, risulta essere fra i più utilizzati nel calcolo dei multipli per gli operatori del settore.

Le dinamiche di ciclo tipiche del settore con fasi di contrazione ed espansione legate alla domanda e alle condizioni macroeconomiche globali o locali⁶⁵, spingono a privilegiare multipli che tengano conto di basi normalizzate come EBITDA o ricavi *mid-cycle* piuttosto che EBITDA o ricavi di momenti di picco o di depressione. Ciò in particolare è da tenere in considerazione per il periodo di riferimento in cui la transazione del *business case* presentato di seguito è avvenuta ovvero nel corso del periodo 2024-2025 caratterizzato da un generale rallentamento del settore⁶⁶.

Un’ultima caratteristica dell’applicazione dei metodi di valutazione relativi al settore del lusso risiede nel fatto che tipicamente nelle transazioni che coinvolgono marchi iconici i multipli di ricavi e di EBITDA risultano spesso superiori alla media di altri operatori del settore *consumer discretionary*, macrocategoria a cui il settore del lusso appartiene. Tale evidenza empirica è dovuta prevalentemente al capitale reputazionale dei grandi marchi e alla scarsità di asset e aziende realmente comparabili che rendono strutturali premi di prezzo legati al valore del marchio a parità di fondamentali.

⁶⁵ Bain & Company, Fondazione Altagamma. *Luxury in Transition*, op. cit.

⁶⁶ McKinsey & Company, *The State of Fashion*, op. cit.

Capitolo 2: Peculiarità del settore del lusso nella *corporate finance*

2.1 Inquadramento del settore del lusso: traiettorie storiche, struttura competitiva e consolidamento

Il settore dei beni di lusso personale, nel corso degli ultimi trent'anni, ha attraversato una trasformazione radicale che ne ha ridefinito non soltanto i confini merceologici e geografici, ma soprattutto la struttura proprietaria e i modelli di governance. Quello che alla fine degli anni Ottanta si configurava come un panorama frammentato e prevalentemente familiare, composto da *maison* storiche concentrate nei distretti europei della moda, dell'orologeria e della pelletteria, è progressivamente evoluto verso una configurazione oligopolistica dominata da pochi conglomerati multi-*brand* e multi-categoria, i quali hanno costruito portafogli ampi e diversificati attraverso strategie acquisitive seriali e selettive⁶⁷. La letteratura specializzata individua nel consolidamento per via esterna, ossia nelle operazioni di M&A, il vettore primario di questa mutazione strutturale, distinguendo così il lusso da altri settori manifatturieri dove la crescita organica o le alleanze strategiche rappresentano modalità prevalenti di espansione⁶⁸.

Le dinamiche di consolidamento hanno avuto inizio negli anni Novanta, quando il mantenimento dell'indipendenza per molte realtà di medie dimensioni è innegabilmente diventato insostenibile a causa delle pressioni competitive generate dall'internazionalizzazione della domanda, effetto nello specifico trainato dall'emersione dei consumatori asiatici, in particolare cinesi, e dalla necessità di investimenti sempre più consistenti in comunicazione globale, retail proprietario, infrastrutture digitali e nel fondamentale *anti-counterfeiting*, ossia la difesa della marca⁶⁹. In questo contesto, gruppi quali LVMH, Kering (già PPR) e Richemont hanno intrapreso percorsi di acquisizione e integrazione su scala industriale, costruendo portafogli che spaziano dalla moda e pelletteria (Louis Vuitton, Gucci, Hermès) alla cosmetica e profumeria (Dior, Estée Lauder), dall'orologeria e gioielleria (Bulgari, Cartier, Tiffany & Co.) fino a segmenti più eterogenei quali *spirits* (Moët Hennessy), *hospitality* (Belmond) e *selective retailing* (Sephora, Le Bon Marché, DFS). Tale diversificazione non risponde unicamente a logiche finanziarie di riduzione del rischio idiosincratico, ma riflette una visione strategica più articolata: la creazione di ecosistemi di marca coerenti, dove le diverse categorie si rafforzano

⁶⁷ Kapferer, Jean-Noël; Bastien, Vincent. *The Luxury Strategy*, 2012, *op. cit.*

⁶⁸ Bain & Company, *Global luxury goods market takes 2022 leap forward and remains poised for further growth despite economic turbulence*, press release, 15 novembre 2022, (<https://www.bain.com/about/media-center/press-releases/2022/global-luxury-goods-market-takes-2022-leap-forward-and-remains-poised-for-further-growth-despite-economic-turbulence/>)

⁶⁹ Kapferer, Jean-Noël; Bastien, Vincent. *The Luxury Strategy*, 2012, *op. cit.*

reciprocamente attraverso effetti di *cross-branding*, condivisione di infrastrutture distributive e *leverage* del capitale reputazionale accumulato.

L'architettura settoriale risultante può essere schematizzata, seppur con inevitabili semplificazioni, in tre macro-categorie. Al vertice si collocano i conglomerati diversificati, con LVMH che rappresenta l'archetipo più compiuto: un portafoglio di oltre 75 marchi suddiviso in sei divisioni operative, quali *Fashion & Leather Goods*, *Perfumes & Cosmetics*, *Watches & Jewelry*, *Wines & Spirits*, *Selective Retailing*, e *Other Activities*, una capitalizzazione di mercato che nel 2022 ha superato i 450 miliardi di euro, e una strategia M&A che dal 1987 ha totalizzato oltre 80 operazioni rilevanti. Kering, pur con un perimetro più concentrato sulla moda e pelletteria di alta gamma (Gucci, Saint Laurent, Bottega Veneta, Balenciaga), ha seguito un percorso analogo di espansione selettiva accompagnato da disinvestimenti strategici (Puma, Volcom) per rifocalizzare il portafoglio su segmenti a più elevato valore simbolico. Richemont, specializzato nell'*hard luxury* con un nucleo forte su orologi e gioielli (Cartier, Van Cleef & Arpels, Jaeger-LeCoultre, IWC), ha adottato una logica di crescita più graduale e conservativa, pur non rinunciando ad acquisizioni mirate (Delvaux, Buccellati, Peter Millar) finalizzate ad ampliare il *savoir-faire* manifatturiero e la copertura merceologica.

A fianco dei conglomerati si posiziona una seconda categoria, costituita dai *player* verticalmente integrati di medie-grandi dimensioni, spesso ancora a controllo familiare o caratterizzati da strutture proprietarie concentrate, i quali presidiano nicchie specifiche con forte identità di marca e rifiutano la logica della crescita per linee esterne, sia la natura del rifiuto imputabile a scelte strategiche oppure per vincoli strutturali. Hermès, con il suo modello di crescita organica basato su un controllo assoluto della filiera produttiva e una distribuzione prevalentemente diretta, rappresenta il caso paradigmatico di questa categoria, così come Chanel, anche grazie al fatto che sia rimasta privata e non quotata, ha mantenuto un profilo di indipendenza assoluta e un approccio conservativo alla gestione del capitale. Infine, la lunga coda del settore è composta da piccole e medie imprese, spesso artigianali o focalizzate su micro-nicchie ad altissimo contenuto simbolico (*Haute Horlogerie* indipendente, pelletteria su misura, gioielleria d'autore), che operano con modelli di business radicalmente diversi, caratterizzati da volumi contenuti, margini altissimi, produzione limitata e distribuzione ultra-selettiva.

Il consolidamento settoriale, tuttavia, non ha generato una struttura monopolistica o rigidamente gerarchica. Al contrario, l'evidenza empirica mostra la persistenza di una vitalità competitiva significativa, alimentata dall'emergere di nuovi marchi, dalla resilienza degli indipendenti di successo e dalla capacità di alcuni gruppi di medie dimensioni (Prada, Tod's, Moncler) di

mantenere rilevanza strategica attraverso combinazioni innovative di posizionamento, distribuzione e comunicazione. Questa coesistenza tra concentrazione oligopolistica al vertice e frammentazione alla base è resa possibile proprio dalla natura delle barriere competitive nel settore del lusso, che non sono primariamente di scala o di costo, ma di natura immateriale, reputazionale e culturale. Tutti questi elementi, per loro stessa natura, non si prestano ad essere facilmente replicati o standardizzati, e, quindi, preservano spazi di differenziazione anche per operatori di dimensione ridotta.

Dal punto di vista della *corporate finance*, il consolidamento tramite acquisizioni nel lusso presenta caratteristiche distintive rispetto ad altri settori. Le valutazioni dei target incorporano premi significativi sul *book value*, riflettendo il peso dominante degli *intangibles* (*brand equity*, *design IP*, *heritage*, relazioni con fornitori critici) rispetto agli asset tangibili. I multipli di transazione (EV/Sales, EV/EBITDA) si collocano sistematicamente al di sopra delle medie industriali, con evidenza empirica che documenta, per il segmento fashion & luxury, multipli mediani su EBITDA di circa 14-15x, contro 7-8x per il retail generalista e 7x per il food & beverage⁷⁰. Tale “premio del lusso” riflette non soltanto la marginalità strutturalmente superiore del settore, dove i conglomerati leader presentano EBITDA margin che oscillano tra il 25% e il 35%, ma anche le aspettative di crescita sostenibile nel lungo periodo, sorrette dalla dinamica demografica dei consumatori *high-net-worth* e dall’espansione dei mercati emergenti.

In sintesi, l’inquadramento del settore *luxury* evidenzia una traiettoria evolutiva caratterizzata da una tensione permanente tra concentrazione e frammentazione, tra standardizzazione delle piattaforme operative e preservazione delle identità di marca, tra crescita per via esterna e mantenimento dell’autenticità. È proprio all’interno di questa tensione che si iscrive la centralità delle operazioni di M&A come strumento strategico per i *player* dominanti: acquisire non significa semplicemente espandere il perimetro, ma “comprare tempo”, ossia accedere a risorse immateriali (*brand equity*, *savoir-faire*, canali) che richiederebbero decenni per essere costruite organicamente e che, in molti casi, non sarebbero nemmeno replicabili. Questa logica distintiva di “acquisizione del tempo e dell’identità” costituisce il filo rosso che percorre l’intera analisi delle peculiarità del settore *luxury* nella *corporate finance*, e che verrà articolato nei paragrafi successivi attraverso l’esame delle dinamiche competitive, del ruolo del *brand*, delle scelte distributive, delle politiche di integrazione e dell’evidenza empirica sulla creazione di valore.

⁷⁰ M. Castello, partner di KMPG advisory, *Le acquisizioni da investitori esteri nel fashion e luxury: quale valore per i marchi italiani?*, ricerca per il VI Luxury Summit dell’11 giugno 2014.

2.2 Dinamiche competitive e barriere all'ingresso nel lusso

2.2.1 Struttura oligopolistica e posizionamento competitivo

L'analisi strutturale del settore *luxury* rivela una configurazione di mercato che, pur presentando tratti oligopolistici marcati nelle fasce di domanda più elevate e nei segmenti a maggiore visibilità globale, rifugge le categorizzazioni industriali convenzionali per via della natura specifica delle fonti di potere di mercato e delle dinamiche concorrenziali⁷¹. Negli oligopoli classici, di cui i settori automotive, farmaceutico o delle telecomunicazioni sono perfetti esempi, i principali deterrenti all'ingresso sono rappresentati dalle economie di scala produttive, barriere regolamentari e la magnitudine di capitale iniziale richiesta; nel lusso, invece, la concentrazione al vertice coesiste con una frammentazione persistente alla base, com'è già stato dimostrato, e le logiche competitive non seguono le traiettorie prevedibili della concorrenza per prezzo o per quota di mercato, ma si articolano su dimensioni immateriali quali identità, rarità percepita, autorità simbolica e coerenza narrativa⁷².

I principali conglomerati come LVMH, Kering, Richemont, Estée Lauder, Swatch Group, controllano collettivamente una quota significativa del mercato globale del *personal luxury goods*, stimata tra il 35% e il 40% in termini di fatturato aggregato⁷³, ma la loro posizione dominante non si traduce in comportamenti *price-making* di tipo collusivo o in strategie di volume intensive. Al contrario, la logica competitiva prevalente è quella della differenziazione spinta su base identitaria, dove ciascun *brand*, anche all'interno dello stesso gruppo, opera come asset raro e in parte inimitabile, con barriere e disincentivi alla replica radicate nella storia, nell'*heritage*, nel *savoir-faire* artigianale e nel controllo meticoloso dei *touchpoint* con il cliente. Tale modello, che Kapferer e Bastien⁷⁴ definiscono “anti-leggi del *marketing*”, si fonda sul principio che il lusso non compete sul prezzo, non ricerca la massimizzazione della quota di mercato, non insegue la crescita indiscriminata del volume, ma opera invece secondo una logica di scarsità calibrata, e a volte anche coscientemente indotta, dove l'espansione dovrebbe essere subordinata alla preservazione dell'esclusività e della desiderabilità.

Dal punto di vista delle strutture di costo e della leva operativa, i conglomerati *leader* beneficiano di mix di margine sostenuti da molteplici fattori. In primo luogo, L'elasticità della domanda al prezzo nel segmento *high-end* è strutturalmente ridotta: il nucleo duro dei

⁷¹ Christopher J. Berry, *The Idea of Luxury: A Conceptual and Historical Investigation*, Cambridge, Cambridge University Press, 1994.

⁷² Bain & Company (2022), *op. cit.*

⁷³ D'Arpizio, C., Levato, F., Prete, F., & Montgolfier, J. d. (2023, January). *Renaissance in Uncertainty: Luxury Builds on Its Rebound*. (Bain & Company) Retrieved April 26 2023. Disponibile in: <https://www.bain.com/insights/renaissance-in-uncertainty-luxury-builds-on-its-rebound/>

⁷⁴ Kapferer, Jean Noël; Bastien, Vincent. *The Luxury Strategy*, 2012, *op. cit.*

consumatori del lusso è relativamente insensibile alle variazioni di prezzo, poiché l'acquisto risponde a motivazioni simboliche, identitarie ed edoniche piuttosto che a considerazioni strettamente utilitaristiche. In secondo luogo, economie di scala e di scopo si manifestano non tanto nella produzione, che rimane spesso artigianale ad alta intensità di manodopera con volumi contenuti per preservare l'esclusività dei prodotti, quanto nelle funzioni aziendali condivise: *marketing* e comunicazione globale, *media buying* centralizzato, attività di vendita al dettaglio, gestione della catena di approvvigionamento⁷⁵, *data & analytics*, piattaforme di *e-commerce*. LVMH, ad esempio, gestisce una rete di oltre 5.000 punti vendita diretti a livello mondiale, con piattaforme logistiche e sistemi informativi comuni che generano efficienze operative significative, senza però mai compromettere l'autonomia delle singole *maison* a livello di direzione creativa, prodotto e narrazione di marca⁷⁶.

Tuttavia, questa capacità di estrarre valore dalle economie di scala e di scopo impone un equilibrio delicato, che Carcano e Rovetta descrivono come “*parent advantage without homogenization*”: i gruppi devono essere in grado di generare sinergie operative tangibili, quali riduzioni di costo, condivisione di *best practice*, accesso condiviso a mercati dei capitali e ottimizzazione fiscale, senza omogeneizzare le identità delle singole *maison*, il che distruggerebbe istantaneamente il capitale simbolico accumulato e la capacità di sostenere *premium pricing*⁷⁷. La gestione di questo *trade-off* rappresenta una delle competenze distintive dei conglomerati di successo, e spiega perché acquisizioni mal gestite, dove la logica di integrazione prevalga sulla preservazione dell'identità, conducano spesso a distruzione piuttosto che a creazione di valore.

In termini di posizionamento, la strategia “ibrida” adottata dai conglomerati combina la conservazione dell'esclusività a livello di singola *maison* con piattaforme condivise di gruppo che generano sinergie senza compromettere la distinta identità di marca, che tale deve rimanere. LVMH, ad esempio, mantiene rigorosamente separate le strategie di prodotto, comunicazione e retail di Louis Vuitton, Dior, Fendi, Celine, e Loro Piana, pur condividendo infrastrutture di *back-end* quali l'approvvigionamento di materiali, piattaforme digitali, immobili commerciali, e servizi di assistenza clienti globale. Questo modello di “autonomia con piattaforma” è

⁷⁵ A. Brun, *Supply Chain Management in the Luxury Industry*, in *Palgrave Advances in Luxury*, Palgrave Macmillan, 2017, pp. 189–216, DOI: 10.1007/978-3-319-41727-1_11.

⁷⁶ Königs, A., & Schiereck, D. *Wealth creation by M&A activities in the luxury goods industry*. Working Paper No. 7, European Business School, Oestrich-Winkel (2006). Disponibile in: https://www.researchgate.net/publication/228591408_WEALTH_CREATION_BY_MA_ACTIVITIES_IN_THE_LUXURY_GOODS_INDUSTRY

⁷⁷ L. Carcano e B. Rovetta, *Strategia multi-brand per i beni simbolici. Le condizioni di successo nel lungo periodo*, *Economia & Management* 5/2009, Egea Online. Disponibile in: <https://emplus.egeaonline.it/it/61/archivio-rivista/rivista/3330429/articolo/3330451>

documentato anche per Kering e Richemont, dove le divisioni operative mantengono margini di discrezionalità significativi su variabili strategiche *core* (direttore creativo, *pricing*, assortimento, comunicazione, scelta dei canali distributivi) mentre beneficiano di economie di gruppo su funzioni di supporto. La letteratura evidenzia che l'efficacia di questo modello dipende criticamente dalla qualità della governance: comitati di *brand* dedicati, membri dei rispettivi *board* con esperienza settoriale specifica, meccanismi di incentivazione allineati alla performance di lungo periodo del *brand* piuttosto che a metriche di breve termine, e cultura organizzativa che valorizzi la diversità creativa e l'autonomia decisionale delle *maison*⁷⁸.

Questa architettura competitiva spiega anche perché l'attività di M&A nel lusso assuma configurazioni certamente peculiari rispetto ad altri settori. Le acquisizioni non mirano primariamente a eliminare competitor per consolidare quota di mercato secondo la logica tipica di settori maturi, ma, come già accennato, ad "acquisire tempo" tramite l'accesso a risorse immateriali rare come *brand equity* consolidato, *savoir-faire* artigianale non replicabile, relazioni privilegiate con fornitori critici e network distributivi selettivi, che richiederebbero decenni per essere costruite organicamente e che, in molti casi, non sarebbero comunque replicabili data la dipendenza da fattori storici e culturali non controllabili. La valutazione dei target, di conseguenza, incorpora premi significativi per questi beni immateriali chiamati *intangibles*, e la logica di *pricing* degli accordi si fonda su valutazioni di *brand equity*, opzioni di crescita strategica, e sinergie "soft" (*cross-selling*, condivisione di clientela, amplificazione reputazionale) piuttosto che su sinergie di costo fissi quantificabili *ex ante*.

2.2.2 Natura e difendibilità delle barriere all'ingresso

Le barriere all'ingresso nel settore del lusso presentano caratteristiche distintive rispetto ad altri contesti industriali: sono prevalentemente immateriali, cumulative e radicate in asset storici e culturali non replicabili nel breve-medio periodo, con effetti di *path dependency* marcati. A differenza di settori dove le barriere sono di natura economico-strutturale (intensità di capitale, economie di scala minime efficienti, accesso a tecnologie proprietarie, regolamentazione stringente), nel lusso si configurano in ostacoli di natura reputazionale, simbolica e relazionale, e la loro difendibilità deriva proprio dalla difficoltà, se non impossibilità, di comprimere temporalmente il processo di accumulazione del capitale di marca e di legittimazione culturale. La prima e più rilevante barriera è costituita dalla forza del *brand*, intesa non come mera notorietà o come spesa pubblicitaria accumulata, ma come costruito complesso che integra *heritage* storico, continuità creativa, coerenza narrativa, autorità simbolica e legittimazione

⁷⁸ D. Pitta & L. Prevel Katsanis, *Understanding brand equity for successful brand extension*, Journal of Consumer Marketing, Vol. 12 No. 4, pp. 51-64 (1995).

sociale. Un *brand luxury* autentico — si pensi a Hermès, Cartier, Chanel, Louis Vuitton — è il risultato di decenni, se non di secoli, di investimenti in creazione, artigianalità, comunicazione selettiva, e costruzione paziente di una comunità di clienti fedeli e di *opinion leader* che ne riconoscano e ne celebrino l'eccellenza. Tale capitale reputazionale non è acquistabile sul mercato in forma di asset separabile, non è trasferibile tramite *licensing* senza rischi di diluizione, e richiede orizzonti temporali lunghi per essere sviluppato. I nuovi entranti, anche qualora disponessero di risorse finanziarie illimitate e di competenze manageriali sofisticate, si troverebbero comunque a dover affrontare il problema dell'”autenticità percepita”: nel lusso, il tempo e la storia operano come segnali credibili di qualità e di legittimazione, segnali che non possono essere simulati o accelerati artificialmente senza incorrere in sanzioni reputazionali severe da parte del mercato.

La seconda barriera è rappresentata dagli investimenti in *marketing* globale e comunicazione multicanale. Il *luxury* contemporaneo richiede una presenza costante e coordinata su molteplici piattaforme: sfilate nelle *fashion week* internazionali, campagne pubblicitarie su media premium (Vogue, Harper's Bazaar, Financial Times), sponsorizzazioni di eventi culturali e sportivi di alta gamma, *endorsement* di *celebrity* e *influencer* selezionati, gestione di piattaforme digitali proprietarie, presenza su social media con contenuti editoriali sofisticati. Le soglie di spesa richieste per far fronte a questo tipo di comunicazione si misurano in decine, se non centinaia, di milioni di euro annui per ciascun *brand*. LVMH, ad esempio, ha investito oltre 6 miliardi di euro in spese di *marketing* e comunicazione nel 2022, distribuiti su un portafoglio di 75 *brand*⁷⁹, il che implica una capacità di spesa per *brand* significativamente superiore a quella di operatori indipendenti di medie dimensioni. Tale intensità di investimento è sostenibile soltanto da *player* con accesso a capitali pazienti⁸⁰, con strutture proprietarie che consentano orizzonti di lungo periodo, e con capacità di generare *free cash flow* consistenti e stabili. Per i nuovi entranti, questa soglia rappresenta una barriera formidabile, aggravata dal fatto che gli investimenti in comunicazione nel *luxury* sono caratterizzati da rendimenti non lineari e da lunghi *lag* temporali tra spesa e risultati misurabili.

La terza barriera attiene all'accesso e al controllo dei canali distributivi premium. Il *luxury* richiede *touchpoint* fisici e digitali coerenti con il posizionamento di marca: boutique monomarca in luoghi prestigiosi (Bond Street, Avenue Montaigne, Via Montenapoleone, Fifth Avenue), presenza selettiva nei *department store* di fascia alta (Harrods, Selfridges, Galeries Lafayette, Bergdorf Goodman), *travel retail* di fascia alta in aeroporti hub internazionali, e

⁷⁹ Fonte: <https://www.lvmh.com/it/financial-calendar/2022-full-year-results>

⁸⁰ Si intendono quei capitali atti a investimenti ad impatto, che contemperano le esigenze di carattere speculativo con lo sviluppo economico sociale nel lungo periodo.

piattaforme *e-commerce* proprietarie con standard di *user experience* e di servizio elevati⁸¹. L'accesso a questi canali non è automatico né neutrale: richiede negoziazione di contratti di lungo termine, investimenti in *retail real estate* (acquisto o affitto di immobili in *prime location* con costi per metro quadro tra i più elevati al mondo), progettazione di esperienze *in-store* coerenti con l'identità di marca (architettura, *interior design*, formazione del personale, rituali di servizio), e gestione di conflitti di canale in contesti omnicanale sempre più complessi. I conglomerati dominanti hanno costruito reti proprietarie globali che conferiscono loro un vantaggio competitivo strutturale: LVMH controlla oltre 5.000 punti vendita diretti (5664 a fine 2022⁸²), Kering oltre 1.500, Richemont circa 1.200, con concentrazione nelle piazze strategiche e con capacità di saturare le location premium rendendo difficoltoso l'accesso per nuovi entranti.

La quarta barriera è costituita dai diritti di proprietà intellettuale e dalla capacità di *enforcement*. Nel lusso, la protezione legale di marchi, design, modelli, e codici iconografici rappresenta una leva competitiva critica, sia per appropriarsi dei rendimenti dell'innovazione estetica e artigianale, sia per contrastare fenomeni di contraffazione che erodono *brand equity* e marginalità. I conglomerati dispongono di strutture legali sofisticate, con team di avvocati specializzati in *IP law*, capacità di monitoraggio globale del mercato (fisico e digitale), e risorse per condurre azioni legali su scala internazionale contro contraffattori e violatori di IP. Tale capacità di esecuzione rappresenta un deterrente significativo per entranti che operino ai margini della legalità, ma costituisce anche una barriera per entranti legittimi che debbano navigare un panorama complesso di IP registrati, con rischi di contenzioso elevati⁸³.

La quinta barriera, particolarmente rilevante negli ultimi due decenni, è rappresentata dal controllo della filiera produttiva attraverso integrazioni verticali a monte e a valle, bisogno vitale dato precipuamente dal fatto che nel lusso molti input sono specifici, *tacit knowledge-intensive* e geograficamente radicati. I conglomerati *leader*, infatti, hanno progressivamente acquisito fornitori critici come concerie specializzate in pelli pregiate, manifatture di componenti per orologeria e gioielleria, e laboratori artigianali con competenze rare, con l'obiettivo di garantire qualità costante, sicurezza di fornitura, *time-to-market* ridotti, e tutela del *know-how* territoriale. Come esempi reali di ciò, si pensi al "Made in Italy" per pelletteria e moda, o al "Swiss Made" per orologeria. LVMH, ad esempio, ha acquisito Heng Long (specialista in pelli di coccodrillo) e Les Tanneries Roux (conceria premium per pellami

⁸¹ LVMH, 2023 Annual Report: *New record year for LVMH*, Parigi, 2024, pp. 14-18.

⁸² Fonte: https://lvmh-com.cdn.prismic.io/lvmh-com/ZmcHwJm069VX1mke_lvmh_document-financier-2022_uk-final.pdf

⁸³ T. Bajaj, *M&A Deals in the Luxury Sector: Revealing Hidden Links Between Acquisition Drivers and Value Creation*, International Journal of Engineering Development and Research (IJEDR), vol. 13, n. 2, Maggio 2025.

bovini), rafforzando così il controllo su anelli critici della *supply chain*. Questa verticalizzazione genera barriere sia in entrata, perché i nuovi entranti faticano ad accedere a fornitori di qualità equivalente, sia in uscita, dove è forte la dipendenza strutturale da fornitori verticalmente integrati appartenenti a gruppi dominanti, e contribuisce a consolidare la posizione competitiva dei *player* principali⁸⁴.

Infine, la regolamentazione in ambiti quali indicazioni di origine, tracciabilità, commercio di materiali critici (diamanti, metalli preziosi, pelli esotiche), e compliance ESG introduce una complessità amministrativa e normativa che favorisce operatori con strutture di governance robuste, competenze legali specializzate, e capacità di investimento in sistemi di tracciabilità e certificazione. Le normative europee sul Kimberley Process per i diamanti, le restrizioni CITES sul commercio di specie protette, e le crescenti pressioni per trasparenza su *supply chain* e pratiche lavorative impongono costi di compliance significativi e rischi reputazionali elevati per chi non disponga di sistemi di controllo adeguati. I conglomerati, anche in virtù delle integrazioni verticali già menzionate, sono meglio posizionati per gestire questa complessità, mentre nuovi entranti o player di medie dimensioni devono investire risorse proporzionalmente maggiori per conformarsi agli standard richiesti⁸⁵.

In sintesi, le barriere all'ingresso nel lusso sono principalmente immateriali e cumulative, con effetti di *lock-in* competitivo che derivano dall'interazione tra *brand equity*, controllo dei canali, integrazione della filiera, protezione IP, e compliance regolamentare. La loro difendibilità è elevata proprio perché molte di esse, in particolare *brand heritage* e legittimazione culturale, non possono essere replicate rapidamente nemmeno con investimenti finanziari ingenti. Questa configurazione di barriere spiega perché la crescita per via esterna, tramite acquisizioni di *brand* e asset esistenti, rappresenti la modalità prevalente di espansione per i *player* dominanti: piuttosto che tentare costruzioni *greenfield* ad alto rischio di insuccesso, i conglomerati preferiscono “acquistare” *brand equity*, *savoir-faire*, e posizioni competitive già consolidate, accelerando così il processo di crescita e riducendo l'incertezza strategica⁸⁶.

2.2.3 Operazioni di M&A come risposta alle barriere: logiche di “acquisizione del tempo”

Le operazioni di M&A nel settore del lusso si configurano, nella letteratura e nella prassi dei conglomerati *leader*, come lo strumento elettivo per superare le barriere temporali e strutturali che ostacolano la crescita organica, consentendo di “acquisire tempo” piuttosto che tentare

⁸⁴ Ortelli, M., *European Luxury Goods: The M&A Wave 4 All the Targets, Multiples, and Possible Outcomes*. Bernstein Research (2014)

⁸⁵ Ortelli, M., *op. cit.*

⁸⁶ Gaughan, P. A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (Vol. 7. Edition). John Wiley & Sons. (2021)

costruzioni *ex novo* ad alto rischio di insuccesso. Questa è la logica distintiva che differenzia il lusso da settori dove le acquisizioni rispondono primariamente a motivazioni di consolidamento orizzontale, diversificazione del rischio, o sfruttamento di economie di scala, perché riflette la natura specifica degli asset critici: *intangibles* non separabili, radicati nella storia e nella cultura, che richiedono decenni per essere sviluppati e che non possono essere replicati o accelerati artificialmente senza incorrere in sanzioni reputazionali severe.

La prima dimensione della logica di “acquisizione del tempo” riguarda il *brand equity* e l’*heritage*. Acquisire un marchio con una storia centenaria, con un posizionamento consolidato nella mente dei consumatori, con codici iconografici riconoscibili e con una comunità di clienti fedeli, equivale a comprimere in un’unica transazione un processo di costruzione che altrimenti richiederebbe generazioni. LVMH, ad esempio, acquisendo Bulgari nel 2011 per 3,7 miliardi di euro, ha immediatamente accesso a un marchio con 127 anni di storia, con una reputazione globale nella gioielleria di alta gamma, con *atelier* produttivi a Roma e in Svizzera, e con una rete di *boutique* monomarca in location premium. Costruire un *brand* equivalente da zero — assumendo anche che sia tecnicamente possibile — avrebbe richiesto investimenti cumulativi probabilmente superiori al prezzo di acquisizione, con orizzonti temporali misurabili in decenni e con rischi di insuccesso elevati⁸⁷. La stessa logica si applica all’acquisizione di Tiffany & Co. da parte di LVMH nel 2021 per 15,8 miliardi di dollari: l’operazione consente a LVMH di acquisire istantaneamente *leadership* nella gioielleria americana, accesso al mercato USA con un *brand* iconico, e capacità produttive integrate (Tiffany possiede miniere di diamanti e laboratori di taglio), comprimendo così un processo di costruzione che sarebbe stato irrealistico da perseguire organicamente⁸⁸.

La seconda dimensione attiene all’internalizzazione di capacità creative e manifatturiere rare. Nel lusso, il *savoir-faire* artigianale — si pensi ai maestri pellettieri, agli orologiai complicatori, ai gioiellieri di alta gamma, ai maestri profumieri — è un asset critico non separabile dalle persone che lo incarnano e dalle organizzazioni che lo preservano. Acquisire una manifattura con competenze specifiche equivale ad acquisire un patrimonio etero, fatto di conoscenze tacite, processi produttivi non codificati e relazioni con fornitori specializzati, che sarebbero estremamente difficili da ricostruire *ab initio*. Richemont, acquisendo laboratori orologiai svizzeri specializzati in complicazioni meccaniche o in movimenti *haute horlogerie*, o acquisendo *atelier* di gioielleria con competenze in incastonatura di pietre preziose, non

⁸⁷ Filippetti, S. *LVMH conquista la griffe Bulgari*. Il Sole 24 Ore (8 marzo 2011). Disponibile in: <https://st.ilsole24ore.com/art/notizie/2011-03-08/lvmh-conquista-griffe-bulgari-063653.shtml>

⁸⁸ Vogue Business. *Tiffany was a “sleeping beauty”, says Bernard Arnault, as the flagship reopens*. Vogue Business (2023, April 23). Disponibile in: <https://www.vogue.com/article/tiffany-was-a-sleeping-beauty-says-bernard-arnault-as-flagship-reopens>

acquista semplicemente capacità produttiva ma accede a un capitale di conoscenze e di legittimazione tecnica che conferisce autorità al portafoglio del gruppo⁸⁹. Analogamente, LVMH acquisendo concerie specializzate in pelli esotiche o laboratori di pelletteria con maestranze formate secondo tradizioni regionali specifiche (il “Made in Italy”, il “Made in France”), non persegue soltanto integrazione verticale per efficienza, ma preserva e controlla competenze artigianali che costituiscono fonti di differenziazione competitiva non replicabili. La terza dimensione riguarda l’accesso ai canali distributivi e il controllo dei *touchpoint* con il cliente. Acquisire *retailer* selettivi, grandi magazzini di fascia alta, o piattaforme *e-commerce* con posizionamento premium, consente ai conglomerati di accelerare la penetrazione geografica, di garantire coerenza dell’esperienza di marca, e di evitare conflitti di canale che potrebbero erodere la *brand equity*. LVMH, acquisendo la catena di *department store* Le Bon Marché, o la rete di *travel retail* DFS, o la piattaforma *beauty* Sephora, non si limita a espandere il proprio perimetro distributivo, ma costruisce piattaforme proprietarie che operano come vetrine privilegiate per i marchi del gruppo, con controllo diretto su *merchandising*, *pricing*, *customer experience*, e raccolta di dati. Questa logica di verticalizzazione distributiva, documentata anche per Kering, che ha progressivamente aumentato la quota di vendite tramite DOS (*directly operated stores*) riducendo la dipendenza da vendite all’ingrosso e *franchising*, risponde all’esigenza di preservare marginalità, coerenza di posizionamento, e capacità di governance dell’esperienza cliente *end-to-end*, elementi che nel lusso sono critici per sostenere premium *pricing* e fedeltà di lungo periodo.

La quarta dimensione attiene all’espansione geografica e all’accesso ai mercati emergenti. Acquisire *brand* con presenza consolidata in mercati chiave — si pensi all’acquisizione di Loro Piana da parte di LVMH nel 2013, che ha consentito al gruppo di rafforzare la presenza nel segmento cashmere ultra-premium con un *brand* già ben posizionato in Asia — consente di aggirare le difficoltà di penetrazione in contesti culturalmente distanti, dove la costruzione di *brand awareness* e di legittimazione richiede investimenti ingenti e orizzonti lunghi. Analogamente, acquisizioni di *brand* locali con forte radicamento identitario in specifiche regioni geografiche consentono di diversificare il portafoglio geografico e di accedere a competenze e a *network* relazionali altrimenti difficilmente acquisibili. Si pensi per quest’ultimi casi alle numerosissime acquisizioni di *brand* italiani da parte di gruppi francesi, o viceversa. Infine, la quinta dimensione riguarda le estensioni strategiche dell’ecosistema *luxury* verso segmenti adiacenti, ma sempre coerenti. L’acquisizione di Belmond da parte di LVMH nel 2019

⁸⁹ Quartr. *The story of Richemont: From tobacco to luxury dominance* (2024). Disponibile in: <https://quatr.com/insights/company-research/the-story-of-richemont-from-tobacco-to-luxury-dominance>

per 2,6 miliardi di dollari — un gruppo di hotel, treni, e ristoranti di ultra-lusso — esemplifica questa logica: LVMH non acquisisce semplicemente un *business hospitality*, ma estende il proprio ecosistema di marca verso esperienze di viaggio e di *lifestyle* di alta gamma, coerenti con il posizionamento complessivo del gruppo e capaci di generare sinergie “soft” (*cross-selling*, amplificazione reputazionale, condivisione di clientela UHNW) con i *brand* storici del portafoglio. Questa logica di estensione controllata verso segmenti adiacenti risponde all’esigenza di catturare una quota crescente della spesa discrezionale dei clienti *luxury*, offrendo un’esperienza di marca integrata che vada oltre il singolo prodotto.

In sintesi, l’attività di M&A nel *luxury* non risponde primariamente a logiche di consolidamento orizzontale per quota di mercato o a logiche di diversificazione per riduzione del rischio, ma rappresenta piuttosto una strategia di “acquisizione del tempo e dell’identità”, finalizzata ad accedere rapidamente a risorse immateriali rare e non replicabili, e a costruire piattaforme integrate che generino vantaggio competitivo sostenibile. Tale logica spiega anche i premi valutativi significativi osservati nelle transazioni nel lusso, dove i multipli EV/Sales ed EV/EBITDA si collocano sistematicamente al di sopra delle medie industriali, riflettendo il valore attribuito dal mercato agli *intangibles* e alle opzioni di crescita strategica incorporate nei target. La capacità di identificare target coerenti, di gestire integrazioni che preservino identità e capitale reputazionale, e di estrarre sinergie senza omogeneizzare le *maison* acquisite, rappresenta una competenza distintiva dei conglomerati di successo, e costituisce un tema centrale dell’analisi che verrà sviluppata nei paragrafi successivi dedicati al *brand* Management, alle scelte distributive, e alle politiche di integrazione *post-deal*.

2.3 Il valore del marchio nel lusso: costruzione, difesa, valorizzazione nelle operazioni M&A

2.3.1 Fondamenti teorici del luxury brand

La formula “non esiste lusso senza marca”⁹⁰ non rappresenta una tautologia o un’iperbole retorica, ma coglie invece un principio costitutivo del settore: l’identità di marca è l’asset nucleare, il depositario ultimo del valore economico e simbolico, e la condizione necessaria, seppur non sufficiente, per poter determinare i prezzi, acquisire e mantenere la fedeltà del cliente, e ottenere una marcata differenziazione competitiva nel lungo periodo. A differenza di settori dove il *brand* opera come variabile di *marketing* complementare rispetto a vantaggi competitivi fondati su tecnologia, costi, o economie di scala, nel lusso il marchio è l’asset primario, e tutte le altre dimensioni strategiche — prodotto, distribuzione, comunicazione,

⁹⁰ Kapferer, Jean Noël; Bastien, Vincent. *The Luxury Strategy*, 2012, *op. cit.*

pricing — sono subordinate alla logica di costruzione e preservazione del capitale di marca. Questa centralità del *brand* riflette la natura specifica della domanda del lusso: i consumatori non acquistano primariamente funzionalità o performance oggettive, ma piuttosto significati, appartenenza simbolica, espressione identitaria, e partecipazione a una narrazione culturale che trascende l'oggetto materiale.

Nel mondo del lusso, la costruzione del *brand* richiede una gestione difforme, se non antitetica, rispetto alle leggi del *marketing* classico. Dove il *marketing* tradizionale prescrive accessibilità, distribuzione intensiva, comunicazione di massa, e *pricing* competitivo, il *luxury* impone invece scarsità calibrata, distribuzione selettiva, comunicazione esclusiva, e *pricing* aspirazionale. Kapferer e Bastien⁹¹ sistematizzano queste differenze attraverso la formulazione delle “anti-leggi” del *luxury*: (1) il lusso aumenta il prezzo per valorizzare il prodotto, non lo riduce per aumentare le vendite; (2) il lusso non deve rispondere alla domanda, ma crearla e guidarla; (3) il lusso è sovra-qualità, non qualità ottimale; (4) il lusso non si confronta con i *competitor*, si colloca al di sopra di essi; (5) il lusso deve rendere difficile l'accesso al *brand*, non facilitarlo; (6) il lusso non deve fare pubblicità, ma comunicare attraverso linguaggi esclusivi; (7) il lusso non deve cedere alle mode, ma creare le proprie; (8) il lusso protegge i propri clienti dalla non-clientela. Queste anti-leggi non sono prescrizioni arbitrarie, ma riflettono la natura costitutiva del lusso come sistema di significazione simbolica piuttosto che come insieme di transazioni economiche.

L'identità di un marchio di lusso si costruisce attraverso un processo cumulativo e di lungo periodo che integra molteplici dimensioni. In primo luogo, le radici culturali e storiche: un *brand luxury* autentico è ancorato a una tradizione, a un territorio, a un *savoir-faire* specifico, che conferiscono legittimazione e autorità. Hermès è indissolubilmente legata alla tradizione della selleria francese, alla manualità artigiana, e al mito della produzione lenta e meticolosa. Cartier è radicata nella storia della gioielleria parigina, nell'innovazione tecnica orologiera, e nel ruolo di fornitore di corti reali. Louis Vuitton emerge dalla tradizione dei bauli da viaggio per l'aristocrazia europea, e incorpora nel proprio DNA il mito del *grand voyage* e dell'esplorazione. Queste radici non sono semplici narrazioni di *marketing*, ma costituiscono la matrice identitaria del *brand*, il deposito di codici iconografici e di significati che vengono attivati e riattualizzati in ogni collezione, in ogni campagna, in ogni interazione con il cliente. In secondo luogo, la coerenza estetica e narrativa nel tempo. Un *brand luxury* costruisce la propria identità attraverso la ripetizione e la variazione di un codice stilistico riconoscibile: il monogramma LV, il pattern a scacchi Damier, il *Birkin bag* di Hermès, il *Love bracelet* di

⁹¹ *Ibidem*.

Cartier, il *tweed* di Chanel. Questi elementi iconici operano come segnali di riconoscimento immediato, ma anche come depositari di continuità identitaria che rassicurano i clienti sulla stabilità e sull'autenticità del *brand*. La continuità, tuttavia, non significa stasi: i *brand luxury* devono saper evolvere senza tradire la propria identità, introducendo innovazioni estetiche e funzionali che mantengano la rilevanza culturale senza erodere la coerenza complessiva. Questa tensione tra continuità e innovazione è gestita attraverso la figura del direttore creativo, che opera come custode dell'identità e al contempo come agente di rinnovamento, con gradi di autonomia e di visibilità che nel *luxury* sono significativamente superiori rispetto ad altri settori. In terzo luogo, l'autorità simbolica e la legittimazione sociale. Un marchio di lusso deve essere riconosciuto come legittimo non soltanto dai consumatori, ma anche dalle élite culturali, dagli *opinion leader*, dalla critica specializzata, e dalle istituzioni del campo (musei, accademie, *media premium*). Questa legittimazione si costruisce attraverso investimenti in associazioni culturali di alto profilo (sponsorizzazione di mostre d'arte, di eventi culturali, di fondazioni), attraverso collaborazioni con artisti e *designer* di riconosciuto prestigio, e attraverso una comunicazione che eviti toni commerciali diretti privilegiando invece linguaggi editoriali, narrativi, e aspirazionali. Il capitale simbolico accumulato attraverso queste attività è difficilmente quantificabile con metriche finanziarie convenzionali, ma opera come moltiplicatore reputazionale che sostiene *pricing premium* e fedeltà di lungo periodo.

In quarto luogo, la gestione della rarità percepita. Il lusso non è semplicemente prodotto di alta qualità, ma prodotto raro, esclusivo, difficilmente accessibile. La rarità può essere reale, data da produzione limitata, edizioni numerate, pezzi unici, oppure percepita, protratta in una distribuzione selettiva, liste d'attesa o comunicazione di scarsità, ma deve essere sempre calibrata per mantenere un equilibrio tra accessibilità e aspirazionalità. Un *brand* che diventi troppo accessibile, con una distribuzione indiscriminata, un *pricing* aggressivo o una comunicazione di massa, erode rapidamente la propria desiderabilità presso i clienti principali e compromette la capacità di sostenere *premium pricing*. Al contrario, un marchio che diventi troppo inaccessibile, a causa di strategie di *pricing* proibitivo, una distribuzione iper-selettiva oppure una comunicazione ermetica, rischia di perdere rilevanza culturale e di essere percepito come elitario in senso negativo. La gestione di questo *trade-off* rappresenta una delle competenze distintive del *brand Management* nell'universo del lusso.

2.3.2 *Brand equity come driver di selezione del target e pricing delle deal M&A*

Nelle operazioni di M&A nel lusso, il *brand equity* del target rappresenta il principale *driver* di valutazione, influenzando non soltanto il *pricing* della transazione ma anche i criteri di selezione dei target, le modalità di integrazione *post-deal*, e le strategie di estrazione del valore.

A differenza di settori dove le valutazioni si fondano primariamente su *free cash flow* attualizzati, margini operativi, economie di scala realizzabili, o sinergie di costo quantificabili, nel lusso la valutazione incorpora premi significativi per gli *intangibles*, con multipli che riflettono aspettative su crescita futura, opzioni strategiche, qualità artigianale e capacità di preservazione dell'identità di marca post-acquisizione⁹².

La letteratura empirica evidenzia che le reazioni azionarie agli annunci di M&A nel *luxury* sono positivamente correlate con la percezione del mercato riguardo alla preservazione dell'identità del target e alla coerenza strategica dell'operazione. Königs e Schiereck⁹³, in un *event study* su un campione di acquisizioni nel settore del lusso, documentano ritorni anomali positivi e statisticamente significativi nelle finestre temporali immediatamente successive agli annunci di *deal*, con magnitudine dei ritorni correlata positivamente con variabili quali: (i) coerenza merceologica tra acquirente e target; (ii) *track record* dell'acquirente nella gestione di *brand* acquisiti; (iii) segnalazioni esplicite di preservazione dell'autonomia creativa e della governance del target; (iv) reputazione e longevità del *brand* acquisito. Questi risultati suggeriscono che il mercato finanziario prezza positivamente le acquisizioni che appaiono finalizzate all'ampliamento strategico del portafoglio e alla creazione di sinergie "*soft*", mentre sanziona negativamente operazioni percepite come puramente finanziarie o come tentativi di integrazione eccessivamente aggressiva che potrebbero compromettere l'identità del target.

I criteri di selezione dei target nelle acquisizioni nel lusso riflettono questa logica. I conglomerati tendono a privilegiare *brand* con: (i) *heritage* consolidato e riconoscibile, che conferisca legittimazione culturale e riduca i rischi di integrazione identitaria; (ii) posizionamento distintivo e non sovrapponibile ai *brand* già presenti nel portafoglio dell'acquirente, per evitare cannibalizzazione e per massimizzare le opportunità di *cross-selling*; (iii) capacità produttive integrate o accesso a fornitori critici, che consentano di realizzare sinergie operative a monte senza compromettere qualità e autenticità; (iv) rete distributiva selettiva con presenza in piazze strategiche, che possa essere potenziata attraverso le piattaforme globali del gruppo; (v) Management e capitale umano di qualità, con particolare attenzione alla presenza di direttori creativi riconosciuti e di team artigianali con competenze distintive.

L'acquisizione di Bulgari da parte di LVMH nel 2011 per 3,7 miliardi di euro esemplifica questi criteri. Bulgari portava in dote: un *brand* con 127 anni di storia, posizionato nell'alta gioielleria

⁹² T. Bajaj (2025), *op. cit.*

⁹³ Königs, A., & Schiereck, D. *Wealth creation by M&A activities in the luxury goods industry*, 2006, *op. cit.*

e orologeria con radici romane e design distintivo (uso del colore, *cabochon*, motivi serpente); capacità produttive integrate in Italia e Svizzera, con *atelier* di alta gioielleria e manifatture orologiere; una rete di oltre 300 boutique monomarca in location premium; e un Management familiare (Bulgari) con forte attaccamento al *brand* ma disponibile a cedere il controllo operativo per accelerare crescita e internazionalizzazione. L'operazione ha consentito a LVMH di rafforzare significativamente la propria divisione *Watches & Jewelry*, storicamente sottodimensionata rispetto a *Fashion & Leather Goods* e *Perfumes & Cosmetics*, e di accedere a competenze tecniche quali alta gioielleria, complicazioni orologiere, complementari rispetto al portafoglio esistente. Le metriche di performance post-acquisizione hanno registrato una crescita significativa dei ricavi della divisione *Watches & Jewelry* e un miglioramento dei margini operativi, confermando così l'efficacia della strategia⁹⁴.

Analogamente, l'acquisizione di Tiffany & Co. da parte di LVMH nel 2021 per 15,8 miliardi di dollari — la più grande acquisizione nella storia del lusso — risponde a logiche simili: accesso a un *brand* iconico della gioielleria americana con 184 anni di storia, posizionamento nell'*engagement ring* con una solida *leadership* di mercato negli USA, una rete di oltre 300 *boutique* globali con forte presenza in Nord America, e capacità produttive integrate che includono proprietà di miniere di diamanti, laboratori di taglio e di incastonatura. L'operazione, pur complessa e inizialmente ostacolata da contenziosi legali legati alla rinegoziazione del prezzo durante la pandemia COVID-19, è stata finalizzata e ha consentito a LVMH di consolidare la *leadership* nella gioielleria di lusso, di rafforzare la presenza nel mercato americano (storicamente meno presidiato rispetto all'Europa e all'Asia), e di realizzare sinergie con Bulgari nelle funzioni di produzione, *sourcing* di pietre preziose, e attività di vendita al dettaglio⁹⁵.

Le modalità di *pricing* degli accordi nel mondo del lusso riflettono obbligatoriamente il peso degli *intangibles*. I multipli EV/Sales osservati nelle transazioni *luxury* si collocano tipicamente tra 2x e 4x, con picchi superiori per *brand* iconici o per situazioni competitive (*bidding wars*). I multipli EV/EBITDA oscillano tra 12x e 18x, significativamente al di sopra dei multipli mediani per il retail generalista (7-8x) o per il settore manifatturiero (8-10x). Questi premi riflettono le aspettative del mercato su: (i) crescita dei ricavi sostenibile nel lungo periodo, alimentata dall'espansione geografica e dalla penetrazione demografica (nuovi consumatori *high-net-worth* nei mercati emergenti); (ii) marginalità strutturalmente superiore, sostenuta da

⁹⁴ LVMH. (2011). LVMH 2011 Annual Report. Disponibile in:

https://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReportArchive/l/OTC_LVMUY_2011.pdf

⁹⁵ LVMH. (2021). LVMH 2021 Annual Report. Disponibile in: https://www.lvmh.com/proxyApi/v1/wordpress/attachment/lvmh_rapport-annuel-2021-va.pdf

pricing power e da economie di scala sulle funzioni *corporate*; (iii) resilienza ciclica, data la minore sensibilità della domanda del lusso a *shock* macroeconomici di breve periodo rispetto alla domanda dei consumatori del mercato di massa; (iv) opzioni strategiche incorporate, quali estensioni di prodotto, verticalizzazione distributiva, e *leverage* del marchio su categorie adiacenti.

2.3.3 Strategie di protezione post-acquisizione: clausole contrattuali e governance dedicata

La preservazione dell'identità di marca post-acquisizione rappresenta una sfida critica nelle operazioni di M&A nel lusso, poiché il valore del target è inscindibilmente legato alla percezione di autenticità, coerenza, e continuità creativa. A differenza di altri settori, dove l'integrazione *post-deal* può procedere attraverso processi standardizzati, funzioni centralizzate, un'omogeneizzazione di prodotti e una comunicazione senza impatti reputazionali significativi, nel *luxury* ogni segnale di "industrializzazione" o di anche presagita perdita di identità può erodere rapidamente il capitale simbolico accumulato, e compromettere, dunque, la capacità di sostenere *pricing premium*.

Le strategie di protezione identitaria si articolano su molteplici dimensioni. In primo luogo, si considerino clausole contrattuali di autonomia creativa. Nelle operazioni interne al mondo del lusso è sempre più frequente l'inserimento, negli accordi di acquisizione, di clausole che garantiscano al Management del target — e in particolare al direttore creativo — gradi significativi di autonomia sulle decisioni strategiche inerenti alla missione aziendale: direzione estetica delle collezioni, scelta dei fornitori per materiali critici, definizione dell'identità visiva e comunicativa, approvazione di collaborazioni e di *licensing*. Tali clausole possono assumere forme diverse: diritti di veto su decisioni specifiche, garanzie di budget autonomo per ricerca e sviluppo creativo, strutture di *reporting* che soverchino le linee gerarchiche del gruppo e rispondano direttamente a comitati di *brand* dedicati, e clausole di *exit* con *buyback options* qualora l'acquirente violi gli accordi di autonomia. Uno studio recente sulle operazioni di M&A del lusso⁹⁶ documenta come le clausole di protezione creativa siano correlate positivamente con la performance successiva all'acquisizione, suggerendo che la preservazione dell'autonomia non rappresenti un vincolo all'estrazione di valore ma piuttosto una precondizione necessaria per realizzarla.

In secondo luogo, vengono quasi sempre implementate clausole governance *brand-specific*. I conglomerati di successo adottano strutture di governance che combinano autonomia operativa delle singole *maison* con presidio strategico a livello di gruppo. LVMH, ad esempio, organizza

⁹⁶ T. Bajaj (2025), *op. cit.*

il proprio portafoglio in “*houses*” autonome, in cui non solo ciascuna ha un proprio CEO, direttore creativo, e Management *team*, ma vi è spesso la presenza di *board* dedicati che includono rappresentanti del gruppo e membri indipendenti con esperienza settoriale. Questi *board* hanno il compito di approvare piani strategici pluriennali, di monitorare performance finanziarie e non-finanziarie (metriche per misurare lo stato di salute del marchio, soddisfazione dei clienti, punteggi di reputazione), e di intervenire in caso di derive identitarie o di performance insoddisfacenti. Tale architettura consente di bilanciare autonomia e controllo, preservando la capacità di innovazione e di adattamento delle *maison* senza rinunciare al coordinamento strategico e all’allocazione efficiente delle risorse di gruppo.

In terzo luogo, si opera attivamente al mantenimento di capitale umano critico. Nel lusso, il valore è incorporato nelle persone quali direttori creativi, maestri artigiani e *manager* con competenza specifica nel marchio, piuttosto che in asset tangibili facilmente quantificabili e, quindi, trasferibili. Le strategie di *retention* includono: (i) contratti di lungo periodo con incentivi economici differiti come *stock options*, bonus pluriennali, clausole di non concorrenza; (ii) garanzie di autonomia decisionale e di continuità nelle responsabilità chiave; (iii) investimenti in formazione e in sviluppo professionale per consolidare competenze distintive; (iv) coinvolgimento in processi decisionali strategici e riconoscimento pubblico del contributo individuale⁹⁷. La letteratura documenta che il *turnover* di figure chiave post-acquisizione è uno dei principali fattori di insuccesso nelle operazioni *luxury*, con impatti negativi su creatività, coerenza identitaria, e performance finanziaria.

In quarto luogo, protezione della proprietà intellettuale e dei codici iconografici. Le acquisizioni nella bolla del lusso includono trasferimenti complessi di IP tipo marchi, *design*, modelli, pattern, e codici visivi che devono essere protetti sia legalmente (registrazione ed *enforcement*) sia culturalmente (coerenza nell’uso, controllo delle licenze, gestione delle collaborazioni). I gruppi implementano protocolli stringenti per l’uso del *brand* da parte delle diverse divisioni del gruppo, per evitare diluizioni o incoerenze che potrebbero erodere valore. Ad esempio, l’allargamento del *brand* Bulgari su categorie adiacenti (profumi, accessori) è soggetto ad approvazione da parte di comitati dedicati, con linee guida dettagliate su qualità minima, *pricing positioning*, canali distributivi ammessi, e modalità comunicative.

2.3.4 Casi iconici: LVMH-Tiffany, LVMH-Bulgari, Richemont-Buccellati

L’analisi di casi studio iconici consente di concretizzare le dinamiche teoriche discusse e di identificare pattern ricorrenti nelle strategie di acquisizione e integrazione dei *brand luxury*. Tre

⁹⁷ D. Pitta & L. Prevel Katsanis, (1995), *op. cit.*

casi celebri e ampiamente discussi sia a livello accademico sia nella cronaca giornalistica sono particolarmente emblematici per rappresentare diverse configurazioni di logica strategica, modalità di integrazione, e risultato finale.

Il caso LVMH-Bulgari (2011, €3,7 miliardi) rappresenta un'acquisizione finalizzata al rafforzamento di una divisione sottodimensionata di LVMH (*Watches & Jewelry*) attraverso l'ingresso di un *brand* iconico con un retaggio storico consolidato. Bulgari, fondata nel 1884 a Roma, portava in dote un posizionamento distintivo nell'alta gioielleria dato da un uso precipuo del colore, il taglio *cabochon* e il serpente come motivo ricorrente, e nell'orologeria con linee iconiche quali Bulgari Bulgari (doppio logo inciso sulla lunetta), Octo (design architettonico, maschile, *high-end*) e Serpenti (trasposizione dell'iconografia gioielliera nell'orologio). La *maison* romana possedeva anche capacità produttive integrate e una rete di oltre 300 *boutique*. L'integrazione è stata gestita con attenzione alla preservazione dell'identità: il Management Bulgari è rimasto in posizione di *leadership* operativa, la sede romana è stata preservata, e gli investimenti in comunicazione e *retail* sono stati incrementati per sostenere crescita e internazionalizzazione. Le sinergie realizzate includono: condivisione di *sourcing* per pietre preziose e metalli nobili con le altre *maison* del gruppo (Chaumet, Fred), integrazione di *retail operations* nelle piazze strategiche (co-location di boutique LVMH per ottimizzare costi immobiliari), e *leverage* della piattaforma digitale di gruppo (*e-commerce*, CRM, *data analytics*)⁹⁸. Le metriche di performance post-acquisizione documentano una crescita significativa: i ricavi della divisione *Watches & Jewelry* di LVMH sono passati da €2,6 miliardi nel 2011 a oltre €10 miliardi nel 2022, con Bulgari come contributore principale, e i margini operativi sono migliorati grazie a economie di scala su *procurement* e *marketing*⁹⁹.

Il caso LVMH-Tiffany (2021, \$15,8 miliardi) rappresenta invece un'acquisizione “*transformative*” finalizzata a consolidare la *leadership* in un segmento chiave (alta gioielleria) e a rafforzare la presenza geografica in Nord America. Tiffany, fondata nel 1837 a New York, è l'iconico *brand* americano dell'engagement ring, con *leadership* di mercato negli USA e con un'estetica riconoscibile (Tiffany Blue, Tiffany Setting, designs by Elsa Peretti e Paloma Picasso). L'operazione, annunciata nel 2019 e finalizzata nel 2021 dopo un contenzioso legale dovuto alla rinegoziazione del prezzo durante la pandemia COVID-19, ha incontrato sfide significative: calo dei ricavi e della marginalità durante il *lockdown*, tensioni su valutazione e tempistiche, e necessità di rilancio del *brand* per recuperare il *momentum*. L'integrazione è stata

⁹⁸ LVMH. (2012). LVMH 2012 Annual Report. Disponibile in: https://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReportArchive/l/OTC_LVMUY_2012.pdf

⁹⁹ LVMH. (2022). LVMH 2022 Annual Report. Disponibile in: https://lvmh-com.cdn.prismic.io/lvmh-com/Zn1lix5LeNNTwmKk_lvmh_2022_annual-report.pdf

strutturata per preservare identità e posizionamento: il *brand* Tiffany è stato mantenuto autonomo, con investimenti significativi in rinnovamento della rete *retail* (*flagship* su Fifth Avenue), rilancio della comunicazione con *endorsement* da parte di personaggi famosi (Beyoncé, Pharrell Williams), e introduzione di nuove collezioni sotto la direzione artistica di Alexandre Arnault. Le sinergie perseguite includono l'integrazione produttiva con Bulgari per l'approvvigionamento di diamanti e per competenze manifatturiere, espansione geografica in Europa e Asia appoggiandosi alle piattaforme *retail* LVMH, e un'ottimizzazione del mix canale con riduzione del *wholesale* e incremento della vendita diretta¹⁰⁰. Le performance iniziali post-acquisizione sono state positive, con crescita dei ricavi e recupero della marginalità, confermando la tesi che un'integrazione "rispettosa" dell'identità consenta di estrarre valore senza erodere *brand equity*.

Il caso Richemont-Buccellati (2016, partecipazione di controllo) e Richemont-Delvaux (2011, acquisizione completa) rappresentano invece acquisizioni "boutique" finalizzate ad ampliare il *savoir-faire* artigianale e la copertura merceologica con *brand heritage* di nicchia. Buccellati, fondata nel 1919 a Milano, è specializzata in gioielleria di alta gamma con tecniche artigianali uniche (tulle, rigato, telato) e con forte radicamento nella tradizione orafa italiana. Nel corso degli anni, il marchio ha ampliato la propria presenza globale con *boutique* monomarca nelle principali città come New York, Parigi, Mosca e Tokyo, attirando una clientela d'élite che apprezza la qualità eccezionale e la tradizione¹⁰¹. Delvaux, fondata nel 1829 a Bruxelles, è il più antico marchio di pelletteria al mondo, con un posizionamento ultra-premium e una produzione rigorosamente artigianale. L'integrazione di questi *brand* nel portafoglio Richemont è stata gestita con logica di "incubazione": investimenti in *retail* (apertura di *boutique* monomarca in piazze strategiche), rafforzamento della *supply chain* (controllo qualità, tracciabilità, approvvigionamento di materiali), e *leverage* della piattaforma comunicativa di gruppo, ma mantenendo sempre preservata con rigore l'autonomia creativa e l'identità di marca. Le sinergie perseguite sono prevalentemente "soft", e sono da individuare anzitutto nell'amplificazione reputazionale data dall'associazione del marchio ad un gruppo prestigioso, ma sono anche l'accesso a capitali per investimenti in crescita, e la condivisione delle migliori pratiche in materia di gestione del *retail* e di esperienza del cliente. Le performance di questi *brand*, seppur su volumi contenuti rispetto ai *flagship* di Richemont (Cartier, Van Cleef &

¹⁰⁰ Cohan, P. (2019). *Four reasons Tiffany acquisition makes LVMH stock a buy*. Forbes. Disponibile in: <https://www.forbes.com/sites/petercohan/2019/11/25/four-reasons-162b-tiffany-acquisition-makes-lvmh-stock-a-buy/>

¹⁰¹ Sotheby's. (n.d.). *Buccellati*. Sotheby's. Disponibile in: <https://www.sothebys.com/en/brands/buccellati> (Ultimo accesso Gennaio 2026).

Arpels), contribuiscono alla diversificazione del portafoglio e al presidio di nicchie ad altissimo valore simbolico¹⁰².

2.4 Distribuzione selettiva e scelte di canale: *wholesale, retail, licensing*

2.4.1 Distribuzione selettiva: strategia, motivazioni, effetti su percezione e marginalità

La distribuzione selettiva¹⁰³ rappresenta uno strumento di governance dell'accesso al prodotto e dell'esperienza cliente, finalizzato a preservare scarsità, coerenza di servizio, e integrità di prezzo, elementi che sostengono la percezione di lusso e la marginalità economica nel lungo periodo. A differenza della distribuzione intensiva, tipica dei beni di consumo di massa, che persegue una massimizzazione della copertura geografica e del numero di punti vendita per stimolare volumi e quote di mercato, la distribuzione selettiva nel *luxury* opera secondo una logica inversa: limitare deliberatamente il numero di *touchpoint*, selezionare rigorosamente i partner autorizzati, e controllare meticolosamente l'esperienza offerta in ciascun punto di contatto, tanto che quest'ultima diventa spesso parte dell'esperienza d'acquisto¹⁰⁴.

Le motivazioni della distribuzione selettiva sono molteplici e interdipendenti. In primo luogo, la preservazione della rarità percepita: un *brand* ubiquo, facilmente accessibile in molteplici canali e location, perde rapidamente la propria desiderabilità presso i clienti *core* e compromette la capacità di sostenere premium *pricing*. La scarsità distributiva opera come segnale di esclusività e di prestigio, alimentando la domanda attraverso liste d'attesa, limitazioni di disponibilità, e rituali di acquisto che trasformano la transazione commerciale in un'esperienza identitaria¹⁰⁵. Hermès, ad esempio, gestisce la propria rete di *boutique* con una logica di *under-supply* deliberata: le iconiche Birkin e Kelly *bags* sono prodotte in quantità limitate, con liste d'attesa pluriennali, e con meccanismi di allocazione che privilegiano clienti storici e fedeli piuttosto che nuovi entranti. Tale strategia, lungi dal danneggiare le performance economiche, sostiene *pricing* crescente (una Birkin può raggiungere sul mercato secondario prezzi multipli rispetto al prezzo *retail*) e rafforza la percezione di esclusività e di *status symbol*.

In secondo luogo, il controllo dell'esperienza cliente. Nel *luxury*, l'acquisto non è una transazione isolata ma un'esperienza relazionale complessa che include consulenza personalizzata, *storytelling* sul *brand* e sul prodotto, rituali di servizio (confezione,

¹⁰² Richemont. (2019). *Richemont acquires Buccellati*. Richemont. Disponibile in: <https://www.richemont.com/news-media/press-releases-news/richemont-acquires-buccellati/>

¹⁰³ Termine tecnico utilizzato per indicare una strategia di vendita al dettaglio che prevede la distribuzione del prodotto riservata ad alcuni mercati specifici. Tale metodo viene esposto nel dettaglio nel presente paragrafo.

¹⁰⁴ HSBC, *EMEA Equity Research: Luxury Goods*, July 2012, HSBC Global Research (rapporto di ricerca del settore), luglio 2012.

¹⁰⁵ H. Hagtvædt, & V.M. Patrick, *The broad embrace of luxury: Hedonic potential as a driver of brand extendibility*, *Journal of Consumer Psychology*, 19(4), 608–618. (2009)

presentazione, *follow-up* post-vendita), e costruzione di una relazione di lungo periodo. Tale esperienza può essere orchestrata efficacemente soltanto attraverso canali controllati dove il *brand* mantiene autorità su *layout*, *merchandising*, formazione del personale, prezzi, e politiche di servizio, attraverso *boutique* dirette, grandi magazzini selezionati con spazi dedicati, *e-commerce* proprietario con standard di *user experience* elevati. La distribuzione non selettiva propria invece dei rivenditori discount al dettaglio, outlet, o *marketplace* online generalisti, introduce rischi di incoerenza esperienziale, di promozionalità eccessiva, e di associazioni di *brand negative* che possono erodere rapidamente il capitale reputazionale accumulato.

In terzo luogo, la verticalizzazione strategica della filiera. Nei conglomerati del lusso, la “*selective distribution*” non è soltanto una policy commerciale ma rappresenta anche un’area di *business* dedicata, come evidenziato dalla presenza di divisioni operative specifiche; si pensi a tal proposito alla divisione *Selective Retailing* di LVMH, che include Sephora, Le Bon Marché, e DFS. Tale configurazione testimonia la centralità organizzativa della funzione *retail* controllata, che opera sia come canale di distribuzione per i *brand* del gruppo sia come piattaforma autonoma di generazione di valore. La verticalizzazione a monte (acquisizione di fornitori critici) e a valle (controllo del *retail*) integra la selettività distributiva con il controllo delle materie prime e dei processi produttivi, mitigando rischi reputazionali (qualità, tracciabilità, compliance ESG) e garantendo standard omogenei lungo l’intera catena del valore. Gli effetti della distribuzione selettiva su *brand equity* e profittabilità sono documentati da molteplici studi empirici e da evidenze di settore. Sul fronte del *brand*, il controllo dei punti vendita e dei partner autorizzati consente di orchestrare l’esperienza e la *visual identity*, evitando derive promozionali tipiche dei canali non selettivi che minano l’*equity* attraverso scontistica aggressiva, esposizione in contesti incoerenti, e associazioni di marca negative. La selettività sostiene l’elasticità-prezzo ridotta e la stabilità dei margini lordi, poiché preserva la percezione di rarità e di valore intrinseco del prodotto. La letteratura sottolinea che pressioni per espansione indiscriminata, spesso generate da obiettivi di crescita di breve termine o da aspettative degli analisti finanziari, possono diluire il valore simbolico e la desiderabilità, innescando spirali distruttive dove l’incremento di volume è accompagnato da erosione di prezzo medio e di marginalità¹⁰⁶.

Sul fronte della profittabilità, la distribuzione selettiva genera *trade-off* complessi tra controllo e intensità di capitale. Il retail diretto (DOS, *directly operated stores*) massimizza controllo sui sistemi di prezzi, *merchandising*, *customer experience*, e *data collection*, ma richiede investimenti significativi in *real estate*, *fit-out*, personale, e *operations*, con leva operativa

¹⁰⁶ M. Castello, *Le acquisizioni da investitori esteri nel fashion e luxury*, 2014, *op. cit.*

elevata e esposizione a rischi ciclici. Il *wholesale* selettivo consente penetrazione geografica più rapida e con un impegno di capitale minore, ma riduce il controllo sui *touchpoint* e introduce rischi di conflitti di prezzo e di incoerenza esperienziale. Le scelte di mix distributivo riflettono, quindi, priorità strategiche differenti: marchi con forte radicamento identitario e clientela *ultra-high-net-worth* tendono a privilegiare *retail* diretto per massimizzare controllo e coerenza (Hermès, Chanel); *brand* in fase di espansione geografica o di costruzione di *awareness* tendono a utilizzare *wholesale* selettivo per accelerare copertura e ridurre rischio (*brand* emergenti, nuovi mercati geografici); marchi con *positioning* più accessibile o con categorie adiacenti (profumi, accessori) possono ricorrere a canali misti con maggiore presenza in *department store* e in piattaforme digitali selezionate¹⁰⁷.

Casi pratici esemplificano queste dinamiche. LVMH integra selettività e controllo *retail* tramite reti proprietarie globali (oltre 5.000 DOS per i *brand* del gruppo), *joint venture* locali in mercati critici (*partnership* con rivenditori locali in Cina e Medio Oriente per navigare con attenzione e competenza le complessità regolamentari e culturali), e divisione *Selective Retailing* che opera *boutique* multi-*brand* premium (Sephora per cosmetica, DFS per *travel retail*, Le Bon Marché per *department store luxury*). L'acquisizione di Belmond (2019) estende questa logica al segmento *hospitality*, creando *touchpoint* esperienziali (hotel, treni, ristoranti ultra-lusso) che rafforzano il “*dream*” senza aumentare l'esposizione all'*over-distribution* tipica dei rivenditori di prodotti fisici. Richemont ha perseguito selettività tramite *boutique* monomarca per orologi e gioielli, riallineando progressivamente il perimetro digitale attraverso la dismissione di asset *e-commerce* generalisti (*Net-A-Porter*, YNAP) che generavano conflitti di canale e incoerenze di posizionamento, per concentrarsi su piattaforme proprietarie con controllo diretto su esperienza, *merchandising*, e *pricing*¹⁰⁸.

2.4.2 Retail diretto (DOS): controllo, capital intensity, e implicazioni valutarie

Il *retail* diretto (*directly operated stores*, DOS) rappresenta il modello distributivo che massimizza il controllo del *brand* su tutte le variabili critiche dell'esperienza cliente: *pricing*, assortimento, *merchandising* visivo, formazione del personale, servizi ancillari, raccolta dati, e gestione della relazione post-vendita. Tale controllo è particolarmente critico nel mondo del lusso, dove la coerenza esperienziale e la capacità di offrire servizi personalizzati rappresentano fonti di differenziazione competitiva e di fidelizzazione non replicabili attraverso canali intermediati.

¹⁰⁷ Richemont to Sell e-Commerce Business YNAP to Mytheresa, The Wall Street Journal, 7 ottobre 2024. Disponibile in: <https://www.wsj.com/business/retail/richemont-to-sell-e-commerce-business-ynap-to-mytheresa-1111f3d3>

¹⁰⁸ Richemont to Sell e-Commerce Business YNAP to Mytheresa, WSJ, *op. cit.*

I vantaggi del *retail* diretto sono molteplici. In primo luogo, *pricing power*: il marchio mantiene autorità assoluta sul posizionamento di prezzo, evitando erosioni dovute a scontistica non autorizzata, a promozioni stagionali imposte da *retailer* terzi, o a conflitti di prezzo tra canali (*showrooming*, arbitraggio geografico). In secondo luogo, la marginalità superiore: eliminando intermediari e catturando integralmente il margine *retail*, il DOS consente di realizzare *EBITDA margin* più elevati rispetto a *wholesale* o *franchising*, a parità di prezzo finale al consumatore. In terzo luogo, la raccolta dati e CRM: il controllo diretto dei punti vendita consente di raccogliere dati granulari su comportamenti di acquisto, preferenze, frequenza di visita, e valore *lifetime* del cliente, alimentando sistemi di CRM proprietari e strategie di personalizzazione sempre più sofisticate (inviti a eventi esclusivi, pre-lancio di collezioni, servizi di consulenza personalizzati, riparazioni e manutenzioni per tutta la vita). In quarto luogo, la coerenza identitaria: il DOS consente di progettare esperienze *in-store* perfettamente allineate con l'identità di marca, attraverso architettura, *interior design*, illuminazione, sonorizzazione, e rituali di servizio che operano come estensioni fisiche della narrazione di *brand*¹⁰⁹.

I *trade-off* di appoggiarsi a rivenditori diretti riguardano principalmente l'intensità di capitale e la leva operativa. L'apertura di *boutique* monomarca in location premium richiede investimenti significativi: acquisto, o più realisticamente affitto, di immobili in vie commerciali di alta gamma, con costi per metro quadro che nei luoghi più esclusivi quali Bond Street, Avenue Montaigne, Via Montenapoleone, Fifth Avenue, possono superare €10.000-15.000/mq annui per affitti o €50.000-100.000/mq per acquisti), *fit-out* con standard architettonici e materiali di alta qualità (marmo, legni pregiati, illuminazione personalizzata, sistemi digitali integrati), e gestione operativa costante (personale altamente qualificato, sicurezza, manutenzione, servizi generici). Tale intensità di capitale genera leva operativa elevata: una volta aperti, i DOS generano costi fissi significativi che devono essere coperti indipendentemente dai volumi di vendita, esponendo il *brand* a rischi ciclici in caso di *shock* macroeconomici o di cambiamenti nei flussi turistici.

Le implicazioni valutative del *retail* diretto sono evidenti nei multipli di mercato osservati per conglomerati con alta quota DOS rispetto a *player wholesale-intensive*. La letteratura empirica e le analisi di settore¹¹⁰ documentano che *brand* e gruppi con elevata incidenza di *retail* diretto tendono ad essere valorizzati con multipli EV/EBITDA superiori, riflettendo: (i) maggiore controllo del *pricing* e, quindi, maggiore prevedibilità e stabilità dei cash flow; (ii) margini lordi e operativi strutturalmente superiori; (iii) minore esposizione a rischi di canale (conflitti con

¹⁰⁹ M. Castello, *Le acquisizioni da investitori esteri nel fashion e luxury*, 2014, *op. cit.*

¹¹⁰ *Ibid.*

wholesale partner, dipendenza da *retailer* terzi); (iv) capacità di raccolta dati proprietari che costituiscono asset strategici crescenti nell'era digitale. I multipli mediani per il segmento *fashion & luxury* si attestano intorno a 14-15x EBITDA, contro 7-8x per retail generalista e 7x per *food & beverage*, con premi aggiuntivi per *player* con quota DOS superiore al 70-80% del fatturato¹¹¹.

2.4.3 Wholesale selettivo: scala, disciplina contrattuale, transitorietà strategica

La vendita all'ingrosso selettiva consente una penetrazione geografica rapida e una crescita *asset-light*, ma introduce compromessi significativi in termini di controllo del *brand*, coerenza esperienziale, e marginalità. È necessario specificare che nel contesto del lusso, il *wholesale* non è indiscriminato ma selettivo, ossia limitato a partner con posizionamento coerente, capacità di offrire esperienze di alta qualità, e disponibilità ad accettare discipline contrattuali stringenti su *pricing*, assortimento, *visual merchandising*, e servizi.

Le motivazioni del *wholesale* selettivo includono: (i) accelerazione della copertura geografica, particolarmente efficace in mercati lontani o culturalmente distanti dove la costruzione di reti *retail* proprie richiederebbe investimenti e tempi prolungati; (ii) riduzione del rischio operativo e dell'esposizione di capitale, delegando a partner terzi gli investimenti in immobili commerciali, *operations*, e personale; (iii) accesso a clientela consolidata e a traffico esistente, sfruttando il posizionamento e la reputazione di *department store* premium o di *boutique multi-brand* selezionate¹¹². I principali canali *wholesale* nel lusso includono: *department store* di fascia alta (Harrods, Selfridges, Galeries Lafayette, Bergdorf Goodman, Saks Fifth Avenue, Rinascente), *boutique multi-brand* specializzate (*concept store* premium quali 10 Corso Como, Dover Street Market, Colette), e *travel retail* selezionato in hub aeroportuali internazionali¹¹³.

La governance contrattuale del *wholesale* selettivo è critica per evitare erosioni di *brand equity*. I contratti di fornitura all'ingrosso nel lusso tipicamente includono: (i) clausole di prezzo minimo garantito (*Minimum Advertised Price*, MAP) che impediscono sconti non autorizzati; (ii) obblighi di *visual merchandising* e di presentazione coerenti con le linee guida del *brand*, come *shop-in-shop* dedicati, espositori fortemente personalizzati, e formazione del personale di vendita; (iii) limitazioni sull'assortimento, date ad esempio da divieti di vendita di determinati articoli di punta, o iconici, attraverso *wholesale*, riservandoli esclusivamente ai negozi di proprietà e gestione diretta del *brand*¹¹⁴; (iv) clausole di esclusività geografica e

¹¹¹ M. Castello, *Le acquisizioni da investitori esteri nel fashion e luxury*, 2014, *op. cit.*

¹¹² D. Muret (versione italiana di L. Galbiati), *Lusso: quale futuro per i negozi multimarca, in declino da dieci anni?*, FashionNetwork Italia, 16 luglio 2025. Disponibile in: <https://it.fashionnetwork.com/news/Lusso-quale-futuro-per-i-negozi-multimarca-in-declino-da-dieci-anni-,1749641.html>

¹¹³ A. Guolo, *Dall'Italia la riscossa dei multibrand*, Milano Finanza, 17 settembre 2025.

¹¹⁴ Si intendono i già citati *Directly Operated Stores* (DOS), detti anche *flagship stores*.

merceologica; (v) meccanismi di verifica e di applicazione coercitiva delle regole, con diritto del marchio di risolvere i contratti in caso di violazioni. Laddove la governance contrattuale è robusta, il *wholesale* selettivo può mantenere margini accettabili e coerenza di posizionamento; in mancanza, esso erode rapidamente prezzo medio, marginalità, e desiderabilità.

La transitorietà strategica del *wholesale* è uno schema ricorrente nelle traiettorie evolutive dei marchi di lusso. Molti *brand* utilizzano il *wholesale* come strumento di ingresso in nuovi mercati geografici o di costruzione di *awareness* iniziale, con l'obiettivo di transitare progressivamente verso *retail* diretto nelle piazze strategiche una volta consolidata la domanda e giustificati gli investimenti in DOS. Tale dinamica è evidente nelle strategie di molti *player* emergenti o in fase di espansione: utilizzo intensivo di *wholesale* nelle fasi iniziali per costruire presenza e visibilità, seguito da progressiva apertura di *flagship store* e *boutique* monomarca che sostituiscono la vendita all'ingrosso in ubicazioni chiave, mantenendo *wholesale* residuale in mercati secondari o in categorie periferiche. I conglomerati *leader* (LVMH, Kering, Richemont) hanno progressivamente ridotto l'incidenza del *wholesale* sul fatturato complessivo, incrementando la quota DOS: LVMH ha una quota *wholesale* inferiore al 20% del fatturato aggregato, con la maggior parte generata da categorie specifiche (profumi, cosmetica, *spirits*) piuttosto che da *fashion & leather goods* o *watches & jewelry*, dove il DOS domina.

2.4.4 Licensing: velocità, estensioni, rischi di diluizione

Il *licensing* rappresenta il modello distributivo e di business più controverso nel *luxury*, poiché consente espansioni rapide e generazione di *royalty* con investimenti minimi, ma introduce rischi elevati di perdita di controllo qualitativo, di diluizione identitaria, e di erosione del capitale reputazionale. Kapferer e Bastien dedicano attenzione critica al *licensing*, affermando che esso è «*a legitimate and effective means of development, provided that there is strict – and friendly – control*»¹¹⁵, ossia in configurazioni dove il licenziante mantiene capacità di governance stringente su qualità, distribuzione, comunicazione, e *pricing* del licenziatario, e dove le categorie oggetto di licenza sono periferiche o coerenti con l'identità fondante del marchio.

Le motivazioni insite nella concessione di licenze includono: (i) velocità di espansione in categorie adiacenti (profumi, occhialeria, cosmetica, tessile casa, *hospitality*) senza necessità di costruire capacità produttive e distributive proprietarie; (ii) generazione di flussi di *royalty* ricorrenti con marginalità elevata e rischio operativo quasi nullo; (iii) amplificazione della

¹¹⁵ Kapferer, Jean-Noël; Bastien, Vincent. *The Luxury Strategy*, p.176, *op. cit.*

visibilità e dell'*awareness* del marchio attraverso presenza in punti vendita e categorie dove esso non sarebbe altrimenti presente. Storicamente, molti *brand fashion* hanno utilizzato *licensing* su larga scala per profumi (accordi con L'Oréal, Estée Lauder, Coty, Puig), per *eyewear* (accordi con Luxottica, Safilo, Marcolin), e per categorie *home* e *hospitality*.

I rischi del *licensing* sono molteplici e ben documentati nella letteratura e nella prassi. In primo luogo, perdita di controllo qualitativo: il licenziatario, operando con logiche economiche e incentivi propri, può essere tentato di ridurre costi di produzione, di utilizzare materiali di qualità inferiore, o di massimizzare volumi a scapito di esclusività, erodendo così la percezione di qualità e di autenticità del *brand*. In secondo luogo, promozionalità eccessiva: i licenziatari, non avendo interesse diretto alla preservazione del valore di lungo periodo del *brand* ma piuttosto alla massimizzazione dei volumi di breve per ammortizzare gli onorari di licenza e gli investimenti, possono ricorrere a scontistica aggressiva, a distribuzione non selettiva, e a campagne comunicative rivolte ai consumatori di massa che banalizzano il marchio. In terzo luogo, incoerenza identitaria: i prodotti sotto licenza possono presentare estetica, qualità, e posizionamento di prezzo disallineati rispetto al *core* del marchio, generando confusione nei consumatori e danneggiando l'*equity* complessiva. In quarto luogo, difficoltà di rescissione: accordi di *licensing* tipicamente hanno durate pluriennali (5-10 anni) con clausole di rinnovo automatico, rendendo difficoltoso per il licenziante riappropriarsi del controllo qualora le performance o le condotte del licenziatario risultino insoddisfacenti¹¹⁶.

La disciplina “anti-leggi” del lusso scoraggia l'uso eccessivo del *licensing* per le categorie principali e portanti del *brand*, privilegiando invece integrazione interna o *partnership* con modelli di governance stringente¹¹⁷. LVMH, ad esempio, ha progressivamente ridotto il *licensing*, portando *in-house* la produzione di profumi e cosmetica (attraverso la divisione *Perfumes & Cosmetics* con *brand* quali Dior, Givenchy, Guerlain) e controllando direttamente l'occhialeria per alcuni *brand* chiave. Kering ha seguito traiettoria simile, internalizzando l'*eyewear* per Gucci e per altri *brand* del gruppo. Chanel non ha mai ceduto *licensing* significativi, mantenendo controllo assoluto su tutte le categorie. Al contrario, *brand* che hanno fatto ricorso estensivo al *licensing* hanno spesso sperimentato diluizioni identitarie significative, che hanno necessitato di operazioni di “*de-licensing*” e di ricostruzione dell'*equity* (si pensi ai casi di Gucci prima dell'acquisto di Kering, o di Burberry prima della ristrutturazione).

¹¹⁶ Kapferer, Jean Noël; Bastien, Vincent. *The Luxury Strategy*, p.176, 241 ss., *op. cit.*

¹¹⁷ *Ibid.*, pp.177 ss.

2.4.5 Impatti su crescita, brand management e valutazioni: evidenza empirica comparativa

Gli impatti delle scelte distributive su crescita, *brand equity*, e valutazioni sono documentati da un'evidenza empirica che converge in spiegazioni comunemente accettate. Sul fronte della crescita, il *retail* diretto sostiene crescita qualitativa e *pricing power*, consentendo aumenti di prezzo medio e di *ticket* medio attraverso *up-selling*, *cross-selling*, e personalizzazione; il *wholesale* accelera la copertura geografica con minore CapEx ma con margini inferiori; il *licensing* porta introiti e aiuta ad espandere rapidamente la consapevolezza del marchio, ma aumenta rischio di *brand dilution*. La letteratura evidenzia che i conglomerati con strategie di crescita sostenibile privilegiano retail diretto e investimenti organici in *boutique* proprietarie, utilizzando *wholesale* e *licensing* in modo selettivo e transitorio¹¹⁸.

Sul fronte del *brand* Management, il controllo massimo si ottiene in DOS, dove il *brand* governa integralmente l'esperienza; tale controllo decresce progressivamente in *wholesale* selettivo, dove il *brand* mantiene capacità di governance contrattuale ma delega l'esecuzione pratica al partner, e ancor più in *licensing*, dove il controllo è prevalentemente *ex post* attraverso meccanismi di verifica e di applicazione coercitiva delle regole. La preservazione dell'*equity* richiede, quindi, discipline crescenti, date da clausole contrattuali, *auditing* e capacità di *enforcement* sempre più sofisticate, man mano che si procede lungo lo spettro:

DOS → *wholesale* → *licensing*,

Sul fronte delle valutazioni, i mercati finanziari riconoscono premi significativi a modelli con alta quota *retail* diretto e integrazione verticale. L'evidenza empirica¹¹⁹ documenta multipli EV/EBITDA per il segmento *fashion & luxury* sistematicamente superiori rispetto a *retail* generalista, con premi aggiuntivi per *player* DOS-intensive: multipli mediani 14-15x per *luxury* contro 7-8x per *retail* generico, con punte di 18-20x per marchi iconici con controllo distributivo totale (Hermès, Chanel)¹²⁰. Tale premio riflette il riconoscimento del mercato della superiorità di marginalità, stabilità di cash flow, e controllo strategico conferiti dalla rivendita diretta.

2.5 Politiche di integrazione post-acquisizione e gestione del rischio reputazionale

2.5.1 Premessa: specificità dell'integrazione nel lusso

Nel settore del lusso, l'integrazione post-acquisizione deve realizzare un equilibrio delicato tra due obiettivi apparentemente antagonisti: l'estrazione di sinergie operative e finanziarie, tipica

¹¹⁸ Kapferer, Jean-Noël; Bastien, Vincent. *The Luxury Strategy*, p.59-60, *op. cit.*

¹¹⁹ Cfr. M. Castello, *Le acquisizioni da investitori esteri nel fashion e luxury*, 2014, *op. cit.*

¹²⁰ Bain & Company; Fondazione Altagamma. *Luxury in Transition*, *op. cit.*

di ogni operazione M&A, e la preservazione rigorosa dell'identità, del posizionamento e dell'esclusività del marchio acquisito. Questo *trade-off* non è risolvibile attraverso compromessi meccanici o formule standardizzate, ma richiede invece capacità organizzative sofisticate, sensibilità culturale, e governance dedicata. La letteratura specializzata converge nell'identificare la preservazione dell'identità di marca come pre-condizione per la creazione di valore in un'operazione di M&A nel lusso: a differenza di altri settori, dove l'integrazione aggressiva e la standardizzazione dei processi possono generare efficienza senza impatti reputazionali significativi, nel lusso ogni segnale di "industrializzazione" o di perdita di autenticità erode rapidamente il capitale simbolico accumulato, e compromette la capacità di sostenere premium pricing¹²¹. Il valore economico del target, inescindibilmente legato agli asset intangibili (*heritage*, *savoir-faire*, legittimazione culturale), può essere distrutto in tempi brevi da decisioni di integrazione mal calibrate. Gli studi empirici documentano che i conglomerati europei — LVMH, Kering, Richemont — hanno sviluppato nel tempo modelli di integrazione distintivi che combinano autonomia operativa delle *maison* acquisite con presidio strategico e condivisione selettiva di piattaforme di gruppo, configurando così architetture organizzative "ibride" che massimizzano sinergie senza mescolare pericolosamente l'identità in un calderone dal colore indistinto¹²².

2.5.2 Leve di integrazione tipiche

Le leve di integrazione nelle operazioni di M&A si articolano su quattro dimensioni principali. La prima attiene all'architettura di portafoglio e alla governance delle *maison*: i conglomerati *leader* adottano strutture multi-brand che preservano l'autonomia creativa e decisionale di ciascun marchio attraverso *board* dedicati, CEO *brand-specific*, direttori creativi con ampi margini di discrezionalità, e budget autonomi per ricerca e sviluppo estetico. Contestualmente, centralizzano selettivamente funzioni di piattaforma quali approvvigionamento di materiali critici, gestione della *supply chain*, attività di vendita al dettaglio, piattaforme digitali e analisi dei dati, *media buying*, servizi legali e fiscali. Questo modello consente di estrarre economie di scala e di scopo senza compromettere la distintività identitaria delle *maison*. La seconda dimensione riguarda la *retention* del capitale umano critico: direttori creativi, maestri artigiani, e Management con *brand-specific expertise* rappresentano asset non separabili il cui *turnover* post-acquisizione è uno dei principali fattori di insuccesso. Le strategie di *retention* includono contratti di lungo periodo con incentivi economici differiti, garanzie di autonomia decisionale,

¹²¹ Liuruojia Wu, *A Study on Merger and Acquisition (M&A) Strategy of Luxury Groups: Using LVMH as an Example*, in *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, vol. 146, n. 1, 2025, pp. 66–72.

¹²² Niod. (2023, Marzo 16). *The Strategy Behind LVMH's Acquisitions: A Drive for Market Dominance*.

clausole di protezione della proprietà intellettuale, e coinvolgimento nei processi decisionali strategici. La terza dimensione attiene alle sinergie operative: condivisione di reti distributive (co-location di *boutique* per ottimizzare costi immobiliari), integrazione di sistemi informativi e CRM, leverage di piattaforme *e-commerce*, e condivisione di competenze in *retail* Management ed esperienza dei clienti. La quarta dimensione riguarda le sinergie commerciali: *cross-selling* presso clientela condivisa, estensione geografica attraverso reti esistenti, amplificazione reputazionale reciproca, e accesso a mercati dei capitali con condizioni più favorevoli. L'efficacia di queste leve dipende criticamente dalla qualità della governance: meccanismi d'incentivazione allineati alla performance di lungo periodo, cultura organizzativa che valorizzi diversità creativa, e processi decisionali che bilancino autonomia locale con coordinamento strategico di gruppo¹²³.

2.5.3 Tipologie di rischio reputazionale

I rischi reputazionali connessi alle integrazioni post-acquisizione nel lusso si manifestano attraverso canali molteplici e interdipendenti, con potenziale di erosione rapida e significativa del valore del target acquisito. Una prima categoria di rischi concerne la diluizione dell'esclusività e dell'*heritage*. Un tracotante desiderio di espandersi velocemente, dato ad esempio da aperture indiscriminate di *boutique*, incrementi aggressivi della produzione per sfruttare economie di scala, o ingresso in segmenti di prezzo inferiori per massimizzare volumi, può compromettere la percezione di rarità e di prestigio presso i clienti principali, innescando spirali distruttive dove la crescita di volume si accompagna a un'erosione di potere nel determinare i prezzi e una contestuale diminuzione della marginalità. Rimanendo nei confini di questa prima categoria di rischi, sono da menzionare *brand extension* disallineate, ossia l'introduzione di categorie di prodotto o di linee non coerenti con il posizionamento storico del marchio, che generano confusione nei consumatori e frammentano l'identità di marca. *Over-exposure retail*, con presenza eccessiva in ubicazioni non premium o in canali distributivi di massa, banalizza il marchio e riduce la desiderabilità. La letteratura documenta numerosi casi di marchi che, dopo acquisizioni o cambi di proprietà, hanno sperimentato diluizioni identitarie significative richiedendo successivamente costose operazioni di "*repositioning*" e di ricostruzione dell'*equity*¹²⁴.

¹²³ Deloitte Touche Tohmatsu Limited. (2022). *Global Powers of Luxury Goods 2019*. Deloitte. Disponibile in: <https://www.deloitte.com/global/en/Industries/consumer/research/global-powers-of-luxury-goods.html>

¹²⁴ Chris Leadley, *Business Growth Strategies – A Quick Guide to Organic & In-organic Growth*, Forbes Burton (online), s.d. [consultato a gennaio 2026], disponibile in: <https://www.forbesburton.com/insights/business-growth-strategies-a-quick-guide-to-organic-in-organic-growth>

Una seconda categoria di rischi riguarda i conflitti culturali e i disallineamenti organizzativi. L'ingresso di una *maison* familiare o indipendente in un conglomerato multi-*brand* genera inevitabilmente tensioni tra culture organizzative, logiche decisionali, e priorità strategiche differenti. Il Management dell'impresa target, spesso caratterizzato da forte attaccamento identitario e da autonomia decisionale storicamente ampia, può resistere all'imposizione di processi, modi e tempi di rendicontazione, e governance standardizzati percepiti come incompatibili con l'*ethos* artigianale e con la specificità del *brand*. Tali resistenze si manifestano attraverso *turnover* di figure chiave — direttori creativi, *designer senior*, maestri artigiani con competenze non codificate — con conseguente perdita di *know-how* critico, discontinuità creativa, e indebolimento della capacità di innovazione¹²⁵. La letteratura qualitativa, basata su interviste con *manager* coinvolti in operazioni di M&A nella sfera del lusso, evidenzia che il mancato riconoscimento dell'autorità del nuovo Management da parte del personale dell'impresa acquisita, e la percezione di perdita di autonomia e di identità, rappresentano cause ricorrenti di insuccesso nell'integrazione. Tali tensioni, se non gestite proattivamente, alimentano narrative critiche sui media specializzati e presso *opinion leader* del settore, traducendosi in danni reputazionali prolungati che eccedono l'ambito interno dell'organizzazione¹²⁶.

Una terza categoria attiene alle vulnerabilità ESG (*Environmental, Social, Governance*) e alla *supply chain*. L'integrazione verticale è una strategia prevalente nei conglomerati del lusso per garantire controllo qualitativo e sicurezza di fornitura, e comporta l'assunzione diretta di responsabilità su anelli critici della filiera: concerie, manifatture di pellami esotici, laboratori artigianali in giurisdizioni eterogenee, miniere di pietre preziose, produttori di componenti orologi¹²⁷. L'acquirente si espone, quindi, direttamente alle condotte dei fornitori acquisiti in ambiti quali benessere animale, pratiche lavorative, impatto ambientale, e tracciabilità dei materiali. Eventuali non conformità come i numerosi scandali sullo sfruttamento del lavoro, un uso di materiali non tracciati o talvolta provenienti da fonti non etiche, oppure inquinamento ambientale, rischiano di generare crisi comunicative con impatti reputazionali severi non soltanto sul *brand* acquisito, ma con ricadute significative sull'intero gruppo. Le crescenti pressioni regolamentari (normative europee su tracciabilità, CITES per specie protette, Kimberley Process per diamanti) e le aspettative dei consumatori, particolarmente alte nelle

¹²⁵ Caniato, F., Caridi, M., Castelli, C., Golini, R., *Supply chain management in the luxury industry: a first classification of companies and their strategies*, International Journal of Production Economics, 133 (2), 2011, pp. 622–633.

¹²⁶ Forbes Burton, *Business Growth Strategies – A Quick Guide to Organic & In-organic Growth*, op. cit.

¹²⁷ Socha, M. *LVMH Acquires French Tannery*. Women's Wear Daily (2012). Disponibile in: <https://wwd.com/accessories-news/leather-goods/lvmh-acquires-french-tannery-5889962/>

generazioni più giovani e sensibili a tematiche di sostenibilità, amplificano questi rischi. La letteratura documenta casi di gruppi nel lusso costretti a disinvestire da fornitori o da asset produttivi acquisiti a seguito di scandali ESG, con costi economici e reputazionali significativi¹²⁸.

Una quarta categoria, più sottile ma non meno insidiosa, riguarda il rischio di incoerenza percepita. Anche in assenza di violazioni oggettive di standard qualitativi o etici, scelte successive all'accordo anche solo percepite come disallineate rispetto al posizionamento storico del *brand* — ad esempio modifiche alle politiche di prezzo (scontistica, attività promozionale), ampliamento dell'assortimento verso segmenti *entry-luxury* o accessibili, cambiamenti nell'identità visiva o comunicativa, sostituzione di figure iconiche (direttori creativi storici), o modifiche nella composizione e nella provenienza geografica dei prodotti — possono alimentare rivelarsi contraccolpi letali presso le comunità di clienti affezionati, collezionisti, e *opinion leader* del settore. Tali comunità operano come amplificatori reputazionali: discussioni negative su forum specializzati, social media, e media tradizionali possono erodere rapidamente la percezione di autenticità e di coerenza del marchio, con impatti di lungo periodo sulla fedeltà e sulla *willingness-to-pay*. La gestione di questi rischi “*soft*” richiede sensibilità culturale, trasparenza comunicativa, e capacità di *engagement* proattivo con *stakeholder* critici¹²⁹.

2.5.4 Best practice di gestione

Le migliori pratiche per la gestione dell'integrazione e la mitigazione dei rischi reputazionali nei processi di M&A nel lusso convergono su cinque pilastri operativi, documentati dalla letteratura e dalla prassi dei conglomerati *leader*. Il primo pilastro attiene alla governance dedicata dell'integrazione. I conglomerati di successo istituiscono strutture di governance multi-livello che combinano supervisione strategica a livello di gruppo con autonomia operativa affidata ai marchi singolarmente. Al vertice, comitati di integrazione a livello *board* supervisionano l'allineamento strategico, approvano piani di integrazione pluriennali, e monitorano metriche finanziarie e non-finanziarie (punteggi relativi alla salute del marchio, soddisfazione dei clienti, indici di reputazione, tassi di fidelizzazione dei dipendenti). A livello operativo, ciascuna *maison* acquisita mantiene collegi dedicati che includono rappresentanti del gruppo, membri indipendenti con esperienza settoriale, e Management della *maison* stessa, con mandato di preservare la coerenza identitaria e di scandire le fasi di integrazione attraverso traguardi progressivi e KPI specifici. Tale architettura consente di bilanciare l'esigenza di fare

¹²⁸ LVMH. (2019). LVMH 2019 Annual Report. Disponibile in: https://www.lvmh.com/proxyApi/v1/wordpress/attachment/lvmh_rapport-annuel-2019_gb.pdf

¹²⁹ Kapferer, Jean-Noël; Bastien, Vincent. *The Luxury Strategy*, pp. 248-249, *op. cit.*

affidamento in un coordinamento strategico con la necessità di proteggere l'autonomia creativa e decisionale delle *maison*. La letteratura evidenzia che la presenza di comitati *brand-specific* con autorità decisionale reale, che non sia meramente consultiva o di facciata, è correlata positivamente con la performance post-acquisizione e con la *retention* di capitale umano critico¹³⁰.

Il secondo pilastro riguarda gli strumenti contrattuali e le politiche HR. Le acquisizioni nel mondo del lusso includono sempre più frequentemente clausole contrattuali sofisticate finalizzate a proteggere l'identità e l'autonomia della realtà acquisita. Tali clausole includono: (i) garanzie di autonomia creativa per il direttore creativo, con diritti di veto su decisioni strategiche *core* (collezioni, *pricing*, comunicazione, scelta dei canali), *budget* autonomo per R&D estetico, e strutture di *reporting* che aggirano le linee gerarchiche standard del gruppo; (ii) clausole di *IP-sharing* che definiscano chiaramente la proprietà e l'uso dei codici iconografici, dei *design* e dei marchi, con meccanismi di protezione contro utilizzi non autorizzati o diluizioni; (iii) *retention agreements* con incentivi economici differiti (*stock options*, bonus pluriennali legati a performance di lungo periodo), garanzie di continuità nelle responsabilità chiave, e clausole di non concorrenza calibrate per evitare fuoriuscite di *know-how* strategico; (iv) *buyback options* che consentano al Management o ai precedenti proprietari del target di riacquisire il controllo qualora l'acquirente violi gli accordi di autonomia o comprometta l'identità del *brand*. Uno studio recente sui processi di M&A nel lusso documenta come le clausole di protezione creativa siano correlate positivamente con la sostenibilità della performance post-acquisizione, suggerendo che la preservazione dell'autonomia non rappresenti un vincolo all'estrazione di valore ma piuttosto una pre-condizione per realizzarla¹³¹. Sul fronte HR, le strategie di *retention* includono percorsi di successione creativa attentamente curati, investimenti in formazione e sviluppo per consolidare competenze artigianali distintive, e coinvolgimento dei talenti chiave in processi decisionali strategici con riconoscimento pubblico del loro contributo.

Il terzo pilastro attiene ai controlli sulla reputazione e alla *due diligence* ESG. Prima della conclusione dell'acquisizione, i conglomerati *leader* conducono *audit* reputazionali approfonditi che mappano: (i) la percezione del *brand* presso i clienti *core*, *opinion leader*, e *stakeholder* rilevanti; (ii) la coerenza identitaria storica ed eventuali vulnerabilità a derive successive all'acquisizione; (iii) la struttura della comunità di clienti fedeli e collezionisti, con l'identificazione di *influencer* e amplificatori reputazionali; (iv) presenza sui *social media* e su

¹³⁰ D. Pitta & L. Prevel Katsanis, (1995), *op. cit.*

¹³¹ T. Bajaj (2025), *op. cit.*

forum specializzati, con *sentiment analysis* e una chiara identificazione di temi sensibili. Contestualmente, la *due diligence* ESG esamina l'intera *supply chain* dell'azienda target, con particolare attenzione a fornitori critici, pratiche lavorative, tracciabilità dei materiali, *compliance* regolamentare, e gestione dell'impatto ambientale. Una volta terminata la fase di negoziazione, quando l'acquisizione è ufficialmente in essere, viene monitorata periodicamente l'evoluzione delle metriche reputazionali e ESG, consentendo interventi correttivi tempestivi. I conglomerati utilizzano inoltre piattaforme di certificazione e di tracciabilità (*blockchain* per diamanti e materiali critici, certificazioni ESG di fornitori) per ridurre le vulnerabilità e per comunicare trasparenza agli *stakeholder*¹³². La verticalizzazione su anelli critici della filiera è utilizzata non soltanto per sinergie operative, ma come leva di controllo qualitativo e reputazionale: acquisire concerie, manifatture, e laboratori consente infatti di imporre standard elevati, di verificare il rispetto dei requisiti di *compliance*, e di ridurre rischi di terze parti¹³³.

Il quarto pilastro riguarda la gestione della comunicazione e l'*engagement* degli *stakeholder*. Le fasi sensibili dell'integrazione sono generalmente l'annuncio dell'acquisizione, eventuali *rebrand* o riposizionamenti selettivi, riallineamenti di prezzo o di mix prodotto, cambiamenti nel Management o nella direzione creativa. Tutti questi richiedono una comunicazione coerente, trasparente, e tempestiva verso gli *stakeholder* interni ed esterni. I conglomerati *leader* sviluppano manuali di crisi comunicativa che definiscono: (i) messaggi chiave da veicolare in ciascuna fase; (ii) canali di comunicazione da utilizzare (comunicati ufficiali, interviste a media selezionati, eventi dedicati, comunicazione diretta a clienti VIP); (iii) portavoce autorizzati e formati; (iv) meccanismi di monitoraggio in tempo reale delle reazioni e di *escalation* in caso di crisi. L'*engagement* proattivo di opinionisti, giornalisti specializzati, e comunità di appassionati avviene attraverso eventi esclusivi, *preview* di collezioni, visite agli *atelier* e spesso anche ai siti produttivi, e co-creazione di contenuti che riaffermino il DNA della *maison* e rassicurino sulla continuità identitaria¹³⁴. L'esperienza dell'acquisizione di Tiffany da parte di LVMH esemplifica l'efficacia di questo approccio: nonostante le complessità legate al contenzioso legale durante la pandemia e alle tensioni sulla rinegoziazione del prezzo, LVMH ha gestito la comunicazione con trasparenza, ha investito visibilmente nel rilancio del *flagship* di Fifth Avenue rinominato "The Landmark", ha ingaggiato testimonial famosi di alto profilo (Beyoncé, Pharrell Williams), e ha mantenuto un dialogo costante con *stakeholder* critici,

¹³² Compagnie Financière Richemont SA, *Annual Report and Accounts 2023* (31 marzo 2023), Richemont, pp. 41 ss. Disponibile in: <https://www.richemont.com/media/vjclruw/richemont-fy23-annual-report-en.pdf>

¹³³ Forbes Burton, *Business Growth Strategies – A Quick Guide to Organic & In-organic Growth*, *op. cit.*

¹³⁴ Kapferer, Jean Noël; Bastien, Vincent. *The Luxury Strategy*, pp. 59-60, *op. cit.*

preservando così la reputazione del *brand* e confermando l'impegno alla valorizzazione di lungo periodo¹³⁵.

Il quinto pilastro attiene al disegno di sinergie "*reputation-proof*", che trova fondamento nella distinzione tra competenze mobili (sistemi gestionali, scala produttiva) e competenze immobili (identità di marca, *heritage*), dove solo le prime vengono integrate per generare efficienza senza intaccare il valore simbolico del *brand*¹³⁶. Non tutte le sinergie teoricamente realizzabili sono desiderabili nel mondo del lusso: sinergie che implicano massificazione, omogeneizzazione, o riduzione dell'esclusività possono generare distruzione di valore reputazionale superiore ai benefici economici di breve periodo, come già ampiamente dimostrato. I conglomerati *leader* selezionano, quindi, processi integrativi che siano compatibili con la preservazione della scarsità e della distintività: centralizzare l'approvvigionamento di materiali critici mantenendo autonomia su *design* e su specifiche tecniche; condividere piattaforme digitali e sistemi CRM preservando la personalizzazione e la segmentazione della comunicazione¹³⁷; localizzare *boutique* in ubicazioni di prima fascia da condividere in maniera opportuna per ottimizzare costi immobiliari, mantenendo esperienze *in-store* distintive e specifiche per ogni *brand*¹³⁸. Inoltre, risulta sempre una scelta ottimale diversificare il portafoglio con l'obiettivo precipuo di diluire i rischi idiosincratici, mantenendo salde le barriere interne fra posizionamenti. Le evidenze su LVMH, Kering, e Richemont mostrano che i benefici di scala in distribuzione, acquisto di spazi pubblicitari, e accesso ai mercati dei capitali possono coesistere con identità forti quando la logica d'integrazione evita la massificazione e rispetta le specificità identitarie di ciascuna *maison*¹³⁹.

2.5.5 Evidenze dai casi: LVMH, Kering, Richemont

Nonostante la letteratura, gli esperti del settore e moltissime accademiche si siano già cimentati in profonde analisi sui modelli di integrazione adottati dai tre principali conglomerati del lusso europei, l'analisi comparativa delle politiche di LVMH, Kering e Richemont risulta esemplificativa per rilevare pattern ricorrenti e alcune variazioni strategiche significative.

¹³⁵ LVMH. (2023). LVMH 2023 Annual Report. Disponibile in: <https://www.lvmh.com/en/publications/2023-new-record-year-for-lvmh>

¹³⁶ L. Carcano, B. Rovetta, *Strategia multi-brand*, op. cit.

¹³⁷ Nocke, V., & Yeaple, S. (2007). *Cross-border mergers and acquisitions vs. greenfield foreign direct investment: The role of firm heterogeneity*. Journal of International Economics, 72, 3363-365

¹³⁸ Cfr. LVMH, *Annual Report 2023*, op. cit., pp. 14-18. Il documento illustra la strategia di investimento in "località AAA", confermando esborsi per circa 2,7 miliardi di euro in asset immobiliari globali nel solo esercizio 2023 per proteggere il posizionamento delle *maison*.

¹³⁹ Si veda come esempio non esaustivo G. Müller-Stewens, M. Schuler, *Synergies versus Autonomy: Management of Luxury Brands at Richemont*, Case Study dell'Università di San Gallo (HSG), ed. aggiornata 2024. Lo studio analizza come Richemont centralizzi le funzioni "invisibili" (IT, logistica, finanza) per ottenere vantaggi di costo, imponendo al contempo una rigida separazione nelle direzioni creative per mantenere l'esclusività e la distintività di *brand* come Cartier o IWC.

LVMH ha costruito un modello di integrazione caratterizzato da velocità nel *deal-making*, ampia estensione del portafoglio (75 *brand* in sei divisioni operative), e processi di integrazione disciplinati orientati alla creazione di piattaforme condivise. Le acquisizioni iconiche di Bulgari (2011), Belmond (2019) e Tiffany (2021) illustrano questa logica. L'integrazione di Bulgari ha perseguito sinergie produttive (condivisione dell'approvvigionamento delle pietre preziose con altre *maison* del gruppo quali Chaumet e Fred), sinergie distributive (co-locazione di *boutique*, integrazione di *retail operations*), e sfruttando appieno la piattaforma digitale di gruppo, preservando contestualmente la sede romana, il Management operativo, e l'autonomia creativa. Gli investimenti in comunicazione e *retail* sono stati incrementati significativamente post-acquisizione per sostenere crescita e internazionalizzazione, con risultati evidenti: i ricavi della divisione *Watches & Jewelry* di LVMH sono passati da €2,6 miliardi nel 2011 a oltre €10 miliardi nel 2022, con Bulgari come contributore principale, e i margini operativi sono migliorati grazie a economie di scala. L'acquisizione di Belmond ha esteso l'ecosistema LVMH al segmento *hospitality* ultra-lusso, creando *touchpoint* esperienziali (hotel, treni, ristoranti iconici) che rafforzano il sogno senza aumentare l'esposizione *retail* di prodotto. L'integrazione di Tiffany, esempio molto complesso già parzialmente citato, è stata strutturata per preservarne l'identità e il posizionamento: il marchio è stato mantenuto autonomo con investimenti visibili in rinnovamento *retail*, rilancio comunicazione, e introduzione di nuove collezioni, mentre le sinergie perseguite includono integrazione produttiva con Bulgari, espansione geografica in Europa e Asia, e ottimizzazione del mix canale. Le metriche di performance del gruppo sono riassunte da un ROE mediano di 22%, ROIC di 15% nel 2022, capitalizzazione di €450 miliardi, e confermano la capacità di LVMH di coniugare crescita aggressiva per via esterna con preservazione delle identità di marca¹⁴⁰.

Kering (già PPR) ha seguito una traiettoria evolutiva differente, caratterizzata da rifocalizzazione progressiva del portafoglio verso moda e pelletteria di alta gamma, con cessioni strategiche di asset divenuti estranei con la nuova missione, come Puma, Volcom, e altri marchi di abbigliamento sportivo, e di contro con integrazioni focalizzate su *maison* con forte potenziale creativo. Le acquisizioni chiave di Gucci (controllo rafforzato negli anni '90), Saint Laurent, Bottega Veneta e Balenciaga, sono state accompagnate da un forte accento sulla direzione creativa come leva di riposizionamento e rilancio. Il caso Gucci è emblematico: il marchio, in crisi identitaria e finanziaria negli anni '90 a causa di *over-licensing* e diluizione di esclusività ed *heritage*, è stato rilanciato attraverso l'ingaggio di Tom Ford come direttore creativo, il progressivo ritiro delle licenze lontane dal *core*, l'investimento massiccio in *retail*

¹⁴⁰ LVMH. (2023). LVMH 2023 Annual Report., *op. cit.*

diretto, e la ricostruzione meticolosa dell'*equity*. Kering ha replicato questo modello con altre *maison* del portafoglio, affidando a direttori creativi di alto profilo (Hedi Slimane per Saint Laurent, Daniel Lee per Bottega Veneta, Demna per Balenciaga) il compito di reinterpretare *heritage* e codici iconografici mantenendo rilevanza culturale. Le dinamiche di rifocalizzazione del portafoglio e le cessioni strategiche indicano una gestione attiva dei rischi reputazionali e di coerenza posizionale: Kering ha progressivamente disinvestito da segmenti percepiti come non coerenti con il posizionamento *luxury*, concentrando le risorse su *maison* ad alto valore simbolico. Le metriche di performance documentano l'efficacia di questa strategia: ROE in trend positivo, ROIC medio di 12% con miglioramento significativo dal 2017 grazie all'espansione del business dell'occhialeria e al disinvestimento di Puma¹⁴¹.

Richemont ha adottato un approccio più conservativo e graduale, privilegiando acquisizioni mirate di *brand heritage* con forte radicamento artigianale, e integrazioni orientate a preservare *savoir-faire* e autenticità piuttosto che a massimizzare rapidamente sinergie operative. Le operazioni su Delvaux (2011, acquisizione completa), Buccellati (2016, partecipazione di controllo), e Peter Millar (2012, acquisizione completa) esemplificano questa logica. Delvaux, fondato nel 1829 a Bruxelles e il più antico *brand* di pelletteria al mondo, e Buccellati, specialista di alta gioielleria con tecniche artigianali uniche, sono stati integrati con logica di “incubazione”: investimenti in *retail* (apertura di *boutique* monomarca in piazze strategiche), rafforzamento della *supply chain* (controllo qualità, tracciabilità, approvvigionamento di materiali), e sfruttamento efficace ed efficiente della piattaforma comunicativa di gruppo, mantenendo però una preservazione rigorosa dell'autonomia creativa e dell'identità di marca. Le sinergie perseguite sono prevalentemente “soft”: amplificazione reputazionale attraverso associazione con un gruppo prestigioso, accesso a capitali per investimenti in crescita, condivisione di *best practice* nella gestione della vendita al dettaglio. Richemont ha inoltre gestito attivamente rischi distributivi attraverso riallineamento del perimetro digitale: la dismissione progressiva di Net-A-Porter (YNAP) e la rifocalizzazione su piattaforme *e-commerce* proprietarie riflettono la consapevolezza che canali multi-*brand* generalisti possono generare conflitti di prezzo, incoerenze esperienziali, ed erosione di *brand equity*. Le performance di Richemont sono più volatili rispetto a LVMH e Kering, con ROE e ROIC più bassi¹⁴², e *underperformance* attribuita a errori di valutazione su alcune acquisizioni quali Net-A-Porter. Tuttavia, questi dati confermano comunque creazione di valore, e il modello di

¹⁴¹ Kering, Press release – 2023 Annual Results, 8 febbraio 2024. Disponibile in: https://www.kering.com/api/download-file/?path=Kering_Press_release_2023_Full_year_results_3388f09c4c.pdf

¹⁴² Il ROIC di Richemont ha toccato quota 5% nel 2021, rispetto ad una media del settore superiore al 13%.

integrazione graduale e rispettoso dell'identità si è rivelato efficace nel preservare il capitale reputazionale delle *maison* acquisite¹⁴³.

2.6 Creazione di valore attraverso le acquisizioni nel settore del lusso: evidenza empirica e meccanismi

2.6.1 Framework teorico: creazione di valore nelle attività M&A

La teoria economica e finanziaria delle acquisizioni identifica tre categorie principali di sinergie attraverso cui le operazioni M&A possono generare valore per gli azionisti dell'acquirente: sinergie operative, sinergie finanziarie, e sinergie strategiche. Nel corso di questo capitolo, alcune di esse sono già state citate; in questo paragrafo vengono, dunque, riordinate e opportunamente contestualizzate. Le sinergie operative derivano da efficientamenti nei processi produttivi e distributivi, e includono economie di scala (riduzione del costo unitario al crescere dei volumi), economie di scopo (condivisione di risorse produttive o distributive tra prodotti o *business unit* differenti), integrazione verticale della *supply chain* (internalizzazione di fornitori o distributori con contestuale riduzione di costi di transazione e miglioramento del coordinamento), razionalizzazione dell'eventuale capacità produttiva in eccesso, e condivisione di *best practice* operative. Le sinergie finanziarie emergono da ottimizzazioni della struttura finanziaria e fiscale, e includono una significativa riduzione del costo medio ponderato del capitale (WACC) attraverso una maggiore capacità di indebitamento o un miglior *rating* creditizio, una diversificazione dei flussi di cassa con riduzione della volatilità e del rischio percepito, un'ottimizzazione fiscale attraverso il consolidamento di perdite fiscali riportabili (*tax loss carryforwards*), una riallocazione efficiente di flussi di cassa complementari (come nel caso in cui la liquidità in eccesso di un'impresa target venga impiegata per finanziare opportunità di investimento redditizie dell'acquirente), e accesso a mercati dei capitali con condizioni più favorevoli grazie a maggiore dimensione e visibilità¹⁴⁴. Le sinergie strategiche riguardano il rafforzamento del posizionamento competitivo e l'ampliamento delle opzioni di crescita, e includono diversificazione del portafoglio prodotti o geografica con riduzione del rischio idiosincratico, acquisizione di capacità tecniche o di risorse critiche non disponibili internamente, eliminazione di competitor con consolidamento di quota di mercato e *pricing*

¹⁴³ Richemont, *Annual Report and Accounts 2023*, *op. cit.*

¹⁴⁴ Cfr. A. Damodaran, *The Value of Synergy*, Stern School of Business - New York University, 2005, pp. 3-11. Damodaran dimostra che le sinergie operative agiscono sui flussi di cassa operativi, mentre le sinergie finanziarie possano ridurre il costo del capitale (WACC) o generare vantaggi fiscali diretti.

power, accesso a nuovi mercati geografici o segmenti di clientela, e creazione di opzioni reali di crescita (*real options*) attraverso piattaforme acquisite¹⁴⁵.

Nei *framework* valutativi standard, la creazione di valore attraverso operazioni di M&A è quantificabile *ex ante* attraverso il confronto tra il valore dell'entità combinata post-acquisizione e la somma dei valori singoli di acquirente e target, al netto del premio pagato e dei costi di transazione e integrazione. Formalmente, il valore creato per gli azionisti dell'acquirente è dato da:

$$\text{Valore Creato} = V(A + T) - [V(A) + V(T) + \text{Premio} + \text{Costi}]$$

dove $V(A + T)$ è il valore della *combined entity*, $V(A)$ e $V(T)$ sono i valori *standalone*, *Premio* è il premio pagato sul prezzo di mercato o sul valore *standalone* dell'impresa target, e *Costi* includono *advisory fees*, costi legali e regolamentari, e costi di integrazione¹⁴⁶. Il valore della *combined entity* incorpora le sinergie attese, tipicamente stimate attraverso proiezioni di *free cash flow* incrementali attualizzati al WACC dell'entità combinata¹⁴⁷. *Ex post*, la creazione di valore è misurabile attraverso performance finanziarie (crescita di ricavi, margini operativi, ROE, ROIC) e performance di mercato (*abnormal returns* intorno agli annunci di operazioni di M&A, misurati attraverso *event studies* con metodologia standard dei *cumulated abnormal returns*, i cosiddetti CAR)¹⁴⁸.

La letteratura empirica generale sull'attività di M&A documenta risultati eterogenei e spesso contrastanti: mentre i target catturano tipicamente premi significativi (20-40% sul prezzo pre-annuncio), gli acquirenti mostrano performance variabili, con studi che documentano sia distruzione sia creazione di valore, e con evidenza che i fallimenti derivano tipicamente da *overpayment*, da sovrastima delle sinergie, da complessità di integrazione sottovalutate, e da problemi culturali e organizzativi. Il tasso di fallimento delle operazioni straordinarie è stimato in letteratura tra il 50% e il 90% a seconda delle definizioni e delle metriche utilizzate, dove con "fallimento" si intende tipicamente il mancato raggiungimento degli obiettivi dichiarati, la distruzione di valore per gli azionisti dell'acquirente, o la necessità di disinvestimento entro

¹⁴⁵ S.C. Reed, A.R. Lajoux, H.P. Nesvold, *The Art of M&A: A Merger Acquisition Buyout Guide*, 5^a ed., McGraw-Hill Education, New York, 2019, cap. 1, pp. 45-62. Gli autori analizzano le sinergie strategiche in termini di "posizionamento competitivo", evidenziando come l'integrazione verticale e l'accesso a nuovi mercati geografici riducano il rischio idiosincratico e creino "opzioni reali" (*real options*) per espansioni future, validando la distinzione tra efficienza di breve periodo e flessibilità strategica di lungo periodo.

¹⁴⁶ Cfr. R. F. Bruner, *Applied Mergers and Acquisitions*, Hoboken, John Wiley & Sons, 2004, pp. 248-265 e 323-340. L'autore formalizza la misura della creazione di valore per l'acquirente come differenza tra il valore dell'entità combinata (incluso il valore attuale delle sinergie) e la somma del prezzo pagato (valore *standalone* del target più premio) e dei costi di integrazione.

¹⁴⁷ Si veda S. A. Kaplan, R. S. Ruback, *The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis*, in *The Journal of Finance*, vol. 50, n. 4, 1995, pp. 1059-1093. Questo studio valida l'uso dei flussi di cassa scontati (DCF) attualizzati al WACC dell'entità combinata per stimare il valore delle sinergie *ex ante*.

¹⁴⁸ R. F. Bruner, *Applied Mergers and Acquisitions*, 2004, *op. cit.*

orizzonti temporali brevi. Questa evidenza di elevato tasso di fallimento potrebbe sembrare apparentemente paradossale rispetto alla crescita costante dell'attività di M&A globale, e suggerisce che i *driver* della crescita per via esterna non sono unicamente economico-finanziari, ma includono anche pressioni competitive, opportunismo manageriale, e logiche di consolidamento settoriale non sempre allineate con la massimizzazione del valore per gli azionisti¹⁴⁹.

2.6.2 Specificità della creazione di valore nel lusso

Nel settore del lusso, i meccanismi di creazione di valore attraverso processi di M&A presentano specificità significative rispetto al *framework* teorico generale, riflettendo la natura distintiva degli asset critici e delle fonti di vantaggio competitivo. In primo luogo, la centralità degli *intangibles*: come già discusso, il valore del target deriva prevalentemente da *brand equity*, retaggio, *savoir-faire* artigianale, e legittimazione culturale, piuttosto che da asset tangibili, economie di scala produttive, o tecnologie proprietarie. Di conseguenza, le sinergie operative “*hard*” sono meno rilevanti, come le consuete riduzioni di costi unitari di produzione, chiusure di impianti ridondanti o razionalizzazioni della forza lavoro, e possono anzi risultare controproducenti se perseguite in modo aggressivo, poiché compromettono autenticità e artigianalità. Le sinergie prevalenti sono invece “*soft*”, che consistono in un'amplificazione reputazionale reciproca, la condivisione di clientela ad alto reddito, il *cross-selling* di prodotti complementari, lo sfruttamento delle piattaforme distributive globali, e l'accesso a competenze e a *network* relazionali difficilmente acquisibili organicamente. In secondo luogo, la preservazione dell'identità di marca come pre-condizione per la realizzazione delle sinergie: a differenza di altri settori, dove l'integrazione può procedere attraverso meccanismi standardizzati senza rischiare impatti reputazionali negativi, nel lusso ogni segnale di omogeneizzazione erode il capitale simbolico e compromette la capacità di sostenere premium pricing. Il *trade-off* tra crescita e esclusività è, quindi, costitutivo: sinergie che implicano massificazione o diluizione identitaria generano distruzione di valore superiore ai benefici economici di breve periodo. In terzo luogo, gli orizzonti temporali di maturazione delle sinergie sono più lunghi: la costruzione di fiducia presso la clientela *core*, il consolidamento delle competenze artigianali integrate, e l'amplificazione reputazionale richiedono anni piuttosto che trimestri, imponendo governance e strutture di incentivazione orientate al lungo periodo¹⁵⁰.

¹⁴⁹ M. C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, in *American Economic Review*, vol. 76, n. 2, 1986, pp. 323-329.

¹⁵⁰ Königs, A., & Schiereck, D. *Wealth creation by M&A activities in the luxury goods industry*, 2006, *op. cit.*

2.6.3 Evidenza empirica: performance finanziaria dei conglomerati del lusso

L'evidenza empirica sulla performance finanziaria dei principali conglomerati del lusso conferma creazione di valore significativa attraverso strategie di M&A seriali e selettive. LVMH rappresenta il caso più emblematico: dal 1987, anno della fusione che diede origine al gruppo, ha completato oltre 80 acquisizioni rilevanti costruendo un portafoglio di 75 *brand* in sei divisioni operative (*Fashion & Leather Goods, Perfumes & Cosmetics, Watches & Jewelry, Wines & Spirits, Selective Retailing, Other Activities*). Le metriche finanziarie documentano performance superiori ai *benchmark*, riportando un ROE mediano del 22% nel periodo 2015-2022 con andamento crescente (picco di 29% nel 2021 post-acquisizione Tiffany), ROIC di 15% nel 2022 (contro il *benchmark* di settore fermo al 12,3%), ricavi cresciuti da €37 miliardi nel 2015 a €79 miliardi nel 2022, e capitalizzazione di mercato che ha raggiunto €450 miliardi nel 2022, ed è stata la prima società europea a superare il traguardo di €500 miliardi, poi ridimensionata per correzioni di mercato. La crescita è stata sia organica sia non-organica, in cui le acquisizioni hanno dato un contributo significativo, ampliando il portafoglio e rafforzando divisioni sottodimensionate, come lo era *Watches & Jewelry* prima dell'acquisizione di Bulgari¹⁵¹.

Kering mostra un trend positivo di performance post-rifocalizzazione del portafoglio su *luxury fashion & leather goods*. Il ROE è passato da livelli inferiori al 15% nel periodo 2015-2016 a oltre 20% nel 2019-2022, con ROIC medio di 12% e miglioramento significativo dal 2017 attribuibile all'espansione del business nel settore dell'occhialeria e al completamento del disinvestimento di Puma. La strategia di un portafoglio concentrato su pochi *brand* iconici (Gucci, Saint Laurent, Bottega Veneta, Balenciaga) con forte direzione creativa si è rivelata efficace, con Gucci che contribuisce circa 60% dei ricavi operativi del gruppo¹⁵². Richemont presenta performance più volatili con ROE e ROIC inferiori ai concorrenti e con andamento decrescente attribuito a errori di valutazione su alcune acquisizioni (Net-A-Porter, vendita successivamente) e alle difficoltà sperimentate dal segmento *Watches* che ha sofferto per correzioni cicliche della domanda¹⁵³. Infine, Estée Lauder, pur operando prevalentemente nel segmento cosmetica e profumeria, mostra performance finanziarie superiori ai *peer luxury* con ROE medio di 35% e ROIC medio di 17,5%, attribuibili a strategia di acquisizioni frequenti e di dimensione contenuta (*tuck-in acquisitions*) che hanno ampliato il portafoglio *brand* senza compromettere marginalità. Tuttavia, l'acquisizione di Tom Ford nel 2022 per €2,8 miliardi ha

¹⁵¹ LVMH. (2022). LVMH 2022 Annual Report, *op. cit.*

¹⁵² Kering, 2023 Annual Results, Press release, *op. cit.*

¹⁵³ Richemont, Annual Report and Accounts 2023, *op. cit.*

generato temporaneo calo di ROE per diluizione, che ha evidenziato la possibile presenza di rischio di *overpayment*¹⁵⁴.

2.6.4 Evidenza empirica: event study e market-based measures

Gli *event study*, che misurano reazioni del mercato azionario agli annunci di operazioni di M&A attraverso l'analisi di *cumulative abnormal returns* nelle finestre temporali immediatamente successive agli annunci, forniscono evidenza convergente sulla creazione di valore nei processi di M&A nel lusso¹⁵⁵. Königs e Schiereck, in uno studio seminale su un campione di acquisizioni nel settore *luxury*, documentano ritorni anomali cumulati positivi e statisticamente significativi per diverse *event windows*; inoltre, la magnitudine dei ritorni è positivamente correlata con la coerenza strategica tra acquirente e acquisito, *track record* dell'acquirente nella gestione di *brand* acquisiti, e segnalazioni esplicite di preservazione dell'autonomia creativa¹⁵⁶. Uno studio per LVMH documenta *cumulated abnormal return* (CAR) di 1,67% in finestra di 10 giorni intorno agli annunci di acquisizione, indicando che il mercato valuta positivamente la strategia di M&A del gruppo e incorpora aspettative di creazione di valore¹⁵⁷. Studi condotti da Chung e Kim¹⁵⁸, e da Rani et al.¹⁵⁹, confermano la presenza di correlazione positiva tra operazioni di M&A e *luxury brand value*, misurato attraverso metriche quali *brand valuation*, *customer-based brand equity*, e *pricing power*. La letteratura empirica specifica sui processi di M&A rimane tuttavia limitata, con la maggior parte degli studi focalizzati su settori differenti o su aree geografiche specifiche, e con necessità di ulteriori ricerche per identificare *driver* specifici di creazione di valore e per isolare effetti di acquisizioni individuali da trend settoriali generali.

2.6.5 Fattori critici di successo

La sintesi dell'evidenza teorica ed empirica, in questo lavoro già accennata e qui ora riordinata, consente di identificare fattori critici di successo nelle operazioni di M&A nel lusso. Il primo fattore concerne il ritmo e la portata delle acquisizioni: la letteratura evidenzia che un “*pace & rhythm*” coerente con le capacità organizzative di integrazione preserva l'identità e massimizza le sinergie, mentre perseguire molte operazioni in tempi ravvicinati può erodere i rendimenti e

¹⁵⁴ The Estée Lauder Companies Inc., *Annual Report on Form 10-K* per l'esercizio chiuso il 30 giugno 2023, depositato il 18 agosto 2023. Disponibile in: <https://media.elcompanies.com/files/e/estee-lauder-companies/global/investors/investor-resources/toolkit/form-10k-08182023.pdf>

¹⁵⁵ M. Castello, *Le acquisizioni da investitori esteri nel fashion e luxury*, 2014, *op. cit.*

¹⁵⁶ Königs, A., & Schiereck, D. *Wealth creation by M&A activities in the luxury goods industry*, 2006, *op. cit.*

¹⁵⁷ K. Gjerløv, *Value Creation through M&A in the Personal Luxury Goods Industry. A Case Study of LVMH and its Peers' Performance and M&A Strategies*, tesi di laurea magistrale, Copenhagen Business School, 15 maggio 2023.

¹⁵⁸ Chung, Y., Kim, A. J.. *Effects of mergers and acquisitions on brand loyalty in luxury Brands: The moderating roles of luxury tier difference and social media*. *Journal of Business Research*, 120, 2020, pp. 434-442.

¹⁵⁹ Rani, N., Yadav, S. S., Jain, P. K.. *Mergers and Acquisitions A Study of Financial Performance, Motives and Corporate Governance*, Vol. India Studies in Business and Economics, 2016, Springer.

distruggere parte del valore degli intangibili, a causa dell'estrema difficoltà nel gestire simultaneamente molteplici integrazioni complesse. LVMH, ad esempio, ha dimostrato una notevole capacità di gestire ritmo sostenuto ma disciplinato, con acquisizioni distribuite temporalmente e con processi di integrazione standardizzati che consentono la scalabilità sostenibile¹⁶⁰. Il secondo fattore riguarda la struttura di governance dopo l'accordo: architetture multi-brand con autonomia creativa delle *maison* combinata con centralizzazione selettiva di funzioni di piattaforma, consigli *brand-specific*, e meccanismi di incentivazione allineati al lungo periodo sono correlati positivamente con la performance. Il terzo fattore attiene alla *retention* di capitale umano critico: *turnover* di direttori creativi, maestri artigiani, e Management *brand-specific* rappresenta uno dei principali fattori di insuccesso. Il quarto fattore riguarda le clausole contrattuali di protezione identitaria: autonomia creativa, IP-*sharing*, *retention agreements*, e *buyback options* migliorano la sostenibilità della performance post-acquisizione. Il quinto fattore attiene alla selezione dei target: coerenza identitaria e merceologica con il portafoglio esistente, *heritage* consolidato, capacità produttive integrate o accesso a fornitori critici, rete distributiva selettiva, e Management di qualità sono predittori di successo. In sintesi, la creazione di valore nelle attività di M&A nel mondo del lusso dipende da capacità organizzative distintive — sensibilità culturale, governance sofisticata, orientamento al lungo periodo, e competenze di *brand* Management — piuttosto che da semplice capacità finanziaria o da aggressività nel *deal-making*.

2.7 Conclusioni di sintesi

Il Capitolo 2 ha articolato le peculiarità del settore del lusso nella *corporate finance* attraverso l'analisi di cinque dimensioni interconnesse: dinamiche competitive e barriere all'ingresso, valore del marchio e sua centralità nelle operazioni di M&A, distribuzione selettiva e scelte di canale, politiche di integrazione post-acquisizione e gestione del rischio reputazionale, ed evidenza empirica sulla creazione di valore tramite attività di M&A.

L'analisi ha evidenziato come il lusso rappresenti un settore con caratteristiche distintive rispetto ad altri contesti industriali, quali la presenza di barriere all'ingresso prevalentemente immateriali e cumulative (*brand equity*, *heritage*, *savoir-faire*), una struttura oligopolistica con coesistenza di concentrazione al vertice e frammentazione alla base, logiche competitive fondate sulla differenziazione identitaria piuttosto che sul prezzo o i volumi di vendita, e

¹⁶⁰ Tanto da far diventare operazioni di M&A quasi un marchio di fabbrica di LVMH. Cfr. J. Sonnenfeld, S. Tian, *The secrets of what Arnault knows: How Bernard Arnault built the impossible, and his timeless, transferable lessons of leadership*, in *Fortune.com*, 23 dicembre 2025. In diverse occasioni, Arnault ha rivendicato la primogenitura del modello di conglomerato multi-brand, definendo “mediocri” i tentativi di imitazione che non rispettano la ferrea disciplina finanziaria e l'autonomia creativa delle singole *maison*.

operazioni di M&A come strumento elettivo di crescita per “acquisire tempo” e accedere a risorse rare non replicabili organicamente.

Il marchio rappresenta l’asset nucleare del lusso, con implicazioni pervasive sulla selezione dei target, *pricing* degli accordi, modalità di integrazione, e strategie di estrazione del valore post-acquisizione. La preservazione dell’identità di marca è condizione necessaria per realizzare valore, richiedendo architetture di governance sofisticate, clausole contrattuali di protezione, *retention* di capitale umano critico, e gestione attenta dei rischi reputazionali.

Le scelte distributive — retail diretto vs. *wholesale* selettivo vs. *licensing* — riflettono *trade-off* tra controllo e *capital intensity*, con implicazioni significative su marginalità, crescita, e valutazioni sull’andamento. Si è dimostrato che i conglomerati di successo privilegiano il *retail* diretto per massimizzare il controllo di tutta la filiera ed esercitare il proprio potere di determinazione dei prezzi, utilizzando *wholesale* e *licensing* in modo selettivo e transitorio.

L’evidenza empirica conferma che i conglomerati leader creano realmente valore, con performance finanziarie (ROE, ROIC) superiori ai *benchmark* di settore e reazioni positive del mercato agli annunci di operazioni di M&A. I meccanismi di trasmissione del valore operano attraverso acquisizione di *intangibles*, sinergie operative e finanziarie, espansione strategica, e *leverage* di piattaforme globali, dove il successo è condizionato alla capacità di integrare le aree opportune e preservare contestualmente l’identità di ogni marchio, mantenendo appositamente separate, e anche ridondanti, altre aree.

Le peculiarità analizzate in questo capitolo costituiscono il fondamento concettuale e settoriale per l’analisi valutativa e delle attività di M&A specifiche che verranno sviluppate nei capitoli successivi della tesi.

Capitolo 3: Contesto settoriale del *business case*

3.1 Inquadramento metodologico

La presente analisi si concentra sull'andamento del settore del lusso personale nell'arco del 2024, anno che precede immediatamente l'operazione oggetto di studio, conclusasi nei primi mesi del 2025. La scelta di esaminare l'intero anno risponde alla necessità di contestualizzare adeguatamente le motivazioni strategiche e le dinamiche macroeconomiche che hanno influenzato le decisioni degli attori coinvolti nell'accordo. In particolare, la comprensione dello scenario settoriale a cavallo tra il 2024 e il 2025 consente di inquadrare con maggiore precisione sia il rationale dell'acquirente nell'identificare opportunità di acquisizione in una fase di rallentamento, sia le eventuali pressioni competitive o patrimoniali che possono aver indotto il venditore a cedere l'asset in quel momento specifico¹⁶¹.

L'analisi si fonda su tre fonti primarie: il rapporto *The State of Fashion: Luxury 2024* di McKinsey & Company¹⁶², il *Global Luxury Goods Study 2023* di Bain & Company in collaborazione con Altagamma¹⁶³, e l'edizione 2023 del *Global Powers of Luxury Goods* di Deloitte¹⁶⁴. Questi report, pubblicati rispettivamente tra novembre 2024 e i primi mesi del 2025, forniscono dati consolidati su performance finanziarie, trend di mercato, segmentazione della clientela e proiezioni a medio termine basate su sondaggi sottoposti sia a *executive* del settore sia ai consumatori, analisi di bilancio e modelli proprietari di previsione. Tutti questi report sono ancorati a dati quantitativi da società quotate, interviste qualitative con UHNWI (*Ultra-High-Net-Worth Individuals*) e HNWI (*High-Net-Worth Individuals*), e dataset da enti istituzionali quali Euromonitor e McKinsey Global Institute. La convergenza metodologica tra queste fonti garantisce un livello elevato di attendibilità e una visione plurale del fenomeno. Come emerso nel Capitolo 2, il settore del lusso presenta peculiarità strutturali: barriere all'ingresso fondate su *brand equity*, distribuzione selettiva, integrazione verticale; queste rendono imprescindibile il ricorso a fonti specializzate per cogliere dinamiche che non emergerebbero da analisi puramente finanziarie o da dati aggregati di settore.

¹⁶¹ La centralità del *timing* strategico nelle operazioni di M&A è discussa ampiamente nella letteratura. Si veda, come esempio non esaustivo, R. F. Bruner, *Applied Mergers and Acquisitions*, Hoboken, John Wiley & Sons, 2004, pp. 120-135.

¹⁶² McKinsey & Company e The Business of Fashion, *The State of Fashion: Luxury 2024*, novembre 2024. Disponibile in: <https://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/state-of-luxury>

¹⁶³ Bain & Company e Altagamma, comunicato stampa, *Global luxury spending to land near €1.5 trillion in 2024*, 13 novembre 2024. Disponibile in: <https://www.bain.com/about/media-center/press-releases/2024/global-luxury-spending-to-land-near-1.5-trillion-in-2024/>

¹⁶⁴ Deloitte, *2023 Global Powers of Luxury Goods*, dicembre 2023. Disponibile in: <https://www.deloitte.com/it/it/Industries/consumer/analysis/2023-global-powers-of-luxury-goods.html>

3.2 Evoluzione del settore del lusso: dalla fase espansiva al punto di inflessione

3.2.1 Dal boom post-pandemico al rallentamento del 2024

Il quinquennio 2019-2023 ha rappresentato per il lusso una fase espansiva senza precedenti recenti. Secondo McKinsey, il mercato globale dei beni personali di lusso, che comprende abbigliamento, calzature, pelletteria, orologi e gioielli, ha registrato una crescita media annua (CAGR) del 5%, passando da circa \$265-275 miliardi nel 2019 a \$320-330 miliardi nel 2023¹⁶⁵. Questa performance, superiore di due punti percentuali al tasso di crescita del PIL globale nello stesso periodo, ha però una composizione peculiare: circa l'80% dell'incremento è spiegato da aumenti di prezzo, mentre i volumi sono cresciuti marginalmente¹⁶⁶. In altre parole, l'industria ha estratto valore prevalentemente attraverso *price elevation*, una strategia che, come analizzato nel Capitolo 2 in relazione alla *brand equity*, trova fondamento teorico nella disponibilità dei consumatori a pagare un *premium price* per prodotti percepiti come esclusivi e di qualità superiore, ma che incontra limiti quando la fondamentale relazione prezzo-qualità viene messa in discussione dalla clientela¹⁶⁷.

L'accelerazione più marcata si è verificata tra il 2021 e il 2023, con tassi di crescita annui del 9%, sostenuti da tre fattori concomitanti: il *boom* del mercato domestico cinese, cresciuto al 18% annuo dal 2019 al 2023, raddoppiando di dimensione¹⁶⁸, l'aumento del reddito disponibile delle famiglie statunitensi nel post-pandemia, e la capacità dei conglomerati di estrarre margini elevati grazie al potere di *pricing*. In particolare, la pelletteria ha visto incrementi di listino nell'ordine del 50-100% su articoli selezionati¹⁶⁹, mentre in media i prezzi sono cresciuti del 4% annuo a livello di settore¹⁷⁰. McKinsey sottolinea come i grandi conglomerati quali LVMH, Hermès, Richemont, Kering, definiti *Super Winners* nel rapporto *State of Fashion*, abbiano quasi triplicato i loro profitti tra il 2019 e il 2024, rappresentando la maggioranza assoluta della creazione di valore del settore¹⁷¹. Questo fenomeno di polarizzazione, già discusso nel Capitolo 2 in termini di dinamiche competitive e barriere all'ingresso, si traduce in una concentrazione strutturale in cui pochi *player* dispongono della forza del marchio, della capacità distributiva e delle economie di scala necessarie per mantenere marginalità elevate anche in fase di rallentamento.

¹⁶⁵ McKinsey, *The State of Fashion: Luxury 2024*, op. cit., p. 22.

¹⁶⁶ *Ibid.*, pp. 6, 10. L'analisi distingue tra *price increases* (circa 80% della crescita) e *volume increases* (circa 20%).

¹⁶⁷ *Ibid.*, p. 20.

¹⁶⁸ *Ibid.*, p. 22.

¹⁶⁹ Ad esempio, le cosiddette *icon bags*.

¹⁷⁰ McKinsey, *The State of Fashion: Luxury 2024*, op. cit., pp. 12-13.

¹⁷¹ *Ibid.*, p. 12. I "Super Winners" sono definiti come i *top player* per profitti (LVMH, Hermès, Richemont, Kering) e hanno visto il loro EP crescere di 2,6 volte tra il 2019 e il 2024.

Il 2024 segna tuttavia una cesura netta. La crescita globale del mercato si è appiattita in un intervallo stimato tra lo 0% e il 2% YoY (*year over year*), facendo registrare il primo rallentamento significativo dal 2016 (escludendo ovviamente il 2020, anno pandemico)¹⁷². Le cause di questa decelerazione sono molteplici e intrecciate. Dal lato macroeconomico, persistono incertezza geopolitica, una notevole volatilità inflattiva in Europa e negli Stati Uniti, e una crisi di fiducia del consumatore cinese, il cui indice di confidenza è sceso da 127 nel 2021 a 86,2 a metà 2024¹⁷³. Dal lato dell'offerta, il settore ha saturato la leva prezzi: dopo anni di incrementi sostenuti, i consumatori, soprattutto quelli della fascia *aspirational*¹⁷⁴, iniziano a percepire uno scollamento tra il valore pagato e la qualità ricevuta, alimentato anche da accuse di *greenwashing* e di sfruttamento della manodopera nelle filiere asiatiche¹⁷⁵. Deloitte, nel suo rapporto *Global Powers 2023*, conferma questa dinamica rilevando che il fatturato aggregato dei primi 100 *player* è cresciuto del 20% nel FY2022, ma che la marginalità netta ha mostrato segnali di compressione proprio nella seconda metà del 2023 e nell'intero 2024¹⁷⁶.

L'analisi di Bain & Company integra questa fotografia con dati sulla segmentazione della clientela. Tra il 2022 e il 2024, la base clienti del lusso si è contratta di circa 50 milioni di individui: parte di essi ha scelto di abbandonare volontariamente il mercato per concentrarsi su esperienze (viaggi, benessere) anziché su beni materiali; parte è stata "espulsa" dalle dinamiche di prezzo, non potendo più sostenere il livello di spesa richiesto¹⁷⁷. Questo fenomeno è particolarmente pronunciato tra la Generazione Z, la cui *advocacy* verso i marchi del lusso è in calo, segnalando un potenziale rischio di medio-lungo termine per le *maison* che non riescano a rinnovare la proposta di valore e a riconquistare credibilità presso i segmenti più giovani¹⁷⁸.

3.2.2 Dinamiche di crescita per categoria merceologica

Il rallentamento del 2024 non ha impattato uniformemente tutte le categorie del *luxury*. La segmentazione proposta da McKinsey evidenzia delle traiettorie differenti tra pelletteria, abbigliamento, calzature, orologi e gioielleria; quest'ultimi due comparti, inoltre, presentano

¹⁷² *Ibid.*, p. 22. La crescita 2024 è stimata tra 0% e 2%, il rallentamento più marcato dal 2016 (escludendo il 2020).

¹⁷³ *Ibid.*, p. 23. Il *Consumer Confidence Index* in Cina è passato da 127 nel 2021 a 86,2 nel luglio 2024, dati ripresi da McKinsey e originariamente pubblicati dal *National Bureau of Statistics of China*.

¹⁷⁴ Vengono definiti tali coloro che sostengono una spesa annua compresa tra €3.000 e €10.000.

¹⁷⁵ *Ibid.*, pp. 48-49. McKinsey cita accuse di sfruttamento lavorativo nelle *supply chain* e percezioni di *greenwashing* come fattori che erodono la fiducia dei consumatori.

¹⁷⁶ Deloitte, *2023 Global Powers of Luxury Goods*, *op. cit.* Il fatturato aggregato FY2022 dei top 100 *player* è cresciuto del 20%, ma i margini netti hanno iniziato a mostrare compressione nella seconda metà dell'anno.

¹⁷⁷ Bain & Company, comunicato stampa, *op. cit.*, novembre 2024. La base clienti *luxury* si è ridotta di circa 50 milioni di individui tra il 2022 e il 2024.

¹⁷⁸ *Ibid.* L'*advocacy* della Gen Z verso i marchi di lusso è in calo, con preferenze crescenti per *brand* emergenti e mercato *second-hand*.

dinamiche specifiche proprie, ma che esulano dal perimetro di analisi di questo studio, focalizzato su *fashion e leather goods*.

La pelletteria si conferma il segmento più resiliente. Nel quinquennio 2019-2023 ha fatto segnare un CAGR dell'8%, il più alto tra tutte le categorie, grazie alla combinazione di domanda robusta per prodotti iconici, percepiti come investimenti che conservano valore nel tempo, e di *pricing power* elevatissimo¹⁷⁹. Nel 2024, la crescita è rallentata all'1-3%, ma le previsioni per il biennio 2025-2027 stimano un ritorno al 4-6% annuo, trainato dalla domanda degli *ultra-high spenders* (clientela con spesa annua superiore a €70.000) e dall'evoluzione del mercato del *second-hand*, che paradossalmente rafforza la percezione di valore dei prodotti originali quando questi dimostrano di mantenere quotazioni elevate anche nel circuito dell'usato¹⁸⁰. Bain sottolinea come la categoria *leather goods* continui a beneficiare di una base aspirazionale in espansione nei mercati emergenti (India, Sud-Est Asiatico) e di una clientela HNWI che considera le borse iconiche tipo Hermès Birkin, Chanel Classic Flap, Louis Vuitton Speedy come *hedge asset* in un contesto di volatilità finanziaria¹⁸¹.

L'abbigliamento (*ready-to-wear*) presenta invece una dinamica più articolata. Il CAGR 2019-2023 si è attestato al 3%, inferiore alla media di mercato, riflettendo una domanda selettiva orientata verso *occasion wear* (abiti per eventi speciali) e verso *brand* che esprimono un linguaggio estetico minimalista e una sartorialità percepita come autentica¹⁸². Nel 2024, la crescita si è stabilizzata tra lo 0% e il 2%, con segnali di polarizzazione: da un lato i marchi con forte identità creativa e qualità intrinseca hanno mantenuto momentum; dall'altro, la clientela aspirazionale, la più sensibile a fattori macroeconomici, ha ridotto la frequenza degli acquisti e si è orientata verso l'usato, alla ricerca di pezzi unici o *vintage* che garantiscano un migliore rapporto qualità-prezzo, perlomeno percepito¹⁸³. McKinsey rileva che oltre un terzo dei clienti dichiara un peggioramento dell'esperienza *in-store* (lentezza del servizio, carenze nel post-vendita, scarsa consulenza personalizzata), un dato che si collega direttamente al tema trattato nel Capitolo 2, sezione 2.5, della gestione del rischio reputazionale e dell'importanza di presidiare la *customer journey* con standard elevati per preservare la percezione di esclusività¹⁸⁴. Le previsioni 2025-2027 indicano una crescita complessiva per il segmento

¹⁷⁹ McKinsey, *The State of Fashion: Luxury 2024*, op. cit., p. 25. La pelletteria ha registrato un CAGR 2019-2023 dell'8%.

¹⁸⁰ Ibid., p. 25. Le previsioni 2025-2027 stimano una crescita del 4-6% annuo per *leather goods*.

¹⁸¹ Bain & Company, comunicato stampa, op. cit., novembre 2024.

¹⁸² McKinsey, *The State of Fashion: Luxury 2024*, cit., p. 25. Il CAGR 2019-2023 per *apparel* è stato del 3%.

¹⁸³ Ibid., p. 25.

¹⁸⁴ Ibid., p. 34. Oltre un terzo dei clienti *luxury* dichiara un peggioramento dell'esperienza *in-store* nel 2024, lamentando inoltre la discrasia tra gli aumenti vertiginosi di prezzo e «*product quality has not necessarily gone in the same direction*».

“*apparel & footwear*” nell’ordine del 2-4% annuo, condizionata dalla capacità dei marchi di innovare l’assortimento senza ricorrere a scontistica strutturale che eroderebbe ulteriormente la *brand equity*¹⁸⁵.

Le calzature mostrano una sensibilità ancora maggiore al rallentamento. Il CAGR 2019-2023 è stato del 2%, e nel 2024 la categoria ha sofferto particolarmente il *trade-down* dei clienti aspirazionali verso alternative *pre-owned* o verso acquisti meno frequenti¹⁸⁶. Anche in questo caso, il mercato dell’usato agisce come *competitor* diretto, offrendo modelli iconici (*sneaker* in edizione limitata, *décolleté* di griffe storiche) a prezzi ridotti ma con *brand recognition* intatta. Invero, nell’acquisto del *vintage* emerge con più forza il fattore esclusività, perché si è in possesso di un capo mai più replicabile e di difficilissima reperibilità. Le prospettive per il triennio 2025-2027 restano prudenti, con crescita stimata attorno all’1-3% annuo, subordinata alla capacità delle *maison* di rilanciare la desiderabilità del prodotto attraverso innovazione materica (*comfort-tech*, sostenibilità certificata) e *storytelling* efficace¹⁸⁷.

Trasversalmente a tutte le categorie, emerge il tema della percezione del valore. Dopo anni di rialzi di prezzo, la relazione tra costo e qualità percepita è diventata più fragile. Come analizzato nel Capitolo 2 con riferimento ai modelli di *brand equity*, il lusso trae legittimazione dal mantenimento di standard qualitativi eccezionali e dalla coerenza tra promessa di marca e realtà del prodotto¹⁸⁸. Quando questa coerenza vacilla, ad esempio per scandali etici, cali oggettivi di qualità manifatturiera, o semplicemente per incapacità di giustificare un prezzo premium crescente, si innesca un processo di erosione della fiducia che può compromettere il posizionamento competitivo anche di marchi storici¹⁸⁹.

3.2.3 Geografia della domanda: rimescolamento dei mercati chiave

Il biennio 2023-2024 ha ridisegnato la mappa geografica della domanda del lusso, con implicazioni rilevanti per le strategie di espansione *retail* e per le logiche dei processi di M&A. La Cina, che tra il 2019 e il 2023 aveva contribuito per circa il 40% alla crescita globale del settore, ha subito una brusca decelerazione¹⁹⁰. Il mercato domestico cinese, cresciuto al 18% annuo nel quadriennio precedente, è passato a tassi negativi o prossimi allo zero nel 2024, con una contrazione stimata tra il -7% e il -5% rispetto al 2023¹⁹¹. Le cause sono molteplici: crisi

¹⁸⁵ *Ibid.*, p. 25. Le previsioni per “*apparel & footwear*” indicano una crescita del 2-4% annuo nel 2025-2027.

¹⁸⁶ *Ibid.*, p. 25. Il *footwear* ha registrato un CAGR 2019-2023 del 2%, il più basso tra le categorie *personal luxury goods*.

¹⁸⁷ *Ibid.*, p. 25.

¹⁸⁸ Kapferer, Jean Noël; Bastien, Vincent. *The Luxury Strategy*, *op. cit.*

¹⁸⁹ Cfr. Capitolo 2, sezione 2.3, sulla *brand equity* nel lusso e i meccanismi di erosione della fiducia.

¹⁹⁰ McKinsey, *The State of Fashion: Luxury 2024*, cit., pp. 12-13. La Cina ha contribuito per circa il 40% alla crescita globale 2019-2023.

¹⁹¹ *Ibid.*, pp. 22-23. Il mercato domestico cinese ha registrato una contrazione stimata tra -7% e -5% nel 2024.

del settore immobiliare, politiche di *austerity* e di “prosperità comune” che hanno frenato i consumi ostentatori, e una preferenza crescente per esperienze di viaggio all'estero (soprattutto in Europa e Giappone) dove i prezzi dei beni di lusso risultano più contenuti grazie a divari fiscali e cambi favorevoli. Nel comunicato di Bain viene stimato che la spesa personale *luxury* dei cinesi continuerà a crescere, ma si ricompierà geograficamente: tra il 2023 e il 2025, la quota di spesa domestica dovrebbe ridursi di 12-17 punti percentuali a favore degli acquisti effettuati in viaggio¹⁹². Questa dinamica riduce la rilevanza dei DOS (Directly Operated Stores) aperti in Cina continentale, ma aumenta l'importanza strategica delle *flagship* nelle destinazioni turistiche europee e giapponesi.

Gli Stati Uniti emergono invece come il nuovo *growth engine* del settore. Le previsioni McKinsey per il triennio 2025-2027 stimano una crescita annua del mercato *luxury* USA tra il 4% e il 6%, sostenuta da tre fattori: riduzione dell'inflazione e aumento dei redditi disponibili della *middle-upper* class, crescita della popolazione *UHNWI* al 5% annuo, e riduzione dell'incertezza post-elettorale che dovrebbe sbloccare la spesa differita nella seconda metà del 2025¹⁹³. Deloitte conferma la centralità del mercato americano, sottolineando come i primi 100 *player* nel lusso abbiano registrato nel FY2022 una crescita del +14% negli Stati Uniti, superiore alla media globale¹⁹⁴. Tuttavia, permangono taluni rischi: potenziali tariffe doganali legate a politiche protezionistiche potrebbero erodere fino a \$46-78 miliardi di spesa annua, e i licenziamenti nei settori *tech* e *banking*, dove si concentra la clientela aspirazionale, potrebbero comprimere la domanda nei segmenti di ingresso¹⁹⁵.

L'Europa mostra una crescita moderata (1-3% atteso nel 2025-2027) ma con ampie variazioni interne¹⁹⁶. I mercati mediterranei (Italia, Francia meridionale, Grecia) beneficiano di forti flussi turistici internazionali, soprattutto cinesi e americani, che sostengono le vendite nelle città d'arte e nelle località *resort*. McKinsey riporta che gli arrivi di turisti stranieri in destinazioni europee hanno superato nel primo trimestre 2024 i livelli pre-pandemici del 7,2%, con una crescita attesa dell'8% annuo fino al 2026¹⁹⁷. Al contrario, i mercati del Nord Europa e il Regno Unito risentono di una minore attrattività turistica e di una fiducia dei consumatori domestici

¹⁹² Bain & Company, comunicato stampa, *op. cit.*, novembre 2024. La spesa nel lusso dei cittadini cinesi si ricompone geograficamente, con crescita della quota internazionale di 12-17 punti percentuali tra 2023 e 2025.

¹⁹³ McKinsey, *The State of Fashion: Luxury 2024*, *op. cit.*, p. 23. Gli USA sono previsti crescere al 4-6% annuo nel 2025-2027.

¹⁹⁴ Deloitte, *2023 Global Powers of Luxury Goods*, *op. cit.*

¹⁹⁵ McKinsey, *The State of Fashion: Luxury 2024*, *op. cit.*, p. 21. Potenziali tariffe potrebbero ridurre la spesa USA di 46-78 miliardi di dollari annui.

¹⁹⁶ *Ibid.*, p. 23. L'Europa è prevista crescere al 2-4% nel 2025-2027, con un *range* 1-3% per il 2025.

¹⁹⁷ *Ibid.*, p. 23. Gli arrivi turistici in Europa nel Q1 2024 hanno superato i livelli 2019 del 7,2%.

ancora fragile¹⁹⁸. Le implicazioni per le strategie di canale sono evidenti: cresce l'importanza delle location "AAA" (*flagship* in vie prestigiose nelle capitali e nelle mete turistiche più richieste), mentre la rete capillare nei centri minori perde rilevanza.

I mercati emergenti rappresentano l'opportunità strutturale di lungo termine. Il Giappone registra tassi di crescita tra il 6% e il 10% annui¹⁹⁹, trainati da una domanda domestica rinnovata e da un turismo in espansione favorito da un cambio yen debole²⁰⁰. Il Medio Oriente (Emirati Arabi Uniti e Arabia Saudita in particolare) cresce al 3-7% grazie alla popolazione HNWI in aumento e agli investimenti infrastrutturali che stanno trasformando Dubai e Riyadh in hub globali del lusso²⁰¹. L'India, infine, presenta il potenziale più dirompente: crescita stimata tra il 15% e il 20% annuo nel triennio 2025-2027, sostenuta da fattori demografici (ci si aspetta una forte espansione della classe media-alta), sviluppo delle infrastrutture *retail* di alta gamma, e una cultura aspirazionale fortemente orientata verso i brand occidentali²⁰². Bain prevede che i mercati emergenti di *Asia-Pacific*, America Latina e Africa possano contribuire con oltre 50 milioni di nuovi consumatori *upper-middle-class* entro il 2030, ridisegnando la geografia delle priorità di investimento per i conglomerati del lusso²⁰³.

3.2.4 Segmentazione della clientela e concentrazione sui top spender

Uno degli aspetti più rilevanti emersi dai rapporti McKinsey e Bain riguarda l'evoluzione della *customer base* e la crescente polarizzazione tra segmenti di clientela.

Come già accennato, tra il 2022 e il 2024 il settore ha perso circa 50 milioni di clienti. Questa erosione riguarda prevalentemente il segmento aspirazionale (spesa annua tra €3.000 e €10.000), che rappresenta il 10-15% dei clienti del lusso, ma contribuisce per circa il 15-20% del totale spesa²⁰⁴. Le ragioni dell'uscita sono duplici: una parte di questa clientela ha volontariamente riorientato il *budget* verso esperienze immateriali (viaggi, benessere, eventi culturali), in linea con un trend generazionale che privilegia la costruzione di memorie e *status* attraverso il fare anziché l'avere; un'altra parte è stata esclusa dal mercato per mancanza di competizione sul prezzo (*priced out*), non riuscendo più a sostenere i livelli di prezzo richiesti

¹⁹⁸ *Ibid.*, p. 23. Il *Consumer Confidence Index* europeo si attestava a 98,9 nel 2024, in calo rispetto a 109,2 del 2021.

¹⁹⁹ *Ibid.*, p. 24. Il Giappone registra crescita 6-10% annua.

²⁰⁰ Khanh Linh, *What's Behind Japan's Luxury Boom?*, The Business of Fashion, luglio 2024. Disponibile in: <https://www.businessoffashion.com/articles/global-markets/whats-behind-japans-luxury-boom/>

²⁰¹ McKinsey, *The State of Fashion: Luxury 2024*, *op. cit.*, p. 24. Il Medio Oriente cresce al 3-7% annuo.

²⁰² *Ibid.*, p. 24. L'India è prevista crescere al 15-20% annuo nel 2025-2027.

²⁰³ Bain & Company, comunicato stampa, *op. cit.*, novembre 2024. I mercati emergenti dovrebbero aggiungere oltre 50 milioni di consumatori *upper-middle-class* entro il 2030.

²⁰⁴ McKinsey, *The State of Fashion: Luxury 2024*, *op. cit.*, p. 28. Gli *aspirational spenders* rappresentano il 10-15% della base clienti, e contribuiscono per circa il 15-20% della spesa totale.

dopo anni di costanti aumenti²⁰⁵. McKinsey rileva che il 60-70% della spesa nel lusso proviene ancora dal segmento combinato tra aspirazionali e altri clienti con spesa inferiore ai €3.000 annui, ma la crescita futura si concentrerà altrove²⁰⁶.

I *top spender*, suddivisi in *high spenders* (spesa annua €10.000-70.000) e *ultra-high spenders* (spesa annua maggiore di €70.000), rappresentano appena il 2-4% della base clienti, ma già oggi contribuiscono al 30-40% del fatturato totale del settore. Le proiezioni indicano che tra il 2023 e il 2027 questo segmento genererà tra il 65% e l'80% della crescita incrementale²⁰⁷. La concentrazione su un numero così ristretto di clienti ad altissimo valore comporta conseguenze strategiche profonde, discusse nel Capitolo 2 in termini di integrazione post-acquisizione e di politiche di protezione del *brand*: la competizione tra *maison* per accaparrarsi questi VICs (*Very Important Clients*) si intensifica, imponendo investimenti crescenti in personalizzazione, servizi esclusivi (*showroom* privati, accesso pre-lancio, *custom tailoring*), e programmi di *loyalty* sofisticati che sconfinano nell'*hospitality* di lusso (inviti a sfilate, eventi culturali, viaggi esperienziali sponsorizzati dalle case di moda)²⁰⁸.

Parallelamente, però, i *top spender* dichiarano di percepire un'erosione del senso di esclusività: l'eccessiva diffusione di alcuni prodotti iconici, la visibilità massiva sui social media, e la proliferazione di strategie di *engagement* poco differenziate tra i marchi del lusso creano una sensazione di banalizzazione anche nelle fasce alte²⁰⁹. Bain segnala un calo dell'*advocacy* tra gli UHNWI per i *brand* che non riescono a mantenere un posizionamento distintivo e un servizio realmente su misura²¹⁰. In altre parole, la ricerca di scala e di volumi, necessaria per mantenere i livelli di profittabilità in un contesto di rallentamento, entra in tensione con il principio fondativo del lusso: la rarità e l'inaccessibilità come *driver* di desiderabilità.

Un fenomeno emergente riguarda la Generazione Z. Sebbene, per ovvi motivi, questo segmento rappresenti ancora una quota marginale della spesa assoluta, è altresì strategico per il futuro del settore in quanto costituisce la base clienti di domani. McKinsey e Bain concordano nel rilevare che la Gen Z mostra livelli di *advocacy* verso i marchi del lusso inferiori rispetto ai Millennial e alla Gen X²¹¹. Le ragioni sono molteplici: una maggiore sensibilità alle tematiche ambientali

²⁰⁵ Bain & Company, comunicato stampa, *op. cit.*, novembre 2024.

²⁰⁶ McKinsey, *The State of Fashion: Luxury 2024*, *op. cit.*, p. 28. Il report sostiene che i «*Very important clients (or VICs) will be central to luxury brand growth in the coming years, as [...] are less impacted by slower market conditions than aspirational shoppers*».

²⁰⁷ *Ibid.*, p. 28. I *top spenders* (*high* + *ultra-high*) rappresentano il 2-4% della base clienti, contribuiscono al 30-40% della spesa attuale, e genereranno il 65-80% della crescita 2023-2027.

²⁰⁸ *Ibid.*, p. 27.

²⁰⁹ Bain & Company, comunicato stampa, *op. cit.*, novembre 2024.

²¹⁰ *Ibid.*

²¹¹ McKinsey, *The State of Fashion: Luxury 2024*, *op. cit.*, pp. 31, 35; Bain & Company, comunicato stampa, *op. cit.*, novembre 2024.

e sociali con conseguente maggiore intolleranza verso *greenwashing* e sfruttamento lavorativo, una preferenza per *brand* emergenti o indipendenti percepiti come più autentici, e l'apertura al mercato del *second-hand* visto non come ripiego, ma come scelta consapevole e trendy. I brand che non riusciranno a rinnovare la propria narrativa e a dimostrare coerenza tra valori dichiarati e pratiche effettive, rischiano di perdere l'accesso a questo segmento, con effetti profondi di lungo periodo sulla capacità di mantenere rilevanza culturale.

3.3 Prospettive strategiche e scenario competitivo (2025-2027)

3.3.1 Previsioni di crescita e shift strategici

Le proiezioni per il triennio 2025-2027 delineano uno scenario di crescita moderata e selettiva. McKinsey stima un CAGR del mercato del lusso globale tra il 2% e il 4%, con una ripresa più netta a partire dalla seconda metà del 2025 o dall'inizio del 2026, quando si prevede una normalizzazione del contesto macroeconomico e un ritorno della fiducia dei consumatori nei mercati chiave²¹². Bain converge su stime analoghe, prevedendo che la spesa nel lusso complessiva, includendo sia beni che esperienze, si stabilizzi attorno a €1.500 miliardi nel 2024, con una crescita sostanzialmente piatta rispetto al 2023, per poi riprendere un trend positivo negli anni successivi²¹³.

La composizione della crescita, tuttavia, subirà un cambiamento paradigmatico. Dopo anni in cui l'80% dell'incremento di fatturato derivava da rialzi di prezzo, i *brand* dichiarano di voler invertire la strategia puntando su aumenti di volume²¹⁴. McKinsey riporta che il 60% degli *executive* intervistati prevede di mantenere prezzi stabili o di aumentarli in misura contenuta (inferiore al 4%) nel 2025, mentre il 40% si attende di crescere attraverso l'ampliamento della base clienti e l'intensificazione della frequenza di acquisto dei clienti esistenti²¹⁵. Questo cambio implica investimenti in innovazione di prodotto, in miglioramento dell'esperienza omnicanale, e in strategie di *engagement* più sofisticate.

Sul fronte delle categorie merceologiche, le previsioni indicano che gioielleria e pelletteria saranno i segmenti più resilienti, con tassi di crescita attesi tra il 4% e il 6% annuo²¹⁶. La pelletteria, in particolare, continuerà a beneficiare della domanda di *investment pieces* quali borse e accessori, che i consumatori percepiscono come beni rifugio il cui valore si conserva o aumenta nel tempo, e della capacità delle *maison* di innovare su materiali, sostenibilità e

²¹² McKinsey, *The State of Fashion: Luxury 2024*, op. cit., p. 22. CAGR 2025-2027 stimato tra 2% e 4%.

²¹³ Bain & Company, comunicato stampa, op. cit., novembre 2024. La spesa globale per il lusso è stimata a €1,5 trilioni nel 2024, sostanzialmente stabile rispetto al 2023.

²¹⁴ McKinsey, *The State of Fashion: Luxury 2024*, op. cit., p. 26.

²¹⁵ *Ibid.*, p. 26.

²¹⁶ *Ibid.*, p. 25. Gioielleria e pelletteria cresceranno al 4-6% annuo nel 2025-2027.

personalizzazione, senza compromettere l'identità di marca²¹⁷. L'abbigliamento e le calzature, invece, cresceranno a ritmi più contenuti (2-4% e 1-3% rispettivamente), richiedendo ai *brand* una rifocalizzazione su *fitting*, occasioni d'uso, e coerenza narrativa per riconquistare l'attrattività presso una clientela sempre più selettiva²¹⁸.

Dal punto di vista geografico, gli Stati Uniti si confermano il motore principale della crescita globale, seguiti da Giappone, Medio Oriente e India. La Cina, pur rimanendo un mercato strategico per dimensione assoluta, contribuirà in misura ridotta alla crescita incrementale fino al 2027, con una ripresa più marcata prevista solo a partire dal 2026 grazie a stimoli governativi e alla normalizzazione della fiducia dei consumatori²¹⁹. L'Europa, infine, manterrà una crescita stabile ma contenuta, fortemente dipendente dai flussi turistici internazionali.

3.3.2 Priorità strategiche e attivismo M&A

Le priorità strategiche emerse dai rapporti convergono su cinque pilastri, di seguito enunciati.

1. Reset su valore e qualità. È necessario ricostruire la relazione tra prezzo e prodotto attraverso investimenti in amilità artigiane, tracciabilità della filiera, e innovazione dei materiali. I *brand* che non sapranno giustificare il prezzo premium con contenuti tangibili rischiano di perdere credibilità e quota di mercato²²⁰.

2. Eccellenza di prodotto e controllo della *supply chain*. È fondamentale un'integrazione verticale sulle fasi critiche, come è stato dimostrato essere le concerie, *atelier*, centri di eccellenza manifatturiera. Tutto questo per garantire una qualità costante, ridurre il *time-to-market*, e rispondere rapidamente alle oscillazioni della domanda. Come evidenziato nel Capitolo 2, l'integrazione verticale è una leva strategica distintiva del lusso, e le operazioni di M&A orientate all'acquisizione di fornitori chiave (ad esempio LVMH-Verdeveleno) rientrano in questa logica²²¹.

3. *Engagement* esperienziale per la clientela ad elevata capacità di spesa. Risulta utile assicurare una personalizzazione scalabile, sfruttando l'uso di dati, AI e tecnologie di CRM avanzato per creare percorsi individuali che sappiano sorprendere e fidelizzare i *VICs*. L'investimento in *flagship concept store* con servizi di alta gamma (*personal shopper* dedicati, spazi *lounge*, eventi culturali) diventa centrale per differenziarsi in un mercato sempre più affollato²²².

4. Rafforzamento delle capacità organizzative. Attrarre e trattenere talenti non solo nelle funzioni creative, ma anche in ambiti come *data science*, digitale, *supply chain* e sostenibilità,

²¹⁷ *Ibid.*, p. 25.

²¹⁸ *Ibid.*, p. 25.

²¹⁹ *Ibid.*, p. 23.

²²⁰ *Ibid.*, p. 49.

²²¹ Cfr. Capitolo 2, sezione 2.6.2, sull'integrazione verticale come meccanismo di creazione di valore nel lusso.

²²² McKinsey, *The State of Fashion: Luxury 2024*, op. cit., pp. 6-7, 14-15, 48-50.

è fondamentale. La professionalizzazione delle *operations*, mutuando le prassi migliori da altri settori, è vista come condizione necessaria per gestire la crescente complessità operativa dei grandi conglomerati²²³.

5. Operazioni di M&A complementare e integrazione verticale. Le acquisizioni migliori sono quelle mirate su *brand* emergenti con forte identità e potenziale di crescita, oppure di asset industriali critici come concerie, manifatture o competenze artigianali rare. In un mercato che cresce meno e meglio, la disciplina nell'allocazione del capitale e la capacità di integrare con successo gli asset acquisiti, tema centrale del Capitolo 2, diventano discriminanti per la creazione di valore²²⁴.

La letteratura maggioritaria è in plebiscitario accordo nel confermare l'attivismo di operazioni di M&A dei principali conglomerati: LVMH, Kering e Richemont hanno completato nel biennio 2023-2024 numerose operazioni di piccola e media dimensione (alcune delle quali saranno dettagliate separatamente), orientate sia al rafforzamento del *portfolio brand* sia al controllo di fasi strategiche della filiera²²⁵. Anche *player* americani come Tapestry (Coach, Kate Spade) hanno tentato operazioni di consolidamento, come la proposta di acquisizione di Capri Holdings, poi bloccata dalle autorità antitrust, segnalando che anche al di fuori dell'oligopolio europeo esiste una spinta a costruire economie di scala e *portfolio* diversificati per competere con i giganti francesi e svizzeri²²⁶.

3.3.3 Rischi e incertezze

Nonostante lo scenario moderatamente positivo, i rapporti evidenziano una serie di rischi che potrebbero compromettere le previsioni.

Sul fronte geopolitico, le tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina e la potenziale imposizione di nuove tariffe doganali potrebbero ridurre la spesa nel lusso americana e cinese, oltre a complicare le catene di approvvigionamento globali²²⁷. Il conflitto Russia-Ucraina e le tensioni in Medio Oriente continuano a generare volatilità nei prezzi delle materie prime e nei flussi turistici verso determinate destinazioni.

Sul fronte ambientale e sociale, i *brand* si trovano sotto pressione crescente per dimostrare progressi concreti su sostenibilità, etica del lavoro e trasparenza. McKinsey riporta che il 50% dei clienti *luxury* considera la sostenibilità “estremamente importante” nelle decisioni

²²³ *Ibid.*, pp. 6-7, 14-15, 48-50.

²²⁴ *Ibid.*, pp. 6-7, 14-15, 48-50.

²²⁵ Deloitte, *2023 Global Powers of Luxury Goods*, op. cit.

²²⁶ *Ibid.* L'operazione Tapestry-Capri (valore annunciato \$8,5 miliardi) è stata bloccata dalle autorità *antitrust* nel 2024.

²²⁷ McKinsey, *The State of Fashion: Luxury 2024*, op. cit., p. 21.

d'acquisto, e che episodi di *greenwashing* o di sfruttamento lavorativo, come le recenti accuse rivolte ad alcuni fornitori di grandi *maison*, possono causare danni reputazionali severi²²⁸. Nel Capitolo 2 si è analizzato come il rischio reputazionale sia particolarmente critico nel lusso, dove la *brand equity* costituisce l'asset intangibile più prezioso, e la fiducia del consumatore è difficile da costruire ma facilissima da compromettere.

Sul fronte competitivo, l'espansione del mercato dell'usato rappresenta una sfida ambivalente: da un lato conferma il valore residuo dei prodotti iconici, rafforzando la percezione di investimento; dall'altro crea un canale alternativo che sottrae quote di mercato ai marchi ufficiali, soprattutto nei segmenti aspirazionali e tra i giovani consumatori²²⁹. I *brand* stanno rispondendo in modi diversi: alcuni, come Gucci, hanno lanciato programmi di certificazione e rivendita ufficiale dell'usato, altri mantengono un approccio di distacco, altri ancora tentano di combattere il fenomeno attraverso limitazioni contrattuali sulla rivendita. Quest'ultima, però, appare una strategia di difficile attuazione e di dubbia efficacia.

Infine, sul fronte tecnologico, l'adozione di AI, *analytics* avanzate e personalizzazione su larga scala richiede investimenti ingenti in competenze e infrastrutture. I marchi che non riusciranno a tenere il passo potrebbero rischiare di trovarsi al margine in un contesto in cui analisi avanzate della clientela e la capacità di anticipare le preferenze individuali diventano determinanti per conquistare e trattenere la clientela ad elevata capacità di spesa²³⁰.

3.4 Presentazione della transazione oggetto del business case

3.4.1 Presentazione dati storici e del business di Pleiadi

Si procederà ora a presentare la transazione oggetto del *business case* tra la *holding* americana Cassiopea e la società italiana *multi-brand* Pleiadi per il trasferimento a quest'ultima dell'intero ramo d'azienda e delle operazioni globali del marchio Vega presente all'interno del portafoglio marchi della società americana. In questo paragrafo conclusivo si analizzeranno le *performance* economico-finanziarie della società Pleiadi con il fine ultimo di comprendere le motivazioni che hanno spinto il Management e la proprietà della società a procedere a questa operazione di acquisizione. Tale transazione è stata perfezionata nell'aprile 2025 (*signing*) e poi portata a termine a fine novembre 2025 con il *closing*. L'analisi puntuale del marchio Vega, una sua presentazione e la descrizione del suo stato di salute economico-finanziario sarà, al contrario,

²²⁸ *Ibid.*, pp. 6-7, 14-15, 48-50.

²²⁹ Bain & Company, comunicato stampa, *op. cit.*, novembre 2024. Il *second-hand* è in forte espansione, soprattutto per *jewelry* e *heritage apparel/leather*.

²³⁰ McKinsey, *The State of Fashion: Luxury 2024*, *op. cit.*, pp. 49-50.

presentata nel seguente capitolo 4 dove sarà utilizzata con il fine di presentare il modello DCF con cui è stato valutata l'azienda.

Il Gruppo Pleiadi è uno dei leader globali del lusso, attivo nella progettazione, produzione e distribuzione di pelletteria, *prêt-à-porter*, calzature e gioielli e opera anche nei segmenti *eyewear* e *beauty* tramite licenze. Il portafoglio dei marchi comprende sei diversi marchi di fama internazionale capaci di rappresentare valori di artigianalità, sartorialità e italianità per i quali il gruppo è famoso in tutto il mondo. Pleiadi detiene anche una rilevante piattaforma industriale che integra 26 stabilimenti (di cui 23 in Italia) e una rete selezionata di fornitori. La distribuzione dei prodotti a marchio proprio è prevalentemente diretta con una rete globale di 609 negozi di proprietà nel mondo alla fine del 2024 e canali *e-commerce* integrati. La vendita attraverso il canale *retail* rappresenta l'89,3% dei ricavi di Gruppo con una concentrazione geografica che vede l'Asia Pacifico e l'Europa come primi mercati, seguiti da Americhe, Giappone e Medio Oriente.

Nel 2024 i ricavi netti consolidati hanno raggiunto i €5.431,6 milioni ovvero un +17% a cambi costanti rispetto al 2023. L'EBIT di gruppo ha fatto segnare un valore di €1.279,6 milioni equivalente a un margine del 23,6%, in aumento di 1,1 punti percentuali, mentre l'utile netto è stato pari a €838,9 milioni ovvero il 15,4% dei ricavi. La crescita è stata sostenuta soprattutto dal canale retail cresciuto del 18% e trainato da volumi *full price* e da una solida *performance* delle collezioni. A livello di brand, il brand principale prosegue un percorso di crescita continuo facendo registrare un +4,2% nel canale retail, mentre il secondo marchio del gruppo per volumi venduti ha mostrato un'accelerazione senza precedenti con uno straordinario +93,2% dei ricavi *retail*, con ampio contributo di tutte le categorie prodotto. Per area geografica, il Giappone guida la crescita con un +45,8%, seguito dal Medio Oriente (+26,0%), dall'Europa (+17,5%) e dall'Asia Pacifico (+13,1%). Il margine lordo di Pleiadi si attesta nel 2024 al 79,8% mentre un aumento dei costi operativi per maggiori investimenti in marketing, personale creativo e iniziative tecnologiche hanno mantenuto la marginalità complessiva stabile rispetto al 2023. La generazione di cassa da parte dell'azienda è restata solida con un *free cash flow* pari a €750,3 milioni e una posizione finanziaria netta in surplus per €599,6 milioni.

Il modello di business di Pleiadi coniuga da sempre creatività, stile e innovazione dei prodotti con una solida disciplina industriale. La ricerca e lo sviluppo di prodotto, il controllo qualità e alcuni processi chiave come la prototipazione, il taglio dei tessuti e le ispezioni dei fornitori terzi sono tutte attività gestite internamente, mentre la produzione avviene sia in stabilimenti di proprietà sia presso partner selezionati e monitorati. La distribuzione è fortemente integrata e a controllo diretto per circa il 91% del totale dei volumi annuali, grazie ad una rete di DOS nei

principali *hub* dello *shopping* e a piattaforme digitali proprietarie a supporto di un approccio omnicanale. Al 31 dicembre 2024 la rete di negozi conta 609 DOS suddivisi come segue per aree geografiche: Europa 197, Asia Pacifico 215 con 21 franchise, Americhe 93, Giappone 80 e Medio Oriente 24 con 2 franchise. Nel corso del 2024 l'azienda ha completato circa 90 progetti di ristrutturazione o *relocation* effettuando anche 38 nuove aperture e 35 chiusure nello stesso periodo di tempo. Allo stesso tempo la piattaforma produttiva proprietaria, attraverso 26 siti produttivi di cui 23 situati in Italia, rappresenta un vantaggio competitivo chiave per il Gruppo rispetto ai *competitor*. Il Gruppo, infatti, è in grado di combinare integrazione verticale e un ecosistema di fornitori qualificati a cui trasferisce materiali, cartamodelli e prototipi, mantenendo un controllo stringente sugli standard qualitativi, di sicurezza e di sostenibilità. Anche il Management di Pleiadi, come visto nei precedenti paragrafi, riconosce un contesto settoriale complesso nel quale, però, sono presenti importanti opportunità chiare per i marchi del Gruppo, confermando l'ambizione di una crescita solida, sostenibile e superiore al mercato anche per gli anni fiscali seguenti. Le priorità strategiche del gruppo, infatti, restano quelle di rafforzare la desiderabilità del brand con una visione di lungo periodo, elevare ulteriormente le capacità di esecuzione del canale *retail* e potenziare la rete e l'infrastruttura industriale. Nel corso del 2024 all'interno di tale strategia industriale complessiva, la società ha firmato la concessione della licenza globale per i prodotti *beauty* del proprio secondo marchio per ricavi al colosso francese L'Oréal. Sul fronte finanziario, Pleiadi ha sottoscritto una *Sustainability-Linked Revolving Credit Facility* da €800 milioni per la durata di 5 anni.

3.4.2 Razionale dell'acquisizione per Pleiadi

L'acquisizione di un marchio rilevante come quello di Vega direttamente da un concorrente è, prima di tutto, uno strumento per spostare l'asticella del proprio posizionamento competitivo all'interno di un settore altamente concorrenziale come quello del lusso. Incorporare anche il marchio Vega nelle operazioni del gruppo Pleiadi, infatti, permette di accelerare la crescita inorganica, ampliare lo spettro merceologico, rafforzare il controllo della distribuzione e del *pricing* e consentire di innestare nel proprio perimetro nuove competenze creative, artigianali e manageriali. Il valore della transazione, secondo il Management di Pleiadi, non nasce soltanto dall'incrementare il fatturato del gruppo, ma anche e soprattutto dalla capacità di far convivere l'autonomia creativa delle *maison* in portafoglio con delle piattaforme comuni per acquisti, *supply chain*, *real estate*, tecnologia e dati. Tale logica multi-*maison* con sinergie di scala ha dimostrato di funzionare proprio nel settore del lusso dove i grandi conglomerati di brand come LVMH, Hermès o Keiring rappresentano i veri leader del settore per fatturato, dimensioni, numero di marchi in portafoglio e crescita di lungo periodo.

Altrettanto cruciale nella scelta di procedere all'operazione è stata la logica di portafoglio. Acquisire un marchio complementare come Vega permetterà a Pleiadi di stabilizzare la stagionalità dei prodotti, ampliare lo spettro prezzi e intercettare nuove coorti di clienti. Sul piano delle sinergie, il Management di Pleiadi si aspetta benefici ricorrenti che includono l'ottimizzazione della *supply chain* (materie prime, laboratori, pelletterie, manifatture di orologeria o alta gioielleria), una negoziazione più forte su affitti e *location prime* con i gestori di centri commerciali e luoghi di interesse dove si concentrano i negozi dell'alta moda e la razionalizzazione della logistica omnicanale e del *network wholesale*. La concentrazione degli acquisti, inoltre, consente di negoziare prezzi migliori su pelli, tessuti tecnici, metalli preziosi e pietre.

Allo stesso tempo uno dei punti di maggior valore per Pleiadi dato dall'acquisizione di Vega è legato alla propria capacità industriale e produttiva interna. Pleiadi, infatti, ha sviluppato nel corso del tempo un'integrazione verticale rappresentata da concerie, laboratori, manifatture e atelier interni il cui carico produttivo può essere ulteriormente supportato dalla messa a disposizione di tali capacità produttive alle produzioni che in precedenza il marchio Vega esternalizzava visto che, come si vedrà in seguito, esso non possiede capacità produttiva interna. L'attuale capacità produttiva di Pleiadi potrà così essere razionalizzata ulteriormente grazie un maggiore bilanciamento dei carichi di lavoro, un aumento dell'utilizzo degli impianti e la garanzia di una maggiore qualità e tracciabilità.

L'acquisizione permetterà, inoltre, a Pleiadi di detenere una maggiore capacità di negoziare affitti migliori su *location prime* con i gestori dei grandi centri commerciali o di hub trasporto e viaggio internazionali. Allo stesso modo Pleiadi conta di poter consolidare e rafforzare con l'integrazione di Vega il proprio team di costruzione e gestione dei *flagship store*, standardizzando ulteriormente i processi di *visual merchandising*, sicurezza, manutenzione e IT delle proprie boutique creando chiari benefici di scala senza impattare l'esperienza finale del consumatore che sarà in grado di riconoscere ancora due brand chiaramente separati. Allo stesso modo l'ottimizzazione dei magazzini regionali e delle spedizioni dato dall'integrazione delle sue reti globali di logistica permetterà di ridurre il capitale circolante e i tempi di *replenishment* delle vetrine e dei prodotti.

L'acquisizione permetterà anche di implementare sinergie nella distribuzione dei prodotti. La combinazione dei network globali di boutique e di piattaforme di e-commerce proprietarie permetterà di immettere più velocemente il marchio acquisito Vega in piazze chiave, accelerando il *direct-to-consumer* e riducendo le dipendenze dal canale *wholesale*. Il Management di Pleiadi risulta convinto di essere in grado di sfruttare *know-how* e infrastruttura

del gruppo per spingere la crescita di Vega soprattutto nell'area dell'Asia Pacifico in cui il gruppo risulta particolarmente forte con il fine di potenziare il canale *retail*, mantenendo però allo stesso tempo l'identità e la guida del marchio Vega.

Tutto ciò dovrà avvenire preservando, però, l'autonomia creativa e lo *storytelling* distintivo della *maison* acquisita Vega, per non erodere l'*equity* del marchio. Secondo il Management risulterà molto delicato da individuare ma non impossibile da applicare l'equilibrio fra l'indipendenza creativa della *maison* e il *back-office* condiviso con tutti gli altri marchi del gruppo. Esso, se correttamente implementato, consentirà di accrescere la desiderabilità del marchio Vega riportandolo ad una crescita di lungo periodo solida senza allo stesso tempo rendere l'offerta di prodotti troppo appiattita su altre linee creative del gruppo o farla percepire al pubblico come una variante di quanto già prodotto dagli altri marchi del gruppo. Nel settore del lusso, infatti, il valore si genera quando l'autonomia creativa del marchio resta intatta ma la macchina operativa dell'intero gruppo diventa più efficiente.

Capitolo 4: Valutazione del ramo d'azienda: applicazione pratica del DCF

4.1 Premessa metodologica

Il presente capitolo illustra l'applicazione del modello Discounted Cash Flow (DCF) alla valutazione di un ramo d'azienda operante nel settore del lusso personale, sulla base di un caso reale sottoposto a processo di acquisizione nei primi mesi del 2025. Per rispettare la riservatezza delle parti coinvolte e la sensibilità commerciale delle informazioni, il marchio oggetto di studio è identificato con la denominazione fittizia Vega, mentre tutti i valori economico-finanziari sono stati modificati attraverso un fattore moltiplicativo costante, preservando le relazioni proporzionali interne senza compromettere l'anonimato o l'integrità confidenziale dei dati.

L'operazione ha riguardato l'acquisizione, da parte di un conglomerato globale attivo nel lusso, del ramo d'azienda Vega, marchio specializzato nella progettazione, produzione e distribuzione di abbigliamento, calzature e accessori di alta gamma. Vega, parte della *holding* multi-brand Cassiopea, ha attraversato nel triennio precedente l'acquisizione (anni fiscali 2023-2025, con chiusura al 31 marzo) una fase di marcato deterioramento operativo: contrazione dei ricavi, erosione della marginalità, necessità di interventi straordinari di ristrutturazione. Questa condizione di difficoltà ha reso l'asset strategicamente appetibile per un acquirente capace di valorizzarne le potenzialità residue attraverso integrazione operativa, accesso a nuovi mercati, rafforzamento gestionale e finanziario.

La valutazione si fonda su dati storici consolidati. Innanzitutto, si analizzeranno puntualmente i principi contabili che la società Vega segue nella redazione dei suoi bilanci, così da poterli tenere in considerazione all'interno della strutturazione del modello. Successivamente, verranno individuati i *key driver* e le assunzioni sottostanti ai due *business plan* elaborati dal Management di Vega, da cui sono calcolati i *Free Cash Flow to Firm* del modello: lo scenario *Business as Usual* (BaU), che ipotizza un'inversione nell'anno fiscale 2027 della decrescita dei ricavi registrata negli ultimi anni; lo scenario *Best Case* (BC), il quale, invece, prevede una stabilizzazione già nel 2026. La divergenza riflette l'incertezza sulla capacità del marchio di recuperare competitività nel contesto settoriale analizzato nel Capitolo 3, caratterizzato da rallentamento della domanda, saturazione della leva prezzi e rimescolamento geografico della clientela. Inoltre, si approfondirà come sono stati individuati e calcolati variabili essenziali del modello quali il WACC, il tasso di crescita g utilizzato per calcolare il *terminal value* ed eventuali riclassificazioni per il calcolo dei *Free Cash Flow to Firm*. Particolare attenzione sarà posta al calcolo del WACC e del costo del capitale che esso incorpora e alle modalità con cui è

stato individuato. I dati provengono dai bilanci trimestrali e annuali di Vega, isolati all'interno del perimetro consolidato della *holding* Cassiopea mediante contabilità gestionale che ricostruisce conto economico e stato patrimoniale *stand alone* del marchio, al netto delle operazioni infragruppo. Il perimetro di valutazione comprende le 33 società operative riconducibili a Vega, che gestiscono la rete distributiva globale, le attività produttive e le funzioni di supporto dedicate. Dal momento che l'anno fiscale della holding termina al 31 marzo, l'anno fiscale 2025 (FY2025) si riferisce al periodo 1° aprile 2024 - 31 marzo 2025.

La scelta del modello *Enterprise DCF* appare metodologicamente coerente con le peculiarità del settore del lusso, dove investimenti rilevanti in *brand equity*, integrazione verticale e capitale circolante strutturalmente elevato richiedono un approccio valutativo capace di incorporare esplicitamente crescita prospettica, marginalità futura e fabbisogni di reinvestimento necessari allo sviluppo del marchio, come delineato nel Capitolo 1. L'architettura del capitolo procede dall'analisi dei dati storici (sezione 4.2) alla costruzione del modello DCF, presentando infine i risultati della valutazione.

4.2 Analisi dei dati storici e del business di Vega

4.2.1 Base di preparazione dei dati

Il marchio Vega è parte integrante di una *holding* multi-marchio insieme ai marchi di lusso J Cigno e Merak, così da poter aggredire una più ampia sezione di mercato con offerte diverse, posizionandosi anche su segmenti di clientela differenti²³¹. Per poter verificare puntualmente le performance economico-finanziarie di ciascun marchio e come esse contribuiscono alla performance di gruppo, il Management isola all'interno del perimetro della *holding* Cassiopea i conti economici e gli stati patrimoniali dei tre marchi, per poi consolidarli a livello di gruppo per la presentazione dei bilanci civilistici o dei *report* agli investitori. Il Management dei singoli marchi e della *holding* è, infatti, in grado di redigere e ottenere bilanci *stand alone* dei singoli marchi ripuliti da tutte le operazioni economiche e finanziarie infragruppo che intercorrono fra le 134 società del perimetro aziendale, di cui 33 gestiscono direttamente le operazioni globali del marchio Vega. In questo modo, tutti i dati presentati nel presente elaborato e necessari per l'elaborazione dei modelli di valutazione riguardano il solo ramo d'azienda di Vega e rappresentano il valore delle operazioni esclusivamente di tale marchio. Il Management trimestralmente produce reportistica per presentare la situazione economico finanziaria della società mentre annualmente redige per la *holding* il bilancio annuale di esercizio la cui data di chiusura è fissata al 31 marzo. Per tale motivo l'anno fiscale 2025 riportato nel presente

²³¹ Si faccia riferimento ai paragrafi 3.2.3 e 3.2.4, nei quali vengono approfondite tutte le dinamiche globali e di posizionamento tipiche dei marchi del lusso.

elaborato non fa riferimento all'anno solare 2025 bensì al periodo intercorso fra il 1° aprile 2024 e il 31 marzo 2025.

Nella Tabella 1 i dati di conto economico del marchio Vega sono presentati come colonna dedicata e riconciliati con l'aggregato "Altri marchi e costi di struttura". La somma aritmetica delle due colonne fornisce il totale aggregato della *holding* Cassiopea per ciascun anno storico (2023, 2024 e 2025) su cui si basano i *business plan* sottostanti al modello DCF e l'esercizio di valutazione del ramo d'azienda di Vega. Nella pratica, la tabella funziona da *bridge* di consolidamento gestionale evidenziando il contributo di Vega al risultato di gruppo, separando i costi e i ricavi generati dal marchio da quelli degli altri marchi e delle funzioni centrali e ricostruisce il totale del gruppo.

Tabella 1: Struttura del conto economico del Gruppo Vega

	FY23 PF			FY24 PF			FY25 PF		
	Vega Brand	Other Brands and corporate costs	Total Cassiopea Holding	Vega Brand	Other Brands and corporate costs	Total Cassiopea Holding	Vega Brand	Other Brands and corporate costs	Total Cassiopea Holding
\$ in millions									
Total revenue	1,106.1	4,513.0	5,619.1	1,031.5	4,140.0	5,171.5	877.4	3,753.0	4,630.4
EBITDA	204.8	1,030.0	1,234.8	72.2	748.0	820.2	8.9	653.8	662.7
D&A	(50.5)	(124.0)	(174.5)	(54.8)	(111.0)	(165.8)	(59.2)	(123.9)	(183.1)
Operating Income	154.2	906.0	1,060.2	17.5	637.0	654.5	(50.2)	529.9	479.7
Restructuring & Closed Store Charges	(19.0)	3.0	(16.0)	(33.0)	0.0	(33.0)	(14.9)	(15.1)	(30.0)
Impairment of Long-lived Assets	(2.1)	(139.9)	(142.0)	(282.8)	(292.3)	(575.1)	(632.9)	(382.1)	(1,015.0)
Non-Operating Expense/Income	(0.1)	(232.7)	(232.8)	(3.8)	(270.4)	(274.2)	(0.0)	(241.1)	(241.1)
Non-GAAP Adj.	(21.1)	(369.6)	(390.8)	(319.6)	(562.7)	(882.3)	(647.8)	(638.3)	(1,286.1)
Operating income (incl. NON-GAAP Adj.)	133.1	536.4	669.5	(302.2)	74.3	(227.8)	(698.1)	(108.4)	(806.5)
KPIs (as % of Total Revenue)									
EBITDA margin	18.5%	22.8%	22.0%	7.0%	18.1%	15.9%	1.0%	17.4%	14.3%
Operating Income margin	13.9%	20.1%	18.9%	1.7%	15.4%	12.7%	(5.7%)	14.1%	10.4%
Operating income (incl. NON-GAAP Adj.) margin	12.0%	11.9%	11.9%	(29.3%)	1.8%	(4.4%)	(79.6%)	(2.9%)	(17.4%)

Fonte: Relazioni economico-finanziarie annuali della holding e informazioni del Management

I ricavi totali del marchio Vega che includono le vendite presso la catena di negozi del marchio (canale *retail*), le vendite verso altre aziende (canale *wholesale*) e i ricavi generati dalle *royalties* delle licenze per l'utilizzo del marchio, sono scesi da \$1.106,1 milioni nel 2023 a \$877,4 milioni nel 2025, registrando un calo del 20,7% in due anni. Il marchio Vega, inoltre, ha contribuito negativamente alla performance dell'aggregato della *holding* Cassiopea con gli altri due marchi che hanno visto ridurre congiuntamente i propri ricavi con una contrazione inferiore nello stesso periodo e pari al 16,8%. In generale i ricavi del gruppo hanno mostrato una marcata decrescita nel corso del periodo analizzato passando da \$5.619,1 milioni a \$4.630,4 milioni (-17,6%). Tale contrazione è riconducibile sia al rallentamento globale dell'intero settore del lusso, nonché alle sue dinamiche tipicamente cicliche, sia ad una perdita della forza intrinseca dei marchi in portafoglio.

Il marchio Vega, inoltre, ha contribuito alla perdita di marginalità dell'intera *holding* che ha visto il proprio margine operativo lordo (o margine di EBITDA) calare dal 22,0% del 2023 al 14,3% del 2025 con una perdita di 8,3 p.p. (punti percentuali). Ad incidere, infatti, è stata la

pressoché totale perdita di marginalità del marchio Vega quasi completamente azzerata nel corso dei tre anni con dei valori che dal 18,5% del 2023 sono diminuiti al 7,0% del 2024 fino a raggiungere l'1,0% nel 2025: un crollo di 17,5 p.p. in due anni. Tale perdita di marginalità del marchio Vega è affrontata in maniera approfondita nel paragrafo seguente, al fine di individuare le principali variabili su cui sono stati costruiti i vari scenari di *business plan*.

Come riportato in Tabella 1 il *bridge* di riconciliazione fra conto economico dei singoli marchi e dell'intera *holding* riporta la voce aggiustamenti Non-GAAP che impattano ulteriormente sul risultato operativo finale del gruppo e dei singoli marchi prima degli oneri finanziari e delle imposte. Tali aggiustamenti sono riclassificazioni contabili effettuate dal Management della *holding*, escludendo determinate voci di costo o ricavo, al fine di ottenere una redditività "normalizzata" e maggiormente indicativa delle performance aziendali escludendo eventi straordinari e non ricorrenti o costi non direttamente di pertinenza dell'operatività aziendale. In particolare, tali aggiustamenti includono tre macrocategorie di seguito analizzate e riportate nella struttura del conto economico di Vega:

- I. Gli oneri di ristrutturazione e di chiusura negozi fanno riferimento a tutte le spese sostenute per la chiusura o razionalizzazione della rete *retail*, penali d'uscita e costi di riduzione organici. Alcune voci di costo tipicamente incluse per la chiusura di punti vendita sono i costi per lo smaltimento degli arredi e per riportare allo stato originale il negozio, spese per il trasferimento della merce, penali per la terminazione anticipata dei contratti di affitto ed eventuali sopravvenienze attive o passive dalla dismissione di beni immobilizzati. Allo stesso tempo rilevanti sono anche i costi per la riduzione e ristrutturazione del personale relativi ad incentivi all'esodo, dispute legali, costi per la sottoscrizione di accordi sindacali o altri costi generati dai licenziamenti del personale. Tale voce nel corso del periodo storico analizzato (2023-2025) ha osservato un incremento nel 2024 anno in cui la chiusura di negozi non più performanti e la necessità di snellire la struttura organizzativa hanno incrementato costi di dismissione e di *restructuring* del personale.
- II. La svalutazione delle attività immobilizzate (*impairment*) relative in prevalenza alle migliorie su beni di terzi (i lavori effettuati sui negozi in affitto), al marchio, alle liste clienti che la società ha immobilizzato e all'avviamento. Secondo i principi contabili USA (*US GAAP*) che la società segue nella redazione dei suoi bilanci, l'*impairment* riduce il valore contabile (*carrying amount*) delle attività quando il loro valore recuperabile diventa inferiore al valore iscritto a bilancio. Ciò si rende tipicamente necessario quando avvengono cambiamenti negativi nelle condizioni economiche, nelle

performance dell'attività o nelle aspettative future di flussi di cassa, come avvenuto in particolare nel corso del 2024 e 2025 con l'importante calo dei ricavi del marchio Vega. Il Management ha così rilevato elevati valori di deterioramento, pari a \$282 milioni nel 2024 e \$633 milioni nel 2025, a seguito della svalutazione in particolare del marchio, il cui valore contabile è passato da \$899 milioni nel 2023 a \$436 milioni nel 2025, e dell'avviamento (da \$857 milioni a \$470 milioni nello stesso periodo) al fine di garantire una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e dei risultati economici della società.

- III. Infine, il Management ha escluso dalla normale operatività aziendale alcune componenti finanziarie o non operative non ricorrenti. Si osservi come esse si concentrino materialmente nel solo 2024 anno in cui alcuni cambiamenti dei sistemi informatici aziendali creando incomprensioni e disguidi, non hanno permesso di quantificare correttamente i costi non di pertinenza del marchio Vega ma relativi alla *holding* Cassiopea. Tali costi stimati solo in seguito alla chiusura della reportistica aziendale sono stati in un secondo momento esclusi al fine di rappresentare correttamente il perimetro del marchio.

4.2.2 Principi contabili adottati dalla società e implicazioni valutative

La *holding* e tutti i suoi marchi redigono i propri bilanci secondo i principi contabili statunitensi (*US GAAP*). Al fine di comprendere al meglio alcune operazioni di aggiustamento effettuate sia in sede valutativa sia poi in sede di calcolo del prezzo del ramo d'azienda Vega, si procederà ora a descrivere i principi contabili americani chiave più rilevanti per un *retailer* di lusso e come impattano la sua reportistica gestionale. Tali principi sono contenuti nel sistema di riferimento unico *Accounting Standards Codification* (ASC) creato dal *Financial Accounting Standards Board* (FASB) americano.

In primo luogo, il riconoscimento dei ricavi segue il principio ASC 606, basato sul modello in cinque fasi²³². Il modello prevede innanzitutto di identificare il contratto con il cliente e in seguito di individuare le obbligazioni di performance, cioè i beni o servizi “distinti” promessi al cliente. Successivamente si determina il prezzo di transazione, includendo eventuali componenti variabili (sconti, resi, incentivi) stimate secondo criteri coerenti con l'esigibilità e la probabilità di non dover effettuare rettifiche significative. Il prezzo così definito è, quindi, allocato alle singole obbligazioni di performance in proporzione ai rispettivi prezzi di vendita. Infine, il ricavo è rilevato solo quando (o man mano che) l'entità soddisfa ciascuna obbligazione

²³² Deloitte. (2025). *Roadmap: Revenue Recognition (November 2025) – DART (ASC 606)*. Disponibile in: <https://dart.deloitte.com/USDART/home/publications/roadmap/revenue-recognition>

di performance, ovvero quando il controllo del bene o servizio passa al cliente in un momento specifico tipicamente in negozio (canale *retail*) oppure alla consegna/spedizione della merce (canale *wholesale*).

In parallelo, la gestione del magazzino secondo il principio ASC 330 è tipicamente critica per un settore che necessita di avere sempre discrete quantità disponibili *in stock*. Gli US GAAP richiedono la valutazione al costo con appropriati metodi per la loro determinazione e la verifica di recuperabilità (*write-down*) quando il valore di mercato, o la realizzabilità dei prodotti, scendono sotto il *carrying amount*, tema che nel lusso si intreccia con la stagionalità del prodotto e la sua obsolescenza²³³. Fondamentale per un'azienda del settore risulta, quindi, la corretta valutazione del fondo obsolescenza del proprio magazzino sul cui calcolo anche in ottica del *business plan* vanno tenuti in considerazione fattori come la stagionalità dei prodotti, la loro permanenza nel corso degli anni nei magazzini e quanto può essere effettivamente recuperato da una loro vendita in un secondo momento.

Nel settore *retail* e soprattutto in quello dell'alta moda, l'*impairment* dei *long-lived asset* regolato dal principio ASC 360 assume una certa rilevanza e si applica tipicamente a negozi, arredi, *leasehold improvements* e, per estensione, anche ai *Right-of-Use asset (ROU)*. A determinare la necessità di un *impairment* sono eventi scatenanti (*triggering event*) come, ad esempio, un calo strutturale delle vendite, la decisione di chiudere un negozio o ridimensionare un punto vendita o un peggioramento della redditività attesa, tutte fattispecie che hanno afflitto Vega nel corso del periodo storico in analisi e che impatteranno anche i *business plan*. In tali casi l'azienda identifica l'*asset group* per cui i flussi di cassa sono in larga parte dipendenti dai *triggering event* e svolge il *recoverability test* confrontando il valore contabile iscritto a bilancio con i flussi di cassa futuri non attualizzati. Se questi ultimi non coprono il *carrying amount* a bilancio degli asset, si rileva una perdita misurata come eccedenza del valore contabile rispetto al *fair value* dell'*asset group*²³⁴. Per il *goodwill* (avviamento) e intangibili a vita indefinita come i marchi (ASC 350) che, come si vedrà, sono centrali per rilevanza e ammontare nello stato patrimoniale di Vega, la logica risulta diversa. Infatti, non è più applicato un test di recuperabilità a flussi non attualizzati, ma si richiede almeno annualmente (e in presenza di eventi o interferenze anche infrannualmente) una valutazione di *impairment* a livello di *reporting unit*, partendo facoltativamente da un'analisi qualitativa ("*step-zero*") per stabilire se

²³³Financial Accounting Standards Board (FASB). (2015). *Accounting Standards Update (ASU) 2015-11: Inventory (Topic 330) – Simplifying the Measurement of Inventory*. Disponibile in: <https://storage.fasb.org/ASU%202015-11.pdf>

²³⁴EY. (2025). *Financial reporting developments: Impairment or disposal of long-lived assets (ASC 360-10) – Revised August 2025*. Disponibile in: <https://www.ey.com/content/dam/ey-unified-site/ey-com/en-us/technical/accountinglink/documents/ey-frdbb1887-08-27-2025.pdf>

sia “più probabile che non” che il *fair value* sia inferiore al valore contabile. Se necessario e come avvenuto per Vega nel corso del 2024 e 2025, si procede ad un test quantitativo, riconoscendo un *impairment* pari all’eccesso del valore contabile sul *fair value*²³⁵. In entrambi i casi, la misura del *fair value* si innesta sul *framework* dell’ASC 820, che definisce il *fair value* come *exit price* (prezzo di vendita o trasferimento in una transazione ordinata tra partecipanti di mercato alla data di misurazione) e richiede l’uso di tecniche valutative coerenti con il mercato e l’impiego della *fair value hierarchy* con livelli da 1 a 3 in funzione dell’osservabilità degli input necessari al calcolo. Tale principio è particolarmente rilevante perché, per asset *retail* “unici” o poco liquidi come i marchi, la valutazione ricade spesso su input di terzo livello, ovvero input con maggiore giudizio e discrezionalità da parte di chi esegui i test²³⁶.

All’interno dell’applicazione degli US GAAP nel settore *retail*, la contabilizzazione degli affitti dei negozi è governata dal principio ASC 842 ed è particolarmente rilevante per un *retailer*, visto che porta la gran parte dei contratti di locazione “all’interno del bilancio” attraverso il riconoscimento di un *Right-of-Use* (ROU) asset e di una *lease liability*. In sintesi, alla data di inizio del contratto la società, in qualità di *lessee*, misura la *lease liability* come valore attuale dei pagamenti futuri del *leasing* tenendo in considerazione le componenti fisse e, quando applicabili, di variabili indicizzate al livello iniziale e di opzioni di rinnovo ragionevolmente certe. Tali valori sono attualizzati al tasso implicito del contratto se determinabile oppure, più frequentemente, all’*incremental borrowing rate*, ovvero sia il tasso di interesse che la società dovrebbe pagare per finanziarsi oggi per una durata simile a quella del contratto, e per un importo pari ai pagamenti del *leasing*, in un contesto economico simile (stessa valuta, stesso rischio paese, stesso profilo di rischio). Contestualmente la società iscrive un *ROU* asset di importo pari alla *lease liability*, rettificato per eventuali pagamenti anticipati, incentivi del locatore, costi diretti iniziali o altri aggiustamenti previsti²³⁷. Alla misurazione successiva di tale posta per un *operating lease* (ne sono un esempio gli affitti dei negozi), il conto economico rifletterà un costo di *leasing* complessivo riconosciuto in modo lineare lungo la durata del contratto, mentre nello stato patrimoniale la *lease liability* si ridurrà via via per effetto dei pagamenti effettuati e il *ROU* asset si “consumerà” con un profilo coerente con la rilevazione

²³⁵ PwC. (2024). *Business combinations guide: Overview of the goodwill impairment model (ASC 350)* – Publication date 31 May 2024. Disponibile in: https://viewpoint.pwc.com/dt/us/en/pwc/accounting_guides/business_combination/business_combination_28_US/chapter_9_accounting_US/95_impairment_model_US.html

²³⁶ PwC. (2022). *Fair value guide: Key concepts in ASC 820* – Publication date 31 Mar 2022. Disponibile in: https://viewpoint.pwc.com/dt/us/en/pwc/accounting_guides/fair_value_measureme/fair_value_measureme_9_US/chapter_1_introduci_1_US/15_key_concepts_in_a_US.html

²³⁷ PwC. (2024). *Leases guide (ASC 842)* – Viewpoint (PwC Leases guide, updated December 2024). Disponibile in: https://viewpoint.pwc.com/dt/us/en/pwc/accounting_guides/leases/assets/pwcleasesguide1224.pdf

dei pagamenti effettuati per l'affitto. Un aspetto operativo molto rilevante nel *retail* riguarda anche la separazione tra componenti di *lease* e componenti *non-lease* (tipicamente servizi e spese accessorie), la gestione di modifiche contrattuali e la rivalutazione delle opzioni di rinnovo quando cambiano i piani della rete. Tali eventi possono richiedere nuove misurazioni del *ROU* asset e delle *lease liability*²³⁸. La contabilizzazione con questa metodologia degli affitti implica anche ulteriori accorgimenti nel momento in cui un negozio diventa strutturalmente sotto performante o si avvia alla chiusura o ridimensionamento. In tali casi il *ROU* asset e gli altri asset del punto vendita rientrano nella logica di *impairment* previsto dall'ASC 360 e le eventuali svalutazioni o costi di chiusura emergono proprio nelle voci oneri di ristrutturazione e di chiusura negozi e "*Impairment of Long-lived Assets*" che, nella reportistica gestionale, sono state trattate come aggiustamenti non-GAAP per rappresentare in modo separato l'effetto straordinario rispetto alla performance ricorrente²³⁹.

Il principio contabile americano ASC 842 (*US GAAP*) risulta nella sostanza molto simile a quello internazionale dell'IFRS 16 (*International Financial Reporting Standards*) visto che condividono lo stesso obiettivo e la stessa architettura di base. Entrambi, infatti, nascono per eliminare le poste di debito fuori bilancio di *leasing* e affitti, richiedendo, quindi, al *lessee* di rilevare, come visto in precedenza, nel proprio stato patrimoniale una *lease liability* e un *right-of-use* asset. Tale accorgimento permette di aumentare la trasparenza e la comparabilità tra società ad alta incidenza di *leasing* come tipicamente lo sono le aziende del settore *retail*.

La precisazione dei principi contabili applicati dal Management di Vega relativamente alla contabilizzazione degli affitti e la assimilabilità fra US GAAP (ASC 842) e IFRS (IFRS 16) nel trattamento dei *leasing* risulta essere essenziale per strutturare correttamente il modello DCF eseguito nel presente lavoro e per individuare aziende paragonabili operanti nel settore del *retail* di lusso e paragonarle. Per una valutazione robusta e priva di errori la regola chiave è la coerenza tra definizione di FCFF, WACC e la riconciliazione fra *Enterprise Value* ed *Equity Value*. Due possibili approcci possono essere utilizzati nella valutazione per tenere conto degli impatti dei *leasing* con l'applicazione dell'IFRS16 o dell'ASC 842 ai bilanci della società: l'approccio definito come IFRS 16 "*as-is*" che include i *leasing* nell'EV e l'approccio "pre-IFRS 16" che esclude i *lease* dall'EV. Il DCF presentato in questo elaborato si avvarrà del

²³⁸ BDO. (2025). *BLUEPRINT: A BDO Series – Accounting for Leases Under ASC 842* (aggiornato a gennaio 2025). Disponibile in: <https://arch.bdo.com/getContentAsset/9f7428e4-09d3-4ee2-a530-b026eb0bc16e/bb620d56-5e9c-4774-8d17-fb9323eefdf4/Accounting-for-Leases-Under-ASC-842-BDO-06-2025.pdf>

²³⁹ EY. (2025). *Financial reporting developments: Impairment or disposal of long-lived assets (ASC 360-10)* – Revised August 2025. Disponibile in: <https://www.ey.com/content/dam/ey-unified-site/ey-com/en-us/technical/accountinglink/documents/ey-frdbb1887-08-27-2025.pdf>

secondo approccio “pre-IFRS 16” preferendo rappresentare i flussi di cassa della società reali che si registreranno per gli affitti senza gli impatti puramente contabili derivanti dall’applicazione dei principi contabili. Il primo approccio IFRS 16 “as-is” tratta i *leasing* come una forma di finanziamento e per tale motivo l’EBIT include l’ammortamento del *right-of-use* (ROU) e il conto economico separa gli interessi gli ammortamenti. In tale approccio, per coerenza, nei FCFF *unlevered* non sono da inserire né gli interessi sul *lease* né il rimborso della *lease liability*, visto che sono flussi finanziari equiparabili a interessi e rimborso di debito e non flussi operativi. In pratica, nel FCFF alla NOPAT ($EBIT \times (1 - tax)$) sono aggiunti gli ammortamenti includendo l’ammortamento dei ROU, sottratte le CapEx operative e considerata la variazione del capitale circolante operativo. In tale scenario la dinamica della *lease liability* e i pagamenti di *leasing* non entrano come riga operativa nel flusso, perché il costo del *leasing* è già riflesso nel profilo operativo attraverso l’inclusione dell’ammortamento dei ROU. Di conseguenza, se si segue questo approccio risulta necessario essere coerenti a valle della valutazione. Nell’EV to Equity bridge, infatti, il debito finanziario che sarà sottratto all’EV dovrà includere anche le *lease liabilities*. Viceversa, nell’approccio “pre-IFRS16”, i *leasing* e gli affitti dei negozi sono trattati come costo operativo ricorrente, riportandolo direttamente all’interno dell’EBITDA e rimuovendo da esso eventuali ammortamenti dei ROU e interessi sul *lease*. In questo approccio il *leasing* impatta i FCFF attraverso il margine operativo perché i costi per gli affitti riducono la NOPAT (o l’EBITDA se si vuole partire da esso), e non compaiono come variazione della passività finanziaria nei flussi. Con tale approccio per essere coerenti a valle della valutazione, vanno escluse tutte le *lease liabilities* dal debito netto della società perché il canone degli affitti è già stato trattato come costo operativo. Il secondo approccio sarà utilizzato nel presente modello DCF.

4.2.3 Composizione delle voci di Conto Economico: principali driver del business plan

Al fine di individuare i principali *driver* che influenzano il *business plan* del marchio Vega utilizzato per calcolare i *Free Cash flow to Firm* del modello DCF, si procederà ora ad una rapida analisi della composizione del conto economico del marchio e del loro andamento nei tre anni storici (2023, 2024 e 2025). I valori commentati, come anticipato, sono relativi alle sole operazioni che il marchio ha verso terzi parti e rappresentano la normale operatività dello stesso. I dati commentati sono riportati nella Tabella 2.

Tabella 2: Conto economico per gli anni fiscali 2023-2025 del marchio Vega

\$ in millions	FY23 PF	FY24 PF	FY25 PF	CAGR FY23- FY25	As % on total revenue		
					FY23 PF	FY24 PF	FY25 PF
Gross Sales	1,019.9	1,160.0	1,051.1	1.5%	92.2%	112.5%	119.8%
Returns	(12.8)	(52.2)	(49.6)	97.2%	(1.2%)	(5.1%)	(5.7%)
Discounts	(10.2)	(190.5)	(231.1)	375.0%	(0.9%)	(18.5%)	(26.3%)
Other	(3.9)	(3.5)	(2.1)	(26.9%)	(0.4%)	(0.3%)	(0.2%)
Net Sales	993.0	913.8	768.2	(12.0%)	89.8%	88.6%	87.6%
Other revenue	113.1	117.7	109.1	(1.8%)	10.2%	11.4%	12.4%
Total Revenue	1,106.1	1,031.5	877.4	(10.9%)	100.0%	100.0%	100.0%
Cost of Goods Sold	(281.8)	(306.9)	(268.0)	(2.5%)	(25.5%)	(29.7%)	(30.5%)
Gross Margin	824.3	724.7	609.3	(14.0%)	74.5%	70.3%	69.5%
Personnel	(210.5)	(216.1)	(217.6)	1.7%	(19.0%)	(21.0%)	(24.8%)
Rent and Occupancy	(181.0)	(195.6)	(195.5)	3.9%	(16.4%)	(19.0%)	(22.3%)
Marketing and Advertising	(83.5)	(99.5)	(76.6)	(4.2%)	(7.6%)	(9.6%)	(8.7%)
Warehousing and Logistics	(37.3)	(38.8)	(30.2)	(10.0%)	(3.4%)	(3.8%)	(3.4%)
Information systems	(16.3)	(12.9)	(16.4)	0.2%	(1.5%)	(1.3%)	(1.9%)
Selling expenses	(21.2)	(21.5)	(13.9)	(19.1%)	(1.9%)	(2.1%)	(1.6%)
Bank charges	(11.8)	(13.7)	(11.2)	(2.4%)	(1.1%)	(1.3%)	(1.3%)
Other OpEx	(57.8)	(54.3)	(39.0)	(17.9%)	(5.2%)	(5.3%)	(4.4%)
SG&A	(619.5)	(652.4)	(600.4)	(1.6%)	(56.0%)	(63.2%)	(68.4%)
EBITDA	204.8	72.2	8.9	(79.1%)	18.5%	7.0%	1.0%
D&A	(50.5)	(54.8)	(59.2)	8.2%	(4.6%)	(5.3%)	(6.7%)
Operating Income	154.2	17.5	(50.2)	n.a.	13.9%	1.7%	(5.7%)
Restructuring & Closed Store Charges	(19.0)	(33.0)	(14.9)	(11.4%)	(1.7%)	(3.2%)	(1.7%)
Impairment of Long-lived Assets	(2.1)	(282.8)	(632.9)	1629.6%	(0.2%)	(27.4%)	(72.1%)
Non-Operating Expense/Income	(0.1)	(3.8)	(0.0)	(63.2%)	(0.0%)	(0.4%)	(0.0%)
EBIT	133.1	(302.2)	(698.1)	n.a.	12.0%	(29.3%)	(79.6%)
Interest Expense, Net	(2.1)	(2.2)	(7.2)	83.2%	(0.2%)	(0.2%)	(0.8%)
FX Gains&Losses	2.0	(0.5)	(4.3)	n.a.	0.2%	(0.0%)	(0.5%)
EBT	133.0	(304.8)	(709.5)	n.a.	12.0%	(29.5%)	(80.9%)
Income Taxes	(69.9)	68.1	145.0	n.a.	(6.3%)	6.6%	16.5%
Net result	63.1	(236.7)	(564.5)	n.a.	5.7%	(22.9%)	(64.3%)
KPIs (as % of Total Revenue)							
Cost of Goods Sold	(25.5%)	(29.7%)	(30.5%)				
Gross Margin	74.5%	70.3%	69.5%				
SG&A	(56.0%)	(63.2%)	(68.4%)				
EBITDA margin	18.5%	7.0%	1.0%				
Operating Income margin	13.9%	1.7%	(5.7%)				
EBIT margin	12.0%	(29.3%)	(79.6%)				

Fonte: Relazioni economico-finanziarie annuali e informazioni del Management

Alla data della valutazione effettuata (il 31 marzo 2025), la lettura del conto economico pro-forma per il periodo 2023–2025 del marchio Vega evidenzia una situazione particolarmente critica. L’azienda, infatti, attraversa una fase di contrazione dei ricavi e di marcata compressione della redditività. Il totale dei ricavi è sceso da \$1.106 milioni nell’anno fiscale 2023 a \$1032 milioni nel 2024 fino a \$878 milioni nel 2025, con un CAGR del periodo pari a –10,9% e una riduzione complessiva del –20,7% rispetto al 2023. L’azienda risulta così caratterizzata da una fase di *deleveraging* in cui la base di fatturato si sta riducendo e, parallelamente, i costi operativi non si stanno adeguando con la stessa rapidità, facendo aumentare progressivamente le loro incidenze sui ricavi e mettendo sotto pressione i margini. Un primo elemento rilevante è lo scollamento tra vendite lorde e vendite nette che rappresentano le vendite che la società effettua attraverso i suoi due principali canali di

distribuzione: la rete *retail* di *boutique* e outlet sparsi in tutto il mondo nella quale confluiscano i ricavi da *e-commerce* e la distribuzione *wholesale* ad altri *retailer* che commercializzano i prodotti a marchio Vega. Le vendite lorde risultano sostanzialmente stabili sul triennio, passando da \$1.020 milioni nel 2023 a \$1.051 milioni nel 2025 con un CAGR di periodo che seppur contenuto è positivo e pari a 1,5%. Questo dato, però, non si traduce in una stabilità del business effettivo visto che la qualità del ricavo peggiora sensibilmente attraverso l'intensificazione delle rettifiche commerciali.

I resi effettuati dalla clientela aumentano in modo netto tra 2023 e 2024, passando da \$13 milioni a \$52 milioni, con un'incidenza sulle vendite totali che cresce da 1,2% a 5,1% dei ricavi totali. Nel 2025 i resi si attestano a \$50 milioni, con un'incidenza che sale ulteriormente al 5,7% per effetto del calo del fatturato. Tale incremento è stato interamente attribuito dal Management di Vega a due fattori distinti. L'azienda non produce internamente nessuno dei propri prodotti ma esternalizza tutta la propria collezione a produttori terzi (concerie, maglierie, sarti e artigiani) e a durante il periodo analizzato ha fatto ricorso in misura sempre maggiore a produttori meno affidabili e collocati in economie emergenti a discapito di tradizionali fornitori italiani o europei. Tale cambiamento nella politica di approvvigionamento se da un lato ha permesso di ridurre i costi di produzione ha allo stesso tempo reso la qualità del prodotto finale inferiore e più incline alla possibilità di effettuare resi da parte della clientela come poi effettivamente avvenuto. Inoltre, l'incremento dei volumi di vendita attraverso siti di *e-commerce* sia propri che di terzi che si appoggiano sulla rete distributiva di DOS del marchio, ha trainato la crescita dei resi visto che un'incidenza maggiore si è proprio osservata su tali vendite.

Il fattore maggiormente impattante per il calo delle vendite nette è tuttavia la scontistica. Gli sconti concessi ai clienti passano da \$10 milioni nel 2023 a \$191 milioni nel 2024 e a \$231 milioni nell'anno fiscale 2025. La loro incidenza sui ricavi è così esplosa dallo 0,9% del 2023 al 26,3% del 2025. Nella sostanza, una parte rilevante della tenuta delle vendite lorde viene acquistata attraverso una leva promozionale sempre più aggressiva portata avanti dal Management come unica leva di controllo dei ricavi.

Questi due fenomeni di aumento di resi e sconti si è riflesso direttamente sulle vendite nette, che si sono ridotte da \$993 milioni nel 2023 a \$914 milioni nel 2024 e a \$768 milioni nel 2025, con un CAGR di periodo particolarmente preoccupante che ammonta -10,9%. Come commentato dal Management i volumi di vendita si sono particolarmente ridotti nel corso del periodo 2023-2025 e sono stati solo parzialmente compensati da aumenti di prezzi che hanno interessato l'intero settore a seguito delle spinte inflazionistiche del 2022 e 2023 (si consideri

che l'anno fiscale 2023 qui riportato non fa riferimento all'anno solare 2023 ma al periodo 1° aprile 2022 – 31 marzo 2023). La società per provare a compensare la riduzione dei volumi ha, quindi, provato a incidere esclusivamente attraverso la leva degli sconti garantendo ai propri clienti sia *retail* sia *wholesale* una scontistica maggiore senza però sortire gli effetti desiderati. A rimanere relativamente stabili in valore assoluto nel corso del periodo sono stati, invece, gli altri ricavi passati dai \$114 milioni del 2023 ai \$110 milioni del 2025, che hanno anche aumentato la loro quota sul totale dei ricavi dal 10,2% al 12,4% vista la compressione dei ricavi “core” (*retail* e *wholesale*). Questi altri ricavi sono generati dalla riscossione delle *royalties* per l'utilizzo del marchio Vega da parte di produttori in esclusiva di particolari categorie merceologiche non direttamente afferenti al mondo della moda come fragranze e profumi, montature per occhiali da sole e vista, accessori per la casa e orologi. Contratti di esclusiva pluriennali regolano, infatti, la concessione del marchio a terze parti che nella realizzazione e design dei propri prodotti si avvalgono del supporto del reparto creativo e *design* del gruppo che ne indirizza appunto la linea creativa.

Il costo del venduto del ramo d'azienda è diminuito nel corso del 2025 per effetto della riduzione dei volumi generali del business ma non sufficientemente per sostenere la marginalità vista la riduzione dei ricavi e la pressione sui prezzi che ne hanno amplificato l'incidenza sui ricavi. Il valore è passato da \$282 milioni nel 2023 a \$307 milioni nel 2024 per poi calare a \$268 milioni nel 2025. Nonostante il miglioramento in valore assoluto del 2025, l'incidenza sul fatturato è peggiorata dal 25,5% del 2023 al 30,5% del 2025, non solo per la riduzione osservata a livello della *top line* ma anche per una sempre maggiore incapacità di trasferire i costi di produzione sui prezzi finali sui quali incidono sempre maggiormente le politiche di sconto applicate. La riduzione dei volumi di acquisto nel periodo ha compromesso le capacità contrattuali della società nei confronti dei fornitori che ora stanno concedendo scontistiche sui volumi inferiori ulteriormente compromettendo la flessibilità di approvvigionamento dell'azienda. Di conseguenza, il margine lordo si è contratto sia in valore sia in percentuale scendendo da \$825 milioni (o 74,5% dei ricavi totali) nel 2023 a \$725 milioni (70,3%) nel 2024 e a \$610 milioni (69,5%) nel 2025, per un calo complessivo di 5,1 p.p. fra il 2023 e il 2025. Tale riduzione di margine lordo indica come leva commerciale utilizzata dal Management per sostenere i volumi di vendita stia particolarmente comprimendo la redditività industriale e riducendo di conseguenza il “cuscinetto” disponibile per assorbire i costi di struttura.

Sul fronte dei costi operativi, i valori storici indicano segnali di contenimento degli stessi effettuati nel corso del 2025 come confermato dal Management. Tale intervento è risultato insufficiente a preservare la marginalità vista la dinamica dei ricavi ma ne ha sicuramente

contenuto la perdita. Le spese Generali e Amministrative (SG&A) si sono, infatti, ridotte da \$620 milioni nel 2023 a \$600 milioni nel 2025 dopo l'aumento registrato nel 2024 a \$652 milioni. Tuttavia, l'incidenza sul totale ricavi cresce in modo continuo dal 56,0% fino al 68,4%, evidenziando come la struttura dei costi si stia "appesantendo" su un fatturato in forte contrazione.

La composizione di tale voce spiega bene la sua rigidità e le difficoltà necessarie per incidere efficacemente su un contenimento di tali costi. Il costo del personale è relativo agli stipendi riconosciuti a tutto il personale aziendale (2.506 persone nel 2025) dai commessi dei negozi, al gruppo creativo fino al personale amministrativo e al board del marchio. Nel corso del periodo analizzato nonostante la riduzione del numero di teste (2.544 nel 2023 e 2.597 nel 2024) il costo del personale è rimasto stabile (\$218 milioni del 2025 contro i \$211 milioni del 2023) per via degli incrementi salariali avvenuti nel periodo e per la difficoltà di far uscire dall'azienda figure apicali altamente remunerate e non più necessarie. Analogamente, anche il costo per gli affitti inclusivo sia di quelli per i DOS sia per le strutture che ospitano gli uffici direzionali sparsi in tutto il mondo, è incrementato come incidenza sul fatturato (16,4% nel 2023 vs. 22,3% nel 2025) mentendosi relativamente stabile in valore assoluto (\$181 milioni contro \$196 milioni). Tale stabilità è da ricondursi prevalentemente alla riduzione del numero di negozi con svariate chiusure di punti vendita non più remunerativi nel corso del periodo (26, 9 e 17 DOS chiusi rispettivamente nel 2023, 2024 e 2025) che ha compensato gli incrementi degli affitti annuali previsti da gran parte dei contratti di locazione sospinti dall'inflazione generale degli anni solari 2022 e 2023 (quindi con impatti sugli anni fiscali aziendali 2023 e 2024).

I costi di *Marketing* e *Advertising* sono composti da tutti quei costi necessari per ideare e tradurre nella pratica tutte le campagne pubblicitarie legate al marchio e necessarie per lanciare tutte le collezioni e gestire eventi di comunicazione mondiali come sfilate ed eventi mondani. Il picco della voce nel corso del 2024 (+19,1% vs. il 2023 raggiungendo un valore di \$100 milioni) è interamente riconducibile ad un evento straordinario effettuato a Los Angeles in tale periodo con lo scopo di rilanciare la percezione del marchio, che non ha però sortito l'effetto sperato con le vendite che sono continuate a diminuire.

Le altre voci di costo generali rappresentano un misto costi di struttura fissi e costi semi fissi in base alle vendite. Alla prima categoria sono sicuramente riconducibili le spese IT necessarie al funzionamento dei sistemi aziendali e le varie spese di struttura non pienamente dettagliate (*Other OpEx*). Maggiormente dipendenti dai ricavi di vendita sono, invece, le spese di vendita composte dalle spese per le campionature, il design delle vetrine dei negozi e le commissioni pagate ad agenti e procacciatori di clienti. I costi di stoccaggio e di trasporto includono sia tutti

quei costi necessari alla movimentazione delle merci (trasporti, noli, dazi doganali) sia i costi per la gestione dei magazzini sparsi nel mondo e che riforniscono i negozi delle varie aree geografiche. Infine, le spese bancarie, includono tutte le spese operativi e le commissioni pagate agli istituti di credito per la gestione dei conti correnti e delle operazioni di pagamento e incasso. La combinazione di compressione del margine lordo e incremento dell'incidenza delle SG&A nonostante i tentativi del Management di contenere per quanto possibile i costi di struttura si è tradotta in un crollo dell'EBITDA e del suo margine. L'EBITDA è passato da \$205 milioni nel 2023 (o 18,5% sui ricavi totali) a \$73 milioni (7,0%) nel 2024 (-64,7%), per poi definitivamente crollare a \$9 milioni (1,0%) nel 2025 con un calo rispetto all'anno precedente di -87,6%. La riduzione complessiva di \$196 milioni (-95,6%) rispetto al 2023 segnala una perdita quasi totale della capacità di generare cassa operativa dalla gestione caratteristica, con margini ormai troppo sottili per assorbire volatilità commerciale o le inefficienze residue e ancora molto persistenti secondo il Management.

La lettura della *bottom line* è poi fortemente condizionata dalle poste non ricorrenti e, soprattutto, dalle svalutazioni effettuate sugli asset più rilevanti della società ovvero l'avviamento e il marchio. Gli oneri di ristrutturazione aziendale e di chiusura dei negozi aumentano a \$33 milioni nel 2024 rispetto ai \$19 milioni del 2023, per poi ridursi a \$15 milioni in 2025 sottolineando gli interventi straordinari effettuati dal Management per razionalizzare la struttura aziendale e quella dei negozi. Determinante è l'*impairment* degli asset resosi necessario come richiesto dai principi contabili americani²⁴⁰, visto il deterioramento delle capacità dell'azienda di essere remunerativa e il cui valore è incrementato da \$3 milioni nel 2023 con riferimento prevalentemente agli impairment di alcuni negozi e i relativi *ROU* asset a \$283 milioni nel 2024 e a \$633 milioni nel 2025, anni in cui sono stati fortemente svalutati avviamento e marchio. L'incremento degli *impairment* spiega e guida interamente il collasso dell'EBIT decresciuto da \$134 milioni nel 2023 a una perdita di \$303 milioni nel 2024 poi raddoppiata a \$699 milioni nel 2025. Le spese e gli introiti per interessi e la fiscalità portano l'azienda a registrare un risultato d'esercizio che dall'utile di \$64 milioni riportato nel 2023 è diventato prima una perdita di \$237 milioni nel 2024 per poi ampliarsi a \$565 milioni nel 2025.

4.2.4 Composizione delle voci di Stato Patrimoniale: principali driver del business plan

Come effettuato per il conto economico risulta opportuno analizzare rapidamente anche lo stato patrimoniale di Vega nei tre periodi storici che terminano al 31 marzo 2023, 31 marzo 2024 e 31 marzo 2025 per individuare i principali *driver* che influenzano il *business plan*. I valori

²⁴⁰ A questo proposito si rimanda al paragrafo 4.2.2, in cui sono enunciati e approfonditi i principi contabili di riferimento per l'analisi di questo caso studio.

commentati di Stato Patrimoniale sono relativi alle sole operazioni che il marchio ha verso terzi parti e rappresentano la sua normale operatività. I dati sono riportati nella Tabella 3.

Tabella 3: Stato patrimoniale al 31 Marzo 2023-24-25 del marchio Vega

\$ in millions	31Mar23 PF	31Mar24 PF	31Mar25 PF	Chg.	
				31Mar24 vs 31Mar23	31Mar25 vs 31Mar24
Intangible Assets, Net	1,022.6	776.3	517.8	(246.3)	(258.5)
Goodwill	857.2	853.6	470.5	(3.6)	(383.1)
Right of Use Lease Asset	513.9	479.7	407.0	(34.1)	(72.8)
Property and Equipment, Net	130.1	129.7	110.5	(0.4)	(19.2)
Other fixed assets	109.6	90.4	86.5	(19.2)	(3.8)
Fixed Assets	2,633.4	2,329.7	1,592.3	(303.7)	(737.4)
Inventory	203.2	204.3	183.2	1.1	(21.2)
Third parties receivables	74.9	64.4	90.5	(10.6)	26.1
Accounts Payable	(178.8)	(92.5)	(101.4)	86.2	(8.9)
Trade Working Capital	99.4	176.2	172.2	76.8	(3.9)
Other assets	70.0	59.6	54.2	(10.4)	(5.4)
Other liabilities	(95.7)	(96.6)	(86.6)	(0.9)	10.1
Net Working Capital	73.7	139.2	139.9	65.5	0.7
Intercompany balances	(45.6)	76.6	151.8	122.1	75.2
DTA(DTL)	(177.7)	(83.5)	(18.8)	94.2	64.7
Other risk provisions	(61.5)	(57.2)	(42.8)	4.3	14.4
Net Capital employed	2,422.3	2,404.7	1,822.4	(17.6)	(582.3)
Cash and Cash Equivalents	875.5	634.7	483.7	(240.8)	(151.0)
Short term financial liability	(5.8)	(7.3)	(13.3)	(1.5)	(6.0)
Long term financial liability	(496.3)	(494.7)	(478.2)	1.7	16.4
Net Cash/(Debt) pre lease liabilities	373.4	132.7	(7.9)	(240.7)	(140.6)
Rent Related Liabilities - Current	(126.2)	(114.1)	(102.9)	12.2	11.1
Rent Related Liabilities - Noncurrent	(487.2)	(493.8)	(437.3)	(6.6)	56.5
Net Cash/(Debt)	(240.1)	(475.2)	(548.1)	(235.1)	(73.0)
Net Equity	2,182.3	1,929.5	1,274.2	(252.7)	(655.3)
KPIs				Chg.	
TWC % on LTM Revenue	9.0%	17.1%	19.6%	8.1ppt	2.6ppt
NWC % on LTM Revenue	6.7%	13.5%	15.9%	6.8ppt	2.5ppt
DSO (exl. Revenue from retail)	70	67	105	(3)	38
DPO	148	71	91	(78)	21
DOI on Revenue (exc. Royalties)	75	82	87	7	5
DOI on COGS	263	244	249	(19)	6

Fonte: Relazioni economico-finanziarie annuali e informazioni del Management

Alla data della valutazione effettuata (il 31 marzo 2025), la lettura dello stato patrimoniale pro-forma per il periodo in analisi del marchio Vega delinea un profilo in cui la contrazione degli attivi immobilizzati, trainata dalle svalutazioni applicate al marchio e al *goodwill*, si accompagna a un incremento dell'assorbimento di capitale circolante netto (da 6,7% dei ricavi a 15,9%), con impatti visibili sulla posizione finanziaria netta. Il totale delle immobilizzazioni passa da \$2.633 milioni al 31 marzo 2023 fino a \$1.592 milioni al 31 marzo 2025, segnando una riduzione molto marcata guidata soprattutto dalle attività immateriali. Gli *intangibles* asset che includono esclusivamente il marchio e le liste clienti immobilizzate, scendono da \$1.023 milioni a \$518 milioni. Il *goodwill* che si è generato dalla capitalizzazione di parte del prezzo di acquisto che l'attuale proprietà ha pagato per acquisire dai precedenti proprietari e fondatori la società nel 2018, si dimezza da \$858 milioni a \$471 milioni, evidenziando una revisione

profonda delle aspettative di recuperabilità tradotti negli *impairment* effettuati dalla società. Anche i *Right of Use* (ROU) Asset si riducono progressivamente da \$514 milioni a \$407 milioni per via della chiusura di diversi negozi per i quali tali asset si erano generati. Le immobilizzazioni materiali passano da \$131 milioni a \$111 milioni mentre le altre immobilizzazioni si contraggono da \$110 milioni a \$87 milioni.

Il circolante netto nel corso del periodo mostra un deterioramento della qualità del capitale circolante commerciale, che aumenta di dimensione e incidenza sui ricavi sia per effetto di un suo incremento sia per effetto della riduzione dei ricavi. Il capitale circolante commerciale cresce da \$100 milioni al 31 marzo 2023 a \$173 milioni al 31 marzo 2025 passando da un'incidenza sui ricavi del 9,0% a 19,6% con un incremento di 10,6 punti percentuale, segnalando un assorbimento di cassa strutturalmente più elevato lungo la catena commerciale. Nello specifico, le rimanenze di magazzino, mantenutesi fra \$203-204 milioni nei primi due periodi, nel corso dell'anno fiscale 2025 iniziano a ridursi raggiungendo i \$184 milioni al 31 marzo 2025. Tale decrescita è imputabile alla politica attuata dal Management di riduzione delle quantità di prodotti presenti nei magazzini e negozi aziendali con il fine di generare un maggior flusso di cassa necessario per il funzionamento della società. La politica commerciale implementata soprattutto nel corso dell'ultimo periodo attraverso grandi scontistiche con il fine di mantenere dei volumi di vendita elevati ha portato, infatti, alla riduzione dei prodotti presenti nei magazzini e in particolare dei prodotti accumulati e venduti negli outlet. I giorni medi di giacenza del magazzino (DIO) sui ricavi salgono da 75 a 87 giorni, a testimonianza che, in rapporto a un fatturato in flessione, lo *stock* inizia a pesare di più nonostante le iniziative assunte dal Management per la sua riduzione anche a causa della presenza nei magazzini di prodotti di stagioni passate la cui rotazione inizia ad essere particolarmente difficoltosa. I giorni medi di giacenza sul costo del venduto, al contrario, tendono a mostrare l'efficacia delle azioni intraprese dal Management segnando una riduzione da 263 giorni al 31 marzo 2023 a 249 al 31 marzo 2025.

I crediti verso terze parti mostrano una dinamica irregolare ma in peggioramento nel corso dell'anno fiscale 2025: da \$75 milioni del 31 marzo 2023 prima si riducono a \$65 milioni al 31 marzo 2024, per poi risalire a \$91 milioni al 31 marzo 2025. I giorni medi di incasso (DSO) sono calcolati esclusivamente sui ricavi derivanti dal canale *wholesale* e dalle *royalties* visto che il pagamento nei negozi ai clienti privati è interamente effettuato con contanti o carte di credito e non genera alcun credito commerciale mentre alle aziende che acquistano i prodotti del marchio o che pagano *royalties* annuali sono garantite modalità di pagamento non a vista. I DSO migliorano lievemente al termine dell'anno fiscale 2024 scendendo da 70 a 67 giorni, ma

peggiorano sensibilmente nel seguente periodo fino a raggiungere i 105 giorni, con un aumento di 38 giorni in un solo esercizio. Questo allungamento dei tempi di incasso è coerente con l'incremento dei crediti verso terzi e conferma le importanti dilazioni nei pagamenti concesse ai clienti B2B del marchio Vega seguite alle strategie commerciali del Management attuate con lo scopo di supportare anche le vendite del canale *wholesale*.

I debiti verso fornitori subiscono, invece, una forte riduzione nel corso dell'anno fiscale 2024 e un parziale incremento in quello seguente passando dai \$179 milioni al 31 marzo 2023 ai \$93 milioni al 31 marzo 2024 per poi risalire a \$101 milioni al 31 marzo 2025. Anche i giorni medi di pagamento (DPO) seguono la stessa tendenza e si riducono da 148 giorni al 31 marzo 2023 a 71 giorni al 31 marzo 2024, con un parziale recupero a 91 giorni al 31 marzo 2025. L'improvvisa riduzione è riconducibile alla scelta strategica della società di fare ricorso in misura sempre maggiore a produttori collocati in economie emergenti a discapito di tradizionali fornitori italiani o europei. Tali fornitori richiedono pagamenti possibilmente a vista per le proprie produzioni e per tale motivo nel periodo 2022-2024 hanno particolarmente ridotto sia i debiti commerciali sia i giorni medi di pagamento. Una riduzione così netta dei tempi medi di pagamento ha sottratto finanziamento spontaneo al ciclo del capitale circolante aziendale spiegando in buona parte l'aumento del Capitale Circolante Commerciale nel corso del 2024. L'incremento osservato nei debiti e nei DPO nel corso dell'anno fiscale 2025, insufficiente a riportare la leva fornitori su livelli storicamente più sostenibili, è riconducibile al tentativo del Management di provare con alcune dilazioni nei pagamenti a incrementare lo *stretching* con il fine di assorbire minori quantità della cassa di cui la società necessita.

Al di fuori della componente commerciale, le altre voci di circolante mitigano solo in parte il fenomeno osservato nel periodo di un assorbimento di cassa strutturalmente più elevato da parte del capitale circolante commerciale. Gli altri crediti calano da \$70 milioni a \$55 milioni, mentre gli altri debiti si mantengono intorno a \$96 milioni nel periodo 2023-2024, per poi scendere a \$87 milioni al 31 marzo 2025. I primi sono composti da tutti i crediti non di natura commerciale e prevalentemente legati a crediti relativi alle imposte societarie e alle imposte sul valore aggiunto, nonché a ratei e risconti attivi e piccoli crediti di natura non finanziaria. I secondi, invece, sono composti da tutti i debiti non di natura commerciale e prevalentemente legati ai debiti verso i dipendenti (retribuzioni e bonus da pagare relativi agli anni precedenti), a debiti relativi alle imposte societarie e alle imposte sul valore aggiunto, nonché a ratei e risconti passivi. Sommando queste componenti, il Capitale Circolante Netto complessivo cresce da \$74 milioni al 31 marzo 2023 a \$139 milioni al 31 marzo 2024 e a \$140 milioni al 31 marzo 2025. Rapportato ai ricavi dei vari periodi il CCN passa dal 6,7% al 15,9%, con un aumento di 9,3

punti percentuali, assorbendo una quota crescente di risorse proprio mentre i margini operativi si assottigliano e contribuendo alla pressione sulla liquidità.

Le poste infragruppo prevalentemente generate dal *cash pooling* effettuato dalla *holding* capogruppo, viceversa, si spostano da un saldo negativo di \$46 milioni al 31 marzo 2023 a un attivo di \$152 milioni al 31 marzo 2025. Le imposte differite nette, negative per \$178 milioni al 31 marzo 2023, si riducono in valore assoluto a \$19 milioni al 31 marzo 2025, riflettendo la dinamica fiscale connessa alle perdite e alle svalutazioni. I fondi rischi calano da \$62 milioni a \$43 milioni nel periodo a seguito del loro utilizzo per far fronte soprattutto a delle cause legali da un contenzioso con un cliente *wholesale* arabo e dagli utilizzi dei fondi rischi per il *restructuring* aziendale in corso a livello soprattutto di top Management. La voce oltre ai fondi rischi per il *restructuring* e i contenziosi legali include anche i fondi rischi legati a possibili accertamenti fiscali delle autorità USA sull'operazione di acquisizione avvenuta nel 2018, il fondo per i trattamenti di fine rapporto con i propri dipendenti e il fondo per il ripristino dei negozi al loro stato originale come previsto da gran parte dei contratti sottoscritti con i proprietari degli stessi.

La struttura finanziaria riflette le pressioni osservate a livello di Capitale Circolante Netto che nel corso del periodo la hanno particolarmente assorbita. La cassa disponibile che include sia i conti correnti societari, sia il denaro presente nei negozi del marchio scende progressivamente da \$876 milioni a \$635 milioni fino a raggiungere \$484 milioni. L'indebitamento finanziario lordo rimane sostanzialmente stabile per via del fatto che nel corso del periodo la società aveva in essere con un *pool* di banche italiane un finanziamento *bullet* di \$450 milioni da ripagare al suo termine a giugno 2025. Al netto delle *lease liabilities* generate dall'applicazione dei principi contabili statunitensi agli affitti e *leasing* della società, la posizione finanziaria netta passa da cassa netta di \$374 milioni al 31 marzo 2023 a \$133 milioni al 31 marzo 2024 per arrivare a un debito netto di \$8 milioni al 31 dicembre 2025. La trasformazione da cassa a debito è l'effetto combinato della minore generazione interna e dell'assorbimento di capitale circolante. Considerando i debiti da *leasing*, il debito netto complessivo aumenta da \$241 milioni al 31 marzo 2023 a \$549 milioni al 31 marzo 2025, nonostante la progressiva riduzione *lease liabilities* correnti e non correnti a seguito della dismissione di diversi negozi nel corso del periodo e dal mancato rinnovo di alcuni contratti di affitto in scadenza nel triennio 2026-2028. Il patrimonio netto, gravato dalle perdite e dalle rettifiche contabili connesse alle svalutazioni, si riduce da \$2.183 milioni a \$1.275 milioni, evidenziando un'erosione significativa della base patrimoniale.

Nel suo complesso, lo stato patrimoniale mostra, dunque, una società che ha ridotto drasticamente la dimensione degli attivi non correnti, soprattutto immateriali a seguito delle importanti svalutazioni effettuate sul marchio e sul *goodwill* con un capitale investito netto in forte contrazione, ma che al contempo ha visto crescere il fabbisogno di capitale circolante. Il Capitale Circolante Commerciale passa da \$100 milioni a \$173 milioni, e la sua incidenza sui ricavi sale dal 9,0% al 19,6%, mentre il capitale circolante netto aumenta da \$74 milioni a \$140 milioni, portandosi dal 6,7% al 15,9% dei ricavi. Gli indicatori di efficienza del ciclo confermano le criticità operative con DSO in netto aumento per via delle dilazioni concesse ai clienti, DIO che restano elevato nonostante le azioni intraprese dal Management, DPO ancora lontani dai livelli storici per via dei nuovi fornitori esteri nonostante recenti politiche di *stretching*. La conseguenza è un peggioramento della posizione finanziaria netta che, al netto delle *lease liabilities*, si trasforma da cassa a debito e, includendoli, si amplia ulteriormente, mentre la patrimonializzazione si riduce.

4.2.5 Business Plan Best Case: assunzioni, driver e scenari alternativi

Si procederà ora a descrivere i principali *driver* e le ipotesi sottostanti alla creazione del *business plan* “*Business as usual*” scenario preparato dal Management per il periodo che va dall’anno fiscale 2026 all’anno fiscale 2033. Il Management per la stesura del *business plan* individua tre tipologie di ricavi a seconda della linea di distribuzione che li ha generati e i relativi costi peculiari associati: i ricavi *retail* generati dai propri DOS (*Direct Operated Stores*) (\$563 milioni nell’anno fiscale 2025), i ricavi *wholesale* generati dalla vendita *B2B* (\$205 milioni) e i ricavi generati dalle *royalties* per la concessione del marchio Vega a terzi (\$109 milioni). Ad ogni canale di vendita sono associati o meno costi peculiari: ad esempio il canale *licensing (royalties)* non ha costi diretti attribuiti perché la sua gestione avviene direttamente dalla struttura centrale della società, mentre per i canali *retail* e *wholesales* sono imputati determinati costi quali quelli di logistica, affitto dei negozi, gestione degli stessi, il personale commerciale che opera nei DOS o che segue le vendite ad altre società e il costo del venduto per i prodotti di ciascun canale. Ad essi si aggiungono i costi di struttura non direttamente attribuibili ad un canale di vendita e che sono gestiti centralmente fra i quali si annoverano gli altri costi operativi, i costi per gli *information systems*, alcuni affitti relativi a uffici e sedi commerciali, così come il personale centrale che si occupa dei dipartimenti di amministrazione, finanza e controllo, l’alta dirigenza, il personale creativo e di design del prodotto.

I ricavi *retail* sono stimati dal Management attraverso il numero di negozi attivi della società e il fatturato medio generato da ciascuno di esso e le assunzioni sono fatte sulla numerosità dei negozi e la loro capacità di generare ricavi. I volumi di vendita secondo il Management

riprenderanno a crescere solo dopo un ulteriore calo nel 2026 stimato in circa la metà della perdita di ricavi avvenuta fra 2024 e 2025 (-17.2%). Il recupero dei ricavi sarà trainato da un maggior numero di aperture di nuovi negozi a partire dal 2028 che più che compenseranno le continue e regolari chiusure cicliche e una fase di chiusure effettuate nel corso del periodo 2026-2027 di negozi non più performanti. A supportare la ripresa dei ricavi sarà anche il mantenimento di scontistica elevata dei prodotti specie negli outlet e nei siti di e-commerce con gli sconti che si ridurranno nel corso del periodo del business plan dal 27.2% dei ricavi del 2025 al 18.8% previsto nel 2033. Una lenta ripresa dei ricavi generati per ogni negozio permetterà di supportare l'incremento delle vendite nette *retail* con i ricavi medi per negozio che passeranno da \$2.2 milioni nel 2025 a \$2.4 milioni nel 2026 per poi gradualmente raggiungere i \$2.8 milioni nel 2033 ovvero un livello pari a quello registrato nel 2024, anno di inizio delle difficoltà aziendali. Il miglioramento della qualità dei fornitori con un ritorno a fornitori italiani ed europei, sicuramente più costosi ma in grado di fornire prodotti di qualità migliore, ridurranno gradualmente l'ammontare dei resi e la loro incidenza sui ricavi: dal 6.3% dei ricavi del 2025 al 3.9% del 2033. Tutte queste iniziative del Management permetteranno di portare i ricavi generati dai DOS a crescere ad un CAGR medio dal 2026 al 2033 del 4.7%.

Il ritorno a fornitori italiani ed europei andrà a pesare particolarmente sui costi dei prodotti acquistati dalla società ma permetterà di recuperare una maggiore qualità del prodotto, nonché una percezione migliore della stessa e conseguentemente del marchio. Il Management, perciò, prevede per il 2026 un ulteriore aumento dell'incidenza del costo del venduto sui ricavi che incrementerà di un punto percentuale dal 28.5% del 2025 al 29.5% del 2026. Negli anni seguenti la ripresa dei volumi di vendita e la necessità di fornire più negozi nel lungo periodo incrementerà anche gli acquisti per supportarla. Tale incremento degli acquisti, seppur graduale, permetterà di contrattare prezzi migliori su quantità maggiori dopo un primo periodo di assestamento con i fornitori storici, andando lentamente e gradualmente a migliorare il margine lordo della società. Esso, infatti, dopo la forte contrazione del periodo 2023-2025 (da 76.3% a 71.5%) inizierà in maniera costante una ripresa che lo porterà nel 2033 a toccare il 72.6%.

Per i ricavi *wholesale* dopo un primo calo nel 2026 di circa la metà della perdita di ricavi avvenuta fra 2024 e 2025 (-12.3%), il Management si è posto l'obiettivo di riportare in sette anni i ricavi a \$250 milioni, ovvero ricavi superiori a quelli registrati nel 2024 (\$234 milioni) ma ancora inferiori allo storico del 2023 (\$280 milioni). Per fare ciò la scontistica sui volumi acquistati da parte dei clienti sarà mantenuta particolarmente elevata con valori che da un'incidenza sui ricavi del 38% nel 2025 rimarranno comunque sopra il 30% nel 2033. Anche

in questo caso il miglioramento della qualità dei fornitori con un ritorno a fornitori italiani ed europei ridurrà i resi e la loro incidenza sui ricavi: dal 6.9% dei ricavi del 2025 al 3.9% del 2033. Queste iniziative del Management permetteranno di portare i ricavi *wholesale* a crescere ad un CAGR medio dal 2026 al 2033 del 3.8%. Il ritorno a fornitori italiani ed europei come per il costo del venduto del canale *retail* porterà nel 2026 ad un ulteriore aumento dell'incidenza sui ricavi che incrementerà dal 52.3% del 2025 al 53.5% del 2026. Negli anni seguenti la ripresa dei volumi di vendita permetterà di contrattare prezzi migliori con i fornitori andando lentamente e gradualmente a migliorare il margine lordo della società. Esso, infatti, dopo la forte contrazione del periodo 2023-2025 (da 59.7% a 47.7%) inizierà in maniera costante una ripresa che lo porterà nel 2033 a toccare il 49%.

I ricavi generati dal *licensing* del marchio Vega dovranno raggiungere secondo il management i \$140 milioni nel 2033 grazie al ricorso a maggiori collaborazioni con i clienti storici come i produttori di profumi e di occhiali a marchio Vega e grazie a un maggior supporto al design e commercializzazione dei prodotti stessi. Queste iniziative permetteranno di portare i ricavi generati dalle *royalties* a crescere in maniera più contenuta degli altri canali distributivi ad un CAGR medio dal 2026 al 2033 del 3.2%.

Il totale dei ricavi del marchio Vega, tenute in considerazione le varie peculiarità dei tre canali distributivi, si ridurranno inizialmente di \$58 milioni dagli \$877 milioni del 2025 ai \$820 milioni del 2026, per poi tornare nel 2033 (\$1.099 milioni) ad un valore prossimo a quello del 2023 (\$1.106 milioni) anno in seguito al quale la società ha iniziato ad osservare un deterioramento della propria *top line*. La crescita dei ricavi totali si attesterà intorno ad un CAGR medio dal 2026 al 2033 del 3.7%. Tale valore risulta ben lontano dalle crescite fatte osservare da competitor del settore e aziende comparabili come il Gruppo Prada (22.4% CAGR dal 2020 al 2024), Moncler (21.2% CAGR nel periodo 2020-24), Brunello Cucinelli (23.8% CAGR nello stesso periodo), Hugo Boss (20.3% CAGR dal 2020 al 2024) o Ermenegildo Zegna (14.7% CAGR nello stesso periodo). Tale crescita di lungo periodo, però, si dimostra molto più solida delle performance economiche fatte registrare da altre società americane affini ed operanti sempre nel settore del lusso come Ralph Lauren (ricavi con un CAGR fra 2020 e 2024 del 1.8%), PVH corporation che detiene i marchi Calvin Klein e Tommy Hilfiger (CAGR 2020-24 dei ricavi pari a -1.8%), Capri Holdings che detiene i marchi Versace, Jimmy Choo e Michael Kors (-1.9% CAGR nello stesso periodo) o dell'inglese Burberry che fra 2020 e 2024 ha fatto registrare un CAGR dei ricavi del 2.7%. Il recupero di livelli dei ricavi storicamente consolidati per la società non sarà accompagnato da un equivalente recupero della marginalità aziendale per via del ritorno a fornitori europei più costosi di quelli asiatici e all'impossibilità

di abbassare la scontistica sui propri prodotti al fine di mantenere elevati volumi di vendita. Il margine lordo percentuale del 2023 pari al 74.5% non sarà, infatti, recuperato entro il 2033 anno in cui esso si attesterà al 70.7% dei ricavi, valore comunque superiore a quello registrato nel 2024 con il 70.3%.

Il costo del personale aziendale si ripartisce fra il canale *retail* che include tutto il personale direttamente occupato nei DOS, il personale dedicato al canale *wholesale* e il personale “della sede centrale” che opera a vantaggio dell’intero brand e include la divisione creativa, la divisione di gestione centrale dei negozi, la funzione di amministrazione finanza e controllo, il *top management* e anche tutti coloro che si occupano di clienti, fornitori, *royalties*, logistica, marketing e gestione dei bisogni dei negozi. Per mantenere attiva una rete di negozi efficiente e garantire il loro funzionamento, il Management ha assunto che il numero di teste per negozio debba rimanere stabile e prossimo al livello di 6.5 persone per negozio che è la media del periodo 2023-2025. Il costo del lavoro calcolato come numero di persone per negozio moltiplicato per il numero di negozi crescerà di anno in anno ad un tasso medio del 1.2% assimilabile al tasso di inflazione salariale minimo. Tale assunzione è prevalentemente dovuta al fatto che i dipendenti dei negozi sono assunti con contratti nazionali per il settore *retail* e sono pagati già al minimo del contratto previsto. Il costo del personale *retail* passerà quindi dai \$95 milioni del 2025 ai \$111 milioni del 2033. Dopo una fase di ristrutturazione profonda del dipartimento *wholesale* fra FY23 e FY25, passato da 40 persone nel 2023 a 34 nel 2025, la sua struttura organizzativa è considerata efficiente per rispondere alla crescita del volume delle vendite *wholesale* previste nel periodo del *business plan*. Il costo medio di tale personale crescerà del 2.0% anno per aumenti salariali superiore a quello di altri dipendenti. Il costo del personale *retail* incrementerà dai \$3 milioni del 2025 ai \$4 milioni del 2033. La struttura *corporate* è, invece, ritenuta essere particolarmente onerosa e, perciò, sarà snellita nel corso del 2026 e 2027 (da 848 persone nel 2025 a 830 nel 2026 e 820 nel 2027), così come gli incrementi salariali saranno tenuti minimi o nulli, assumendo una crescita dello 0.5% annuo. Dei bonus sulle *performance* aziendali, seppur contenuti, saranno garantiti al *top management* e, perciò, sono stati inseriti all’interno dei costi del personale (fra \$0.5-1.5 milioni) a partire dal 2027, anno in cui i ricavi torneranno a crescere. La società, inoltre, prevede di sostituire l’attuale *Chief Creative Officer* (CCO), attualmente molto remunerato in quanto fra i vecchi azionista di riferimento, con una nuova figura professionale ad un costo inferiore passando dai \$2.5 milioni annui riconosciuti all’attuale CCO a \$1 milioni. Un contratto di consulenza dal valore di \$4m è stato iscritto per il solo 2026 e sarà pagato al precedente CCO come buonuscita. Il costo del personale “centrale” dopo aver raggiunto i \$120 milioni nel 2026 (+\$1 milione rispetto al 2025)

diminuirà a \$117 milioni nell'anno seguente per poi crescere regolarmente fino a \$123 milioni nel 2033.

I costi per gli affitti si suddividono fra i costi per affitto dei negozi e quelli delle strutture di *corporate* (uffici, sedi commerciali, centri logistici). Il costo medio di affitto dei negozi incrementerà globalmente ad un tasso di inflazione del 1.0% annuo. Attraverso tale stima il costo degli affitti dipenderà esclusivamente dal numero di negozi attivi il cui costo crescerà ad un tasso stimato di inflazione annuo. Anche l'affitto dell'*Headquarter* e delle sedi direzionali globali incrementerà mediamente sempre ad un tasso dell'1.0% annuo. A partire dal FY26 sarà, però, terminato il contratto di affitto della sede storica di rappresentanza di Milano con un risparmio di \$2 milioni annui.

La strategia commerciale non sarà incentrata su nuove campagne di marketing o grandi eventi di lancio delle collezioni o di sponsorizzazione del brand come avvenuto nel 2024. I costi di marketing e pubblicità saranno così contenuti. Il Management che ha budgetizzato un costo di \$29 milioni (erano \$28 milioni nel 2025) per il marketing dei negozi e un costo di \$47 milioni (erano \$47.7 milioni nel 2025) per il marketing dell'intero brand. Il costo allocato si manterrà per entrambe le categorie stabile fino al 2030 dove sarà incrementato del 10% fino al termine del *business plan*.

I costi di logistica sono parametrati dal Management attraverso la loro incidenza sui volumi di vendita rispettivamente dei ricavi *retail* e *wholesale*. Per la stesura del *business plan*, come *proxy* della loro incidenza futura si è utilizzata la media del periodo FY23-FY25 pari al 3.2% per i ricavi *retail* e al 3.6% per i ricavi *wholesale*. Anche le spese di vendita sono paramtrate alla loro incidenza sui ricavi dei due canali e come *proxy* della loro incidenza futura è stata nuovamente impiegata la media del periodo FY23-FY25 pari al 1.8% sia per i ricavi *retail* che *wholesale*.

I costi di struttura relativi all' *Information Systems* sono stati stimati pari a \$15.5 milioni annui (nel 2025 si attestavano a \$16.4 milioni) per tutti gli anni del *business plan*. Allo stesso tempo i costi di struttura relativi alle varie spese di struttura non pienamente dettagliate (*Other OpEx*) sono stati modellati con una decrescita di \$ 1 milione ogni anno grazie alle politiche di contenimento dei costi generali fino al 2030 portando il loro valore dai \$39 milioni del 2025 ai \$34 milioni del 2030.

Come riscontrabile dalla Tabella 4 i costi di struttura generali (SG&A), pur mantenendosi particolarmente elevati fra il 65-60% dei ricavi totali, procederanno a ridursi nel lungo periodo dopo il picco registrato al 73% nel 2025 per via della fase di ristrutturazione aziendale in atto e della continuazione della contrazione dei ricavi. Allo stesso modo la ripresa dei ricavi e un lento

ma graduale recupero della marginalità aziendale con il miglioramento del margine lordo permetteranno di incrementare l'*EBITDA margin*, che dopo aver raggiunto un valore del -4.1% nel 2026 tornerà in territorio positivo fino a raggiungere il 10.7% del 2033, valore comunque molto distante da quello fatto registrare nel 2023 all'inizio del calo dei ricavi in cui si attestava al 18.5%.

Tabella 4: Conto economico del Business Plan 2026-2033 – Scenario Business as Usual

\$ in millions	FY23 PF	FY24 PF	FY25 PF	FY26 PF	FY27 PF	FY28 PF	FY29 PF	FY30 PF	FY31 PF	FY32 PF	FY33 PF
Gross Sales	1,019.9	1,160.0	1,051.1	949.5	1,070.1	1,083.0	1,122.7	1,131.0	1,155.2	1,182.8	1,210.6
Returns	(12.8)	(52.2)	(49.6)	(42.4)	(46.5)	(44.4)	(43.9)	(41.9)	(40.5)	(39.0)	(37.4)
Discounts	(10.2)	(190.5)	(231.1)	(196.7)	(215.5)	(213.0)	(215.6)	(212.5)	(211.8)	(211.3)	(210.5)
Other	(3.9)	(3.5)	(2.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)
Net Sales	993.0	913.8	768.2	707.2	804.9	822.4	860.1	873.5	899.8	929.3	959.5
Other revenues	113.1	117.7	109.1	112.6	116.2	119.8	123.6	127.5	131.6	135.7	140.0
Total Revenue	1,106.1	1,031.5	877.4	819.8	921.1	942.2	983.7	1,001.0	1,031.3	1,065.0	1,099.5
Cost of Goods Sold	(281.8)	(306.9)	(268.0)	(254.8)	(285.1)	(287.4)	(297.6)	(300.6)	(307.2)	(314.5)	(321.9)
Gross Margin	824.3	724.7	609.3	565.0	636.0	654.8	686.0	700.4	724.2	750.5	777.6
Personnel	(210.5)	(216.1)	(217.6)	(217.1)	(216.3)	(219.1)	(222.1)	(226.5)	(229.7)	(233.9)	(238.2)
Rent and Occupancy	(181.0)	(195.6)	(195.5)	(190.2)	(192.9)	(195.5)	(199.0)	(202.6)	(206.2)	(210.6)	(215.1)
Marketing and Advertising	(83.5)	(99.5)	(76.6)	(80.0)	(75.0)	(75.0)	(75.0)	(82.5)	(82.5)	(82.5)	(82.5)
Warehousing and Logistics	(37.3)	(38.8)	(30.2)	(31.3)	(35.4)	(35.6)	(36.9)	(37.2)	(38.0)	(38.9)	(39.8)
Information systems	(16.3)	(12.9)	(16.4)	(15.0)	(15.0)	(15.0)	(15.0)	(15.0)	(15.0)	(15.0)	(15.0)
Selling expenses	(21.2)	(21.5)	(13.9)	(16.6)	(18.9)	(19.0)	(19.7)	(19.8)	(20.2)	(20.7)	(21.2)
Bank charges	(11.8)	(13.7)	(11.2)	(10.5)	(11.9)	(12.1)	(12.6)	(12.8)	(13.2)	(13.7)	(14.1)
Other OpEx	(57.8)	(54.3)	(39.0)	(38.0)	(37.0)	(36.0)	(35.0)	(34.0)	(34.0)	(34.0)	(34.0)
SG&A	(619.5)	(652.4)	(600.4)	(598.7)	(602.4)	(607.2)	(615.3)	(630.5)	(638.8)	(649.3)	(660.0)
EBITDA	204.8	72.2	8.9	(33.7)	33.6	47.5	70.7	69.9	85.4	101.3	117.6
D&A	(50.5)	(54.8)	(59.2)	(51.0)	(49.8)	(48.3)	(47.9)	(47.4)	(47.9)	(48.4)	(48.9)
Operating Income	154.2	17.5	(50.2)	(84.7)	(16.2)	(0.8)	22.9	22.5	37.4	52.9	68.7
Restructuring & Closed Store Charges	(19.0)	(33.0)	(14.9)	(20.3)	(20.0)	(15.5)	(11.0)	(10.5)	(6.0)	(6.0)	(6.0)
Impairment of Long-lived Assets	(2.1)	(282.8)	(632.9)	-	-	-	-	-	-	-	-
Non-Operating Expense/Income	(0.1)	(3.8)	(0.0)	-	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	133.1	(302.2)	(698.1)	(105.0)	(36.2)	(16.3)	11.9	12.0	31.4	46.9	62.7
Interest Expense, Net	(2.1)	(2.2)	(7.2)	(19.3)	(19.3)	(19.3)	(19.3)	(19.3)	(19.3)	(19.3)	(19.3)
FX Gains&Losses	2.0	(0.5)	(4.3)	-	-	-	-	-	-	-	-
EBT	133.0	(304.8)	(709.5)	(124.3)	(55.5)	(35.6)	(7.4)	(7.3)	12.1	27.6	43.4
Income Taxes	(69.9)	68.1	145.0	35.1	15.7	10.0	2.1	2.1	(3.4)	(7.8)	(12.3)
Net result	63.1	(236.7)	(564.5)	(89.2)	(39.8)	(25.5)	(5.3)	(5.2)	8.7	19.8	31.2
KPIs (as % of Total Revenue)											
Cost of Goods Sold	(25.5%)	(29.7%)	(30.5%)	(31.1%)	(31.0%)	(30.5%)	(30.3%)	(30.0%)	(29.8%)	(29.5%)	(29.3%)
Gross Margin	74.5%	70.3%	69.5%	68.9%	69.0%	69.5%	69.7%	70.0%	70.2%	70.5%	70.7%
SG&A	(56.0%)	(63.2%)	(68.4%)	(73.0%)	(65.4%)	(64.4%)	(62.6%)	(63.0%)	(61.9%)	(61.0%)	(60.0%)
EBITDA margin	18.5%	7.0%	1.0%	(4.1%)	3.6%	5.0%	7.2%	7.0%	8.3%	9.5%	10.7%
Operating Income margin	13.9%	1.7%	(5.7%)	(10.3%)	(1.8%)	(0.1%)	2.3%	2.2%	3.6%	5.0%	6.3%
EBIT margin	12.0%	(29.3%)	(79.6%)	(12.8%)	(3.9%)	(1.7%)	1.2%	1.2%	3.0%	4.4%	5.7%

Fonte: Relazioni economico-finanziarie annuali e informazioni del Management

Al di sotto all'EBITDA sono classificati gli oneri di ristrutturazione e di chiusura negozi che saranno generati dalla chiusura dei negozi meno performanti e non considerati più strategici la quale nel corso del 2026-2027 per poi stabilizzarsi negli anni successivi seguendo il normale ciclo di vita di tutti i negozi che in media, secondo il Management, hanno una vita utili di dieci anni. Il Management ha stimato costi di chiusura per singolo negozio pari a \$0.3 milioni e dopo le undici chiusure già previste per il 2026 si aspetta di procedere a dieci chiusure nel 2027 per poi attestarsi a quattro all'anno a partire dal 2030.

Anche i costi per la riduzione e ristrutturazione del personale continueranno ad essere generati nel periodo 2026-2027. Si prevede, infatti, l'uscita anche di *Top Management* considerato superfluo e non più efficiente. Per tale motivo il costo medio per dipendente che lascia l'azienda (\$0.38 milioni nel 2025) sarà più elevato in tali anni e si attesterà a \$0.5 milioni a dipendente.

Nei seguenti anni il costo medio per dipendente che lascia la società diminuirà così come il numero di uscite che si stabilizzeranno ad un livello fisiologico di ricambio del personale.

A seguito della ripresa delle vendite e del miglioramento della situazione economica aziendale non saranno necessari altri *impairment* del marchio e dell'avviamento normalmente classificati fuori dall'EBITDA. Il loro impatto sarebbe comunque escluso dal calcolo dei FCFF da utilizzare nel modello DCF. Sempre riguardo alle voci che contribuiscono al risultato d'esercizio ma non all'EBITDA le spese per interessi saranno esclusivamente generate da un unico finanziamento bancario. A partire dal 1 Aprile 2025 la società ha, infatti, preso accordi con le banche finanziatrici di ripagare interamente il debito bancario esistente pari a \$450 milioni attraverso l'accordo di sottoscrizione di un nuovo prestito bullet dell'ammontare di \$500 milioni per i prossimi otto anni al tasso di interesse variabile Euribor a 6 mesi a cui si aggiunge un 1.55% di spread. Le imposte societarie sui profitti aziendali sono pari per le società statunitensi al 21% per tutte le aziende sul territorio federale. Lo stato di New York sede della società Cassiopea di cui Vega è parte applica un ulteriore 7.25% di imposte alle aziende con più di \$5 milioni di fatturato portando il tasso d'imposta complessivo al 28.25%.

Tabella 5: Stato patrimoniale del Business Plan 2026-2033 – Scenario Business as Usual

	31Mar23	31Mar24	31Mar25	31Mar26	31Mar27	31Mar28	31Mar29	31Mar30	31Mar31	31Mar32	31Mar32
\$ in millions	PF	PF	PF	PF	PF	PF	PF	PF	PF	PF	PF
Intangible Assets, Net	1,022.6	776.3	517.8	506.5	506.7	507.0	507.3	507.5	507.8	508.0	508.3
Goodwill	857.2	853.6	470.5	470.5	470.5	470.5	470.5	470.5	470.5	470.5	470.5
Right of Use Lease Asset	513.9	479.7	407.0	456.3	458.2	460.1	463.8	467.6	471.3	476.9	482.5
Property and Equipment, Net	130.1	129.7	110.5	107.7	106.3	106.5	107.5	109.2	110.6	112.0	113.4
Other fixed assets	109.6	90.4	86.5	83.5	80.5	77.5	74.5	71.5	68.5	65.5	62.5
Fixed Assets	2,633.4	2,329.7	1,592.3	1,624.6	1,622.3	1,621.7	1,623.6	1,626.3	1,628.8	1,633.0	1,637.2
Inventory	203.2	204.3	183.2	167.5	183.6	180.6	183.5	181.2	180.9	185.3	189.6
Third parties receivables	74.9	64.4	90.5	84.4	84.0	84.0	84.5	86.5	89.6	92.6	96.2
Accounts Payable	(178.8)	(92.5)	(101.4)	(93.7)	(95.3)	(88.5)	(93.7)	(97.3)	(100.2)	(103.1)	(106.6)
Trade Working Capital	99.4	176.2	172.2	158.2	172.2	176.1	174.3	170.5	170.4	174.8	179.2
Other assets	70.0	59.6	54.2	55.1	56.5	56.7	57.3	57.8	58.3	58.9	59.4
Other liabilities	(95.7)	(96.6)	(86.6)	(80.6)	(81.2)	(81.4)	(81.8)	(82.0)	(82.3)	(82.7)	(83.2)
Net Working Capital	73.7	139.2	139.9	132.8	147.6	151.5	149.8	146.3	146.4	150.9	155.4
Intercompany balances	(45.6)	76.6	151.8	130.0	110.0	90.0	80.0	70.0	60.0	50.0	40.0
DTA/(DTL)	(177.7)	(83.5)	(18.8)	(18.8)	(18.8)	(18.8)	(18.8)	(18.8)	(18.8)	(18.8)	(18.8)
Other risk provisions	(61.5)	(57.2)	(42.8)	(43.5)	(42.5)	(41.0)	(39.5)	(38.5)	(38.0)	(38.1)	(38.1)
Net Capital employed	2,422.3	2,404.7	1,822.4	1,825.0	1,818.5	1,803.3	1,795.1	1,785.3	1,778.3	1,777.0	1,775.8
Cash and Cash Equivalents	875.5	634.7	483.7	652.4	621.3	613.1	620.3	629.2	649.2	676.7	715.6
Short term financial liability	(5.8)	(7.3)	(13.3)	(8.8)	(8.8)	(8.8)	(8.8)	(8.8)	(8.8)	(8.8)	(8.8)
Long term financial liability	(496.3)	(494.7)	(478.2)	(500.0)	(500.0)	(500.0)	(500.0)	(500.0)	(500.0)	(500.0)	(500.0)
Net Cash/(Debt) pre lease liabilities	373.4	132.7	(7.9)	143.6	112.4	104.3	111.5	120.4	140.4	167.9	206.7
Rent Related Liabilities - Current	(126.2)	(114.1)	(102.9)	(100.1)	(100.5)	(100.9)	(101.7)	(102.5)	(103.4)	(104.6)	(105.8)
Rent Related Liabilities - Noncurrent	(487.2)	(493.8)	(437.3)	(425.1)	(426.8)	(428.6)	(432.1)	(435.6)	(439.0)	(444.3)	(449.5)
Net Cash/(Debt)	(240.1)	(475.2)	(548.1)	(381.6)	(414.9)	(425.2)	(422.3)	(417.7)	(402.0)	(381.0)	(348.6)
Net Equity	2,182.3	1,929.5	1,274.2	1,443.4	1,403.6	1,378.1	1,372.8	1,367.6	1,376.3	1,396.0	1,427.2
KPIs											
TWC % on LTM Revenue	9.0%	17.1%	19.6%	19.3%	18.7%	18.7%	17.7%	17.0%	16.5%	16.4%	16.3%
NWC % on LTM Revenue	6.7%	13.5%	15.9%	16.2%	16.0%	16.1%	15.2%	14.6%	14.2%	14.2%	14.1%
DSO (excl. Revenue from retail)	70	67	105	101	99	94	91	90	90	90	90
DPO	148	71	91	86	81	75	77	78	79	80	81
DOI on Revenue (exc. Royalties)	75	82	87	86	83	80	78	76	73	73	72
DOI on COGS	263	244	249	240	235	230	225	220	215	215	215

Fonte: Relazioni economico-finanziarie annuali e informazioni del Management

La costruzione dello stato patrimoniale del business plan riportato nella Tabella 5 si è interamente appoggiata sui valori già stimati per il conto economico e, in particolare, sul numero di negozi, sul numero di dipendenti, sui ricavi generati e sul costo del venduto. Per ogni

categoria di beni immobilizzati della società sono state effettuate specifiche assunzioni. L'ammontare dei beni tangibili è stato calcolato come il valore dei beni dell'anno precedente sommato alle CapEx effettuate in ciascun anno al netto delle dismissioni di cespiti e i relativi ammortamenti e senza considerare possibili impatti degli *impairment* o di altre riclassifiche. Le CapEx sono state calcolate in proporzione al numero di negozi per gli *asset* relativi ai negozi e stimati a \$4.0 milioni annui per gli *asset* non impiegati nel business *retail*. Le dismissioni sono allo stesso modo state rapportate al numero di negozi attivi in ogni anno e gli ammortamenti stimati in base alla media degli ammortamenti dei tre anni storici. Il marchio Vega vista la ripresa delle vendite non dovrà più subire più alcun *impairment* e secondo i principi contabili non dovrà essere ammortizzato mantenendo il suo valore stabile nel tempo. Le relazioni commerciali immobilizzate che rappresentano la componente minoritaria dei beni intangibili, invece, presenteranno CapEx stimate pari a \$0.2 milioni annui e ammortamenti in linea con la media dei tre anni storici. Anche il *goodwill* non necessiterà di ulteriori svalutazioni e il suo valore si manterrà stabile. I *Right of Use Lease Asset* (ROU) immobilizzati relativi ai contratti di affitto dei negozi e inseriti nell'attivo immobilizzato secondo i principi contabili US GAAP sono stati parametrati al numero di negozi aziendali nel corso della durata del *business plan*.

Per quanto concerne il Capitale Circolante Netto aziendale le sue componenti sono state stimate dal Management attraverso KPI di *performance*. Per il magazzino si prevede di riuscire ad incrementare notevolmente la sua rotazione attraverso le politiche di *destocking* già in atto e di miglioramento della gestione dei prodotti di ogni nuova stagione. Per tale motivo al fine di reperire cassa nel corso del 2026 per far fronte all'ulteriore contrazione dei ricavi il Management si è posto l'obiettivo di far scendere rapidamente i giorni di rotazione dei magazzini nei primi due periodi dai 249 giorni registrati al 31Mar25 fino ai 230 del 31Mar28. L'indice di rotazione scenderà poi gradualmente fino a raggiungere i 215 giorni (DIO on COGS) al 31Mar33. Con lo smaltimento graduale dello stock più obsoleto e l'alta rotazione del magazzino, l'incidenza del fondo svalutazione sul totale del magazzino si ridurrà passando dal 38.6% del 31Mar25 al 31% del 31Mar33 valore in linea con quanto registrato al 31Mar23.

Per i crediti commerciali, esclusivamente generati dai ricavi *wholesale* e da quelli delle *royalties* il Management prevede giorni medi di incasso che rimarranno relativamente elevati al fine di fornire ai clienti *wholesale* ulteriori incentivi all'acquisto di prodotti con pagamenti contrattualmente previsti fra i 75 e i 90 giorni. Per tale motivo i giorni medi di incasso della società si ridurranno solo lievemente dai 105 giorni del 31Mar25 fino ai 90 del 31Mar33. A fini prudenziali l'incidenza del fondo svalutazione crediti si manterrà pari 4.5% dei crediti totali a partire dal 2027.

Al fine di facilitare accordi commerciali con i fornitori con lo scopo ultimo di ottenere con l'andare del tempo una scontistica maggiore sui volumi acquistati, i giorni medi di pagamento dei debiti commerciali saranno ridotti in una prima fase (2026-2028) fino a raggiungere i 75 giorni al 31Mar28. Con l'aumento dei volumi richiesti ai fornitori stessi supportati dai maggiori ricavi generati nel lungo periodo, tali giorni di pagamento saranno gradualmente aumentati da 75 a 81 giorni.

Le singole voci degli altri crediti sono state stimate dal Management in funzione di altri parametri: i crediti IVA attraverso la loro incidenza sugli acquisti (4% annuo) visto che il gruppo acquista i propri prodotti e servizi in svariati paesi del mondo. I crediti fiscali sono stati stimati sulla media degli ultimi tre anni e i ratei e risconti attivi ad una cifra costante di \$16 milioni annui.

Lo stesso procedimento è avvenuto per gli altri debiti dove i debiti del personale (retribuzioni da pagare, accantonamenti di tredicesime o altre retribuzioni) sono stimate attraverso il rapporto fra i debiti presenti e il numero di teste in azienda e prendendo a riferimento il valore dell'1.3% fatto registrare al 31Mar25. I debiti IVA come i crediti sono stati stimati come incidenza sui ricavi (0.5% annuo) visto che il gruppo vende i propri prodotti in svariati paesi del mondo. I debiti fiscali e gli altri debiti vari sono stati stimati in una cifra costante di \$3 milioni e \$40 milioni rispettivamente.

Il Management ha assunto che tutti i fondi rischi si manterranno stabili in futuro a coprire i rischi attuali ad eccezione fatta per la *restructuring provision* relativa ai costi di *restructuring* del personale aziendale. Essa sarà prima incrementata nel corso del 2026-2027 per far fronte all'ingente numero di uscite previste per tale periodo e poi gradualmente rilasciata o utilizzata per far fronte a quello fisiologico che accompagnerà gli anni successivi. L'incidenza del TFR pesata per testa è stata utilizzata per stimare il valore del fondo futuro. Relativamente ai debiti correnti e non correnti legati agli affitti e generati dalla contabilizzazione degli stessi secondo i principi US GAAP, il loro valore è stato stimato in rapporto al debito aperto per singolo negozio al 31Dec25 e pari a \$1.7 milioni.

4.2.6 Business Plan Best Case: assunzioni, driver e scenari alternativi

Al fine di ottenere più scenari valutativi distinti per Vega si è proceduto, tenendo in considerazione quanto indicato dal Management nel *Business Plan Business as Usual*, a creare uno scenario futuro in cui i ricavi e i margini della società recuperano quanto perso nell'ultimo triennio in maniera più veloce e avvicinano Vega ad altre aziende comparabili del settore per crescita dei ricavi. Per evitare ripetizioni con il paragrafo precedente riguardo le modalità di stima dei parametri si metteranno in evidenza esclusivamente i valori che subiscono variazioni

rispetto al *business plan* “*Business as usual*”. Come per quello precedente anche questo *business plan* copre il periodo che va dall’anno fiscale 2026 all’anno fiscale 2033.

Per i ricavi *retail* i volumi di vendita riprenderanno a crescere immediatamente a partire già dal 2026 senza ulteriori perdite di volumi. Il recupero dei ricavi sarà trainato da un maggior numero di aperture di nuovi negozi a partire dal 2027 che, dopo le chiusure già previste per il periodo 2026-2027, più che compenseranno le regolari chiusure cicliche. A supportare la ripresa dei ricavi sarà anche il mantenimento di scontistica inizialmente elevata specie negli outlet e nei siti di e-commerce, situazione temporanea destinata a ridursi notevolmente con l’avanzare del tempo: gli sconti, infatti, si ridurranno nel corso del periodo del business plan dal 27,2% dei ricavi del 2025 al 15,3% previsto nel 2033. In tale scenario anche una maggior capacità dei singoli negozi di generare ricavi supporterà l’incremento delle vendite nette *retail*. Il valore di \$2,2 milioni di ricavi per singolo negozio del 2025 non solo risulta molto distante dai valori storici della società (\$2,8 milioni) ma anche da quelli di molte altre società comparabili e concorrenti. Ogni singolo negozio del Gruppo Prada, ad esempio, generava €7,9 milioni di ricavi nel 2024, mentre i negozi di Moncler, Brunello Cucinelli o Burberry rispettivamente €6,7 milioni, €6,5 milioni ed £5,5 milioni rispettivamente. Il recupero di grandi volumi di affari passa perciò dalla capacità della società di incrementare i ricavi generati da ogni negozio con l’obiettivo di raggiungere valori più vicini, ma ancora distanti, a quelli dei competitor: nel 2033 l’indicatore raggiungerà, infatti, i \$3,4 milioni per negozio. Tutte queste iniziative del Management permetteranno di portare i ricavi generati dai DOS a crescere ad un CAGR medio dal 2025 al 2033 del 6,7%.

Come per il *Business Plan* precedente, il ritorno a fornitori italiani ed europei andrà a incidere particolarmente sui costi dei prodotti acquistati dalla società ma permetterà di recuperare una maggiore qualità del prodotto, nonché una percezione migliore della stessa e conseguentemente del marchio. Le assunzioni sul costo del venduto non sono, perciò, state modificate con il costo del venduto sui ricavi che incrementerà inizialmente di un punto percentuale dal 28,5% del 2025 al 29,5% del 2026, per poi calare fino al 27,4% nel 2033 grazie alla contrattazione di prezzi migliori su quantità maggiori. Il margine lordo dopo la forte contrazione del periodo 2023-2025 (da 76,3% a 71,5%) inizierà in maniera costante una ripresa che lo porterà nel 2033 a toccare il 72,6%.

Per i ricavi *wholesale* il Management si è posto l’obiettivo in sette anni di superare i ricavi registrati nel 2023 con \$280 milioni, raggiungendo nel 2033 i \$280 milioni di fatturato del canale. Per fare ciò la scontistica sui volumi acquistati da parte dei clienti sarà mantenuta particolarmente elevata con valori che da un’incidenza sui ricavi del 38% nel 2025 rimarranno

elevati e pari al 27,5% nel 2033. Anche in questo caso il miglioramento della qualità dei fornitori con un ritorno a fornitori italiani ed europei ridurranno i resi e la loro incidenza sui ricavi: dal 6,9% del 2025 al 3,9% del 2033. Queste iniziative del Management porteranno i ricavi *wholesale* a crescere ad un CAGR medio dal 2025 al 2033 del 4,9%. La stima del costo del venduto del canale non è stata modificata rispetto a quanto già presentato per via della necessità di tornare ad appoggiarsi a fornitori europei in grado di fornire prodotti di maggiore qualità.

I ricavi generati dal *licensing* del marchio Vega raggiungeranno i \$155 milioni nel 2033 grazie al ricorso a maggiori collaborazioni con i clienti storici come i produttori di profumi e di occhiali a marchio Vega, e grazie a un maggior supporto al design e commercializzazione dei prodotti stessi. Queste iniziative permetteranno di portare i ricavi generati dalle *royalties* a crescere ad un CAGR medio dal 2025 al 2033 del 4,5%.

Il totale dei ricavi del marchio Vega, tenute in considerazione le varie peculiarità dei tre canali distributivi, torneranno già nel 2029 (\$1.103 milioni) ai livelli registrati nel 2023 (\$1.106 milioni), anno in seguito al quale la società ha iniziato ad osservare un deterioramento della propria *top line*. La crescita dei ricavi totali si attesterà intorno ad un CAGR medio dal 2025 al 2033 del 4,5%: tale valore risulta essere ancora ben lontano dalle crescite fatte osservare da competitor del settore e aziende comparabili come il Gruppo Prada (22,4% CAGR dal 2020 al 2024) o Moncler (21,2% CAGR nello stesso periodo), ma molto più solida delle performance economiche fatte registrare da altre società americane affini come Ralph Lauren (ricavi con un CAGR fra 2020 e 2024 del 1,8%), PVH corporation (CAGR pari a -1,8%), Capri Holdings (-1,9% CAGR nello stesso periodo) o dell'inglese Burberry (CAGR del 2,7%). Il recupero e il superamento di livelli dei ricavi storicamente consolidati per la società non saranno accompagnati da un equivalente recupero della marginalità aziendale per via del ritorno a fornitori europei più costosi di quelli asiatici e all'impossibilità di abbassare la scontistica sui propri prodotti al fine di mantenere elevati volumi di vendita. Il margine lordo percentuale del 2023 pari al 74,5% non sarà, infatti, recuperato entro il 2033 anno in cui esso si attesterà al 70,6% dei ricavi, valore comunque superiore a quello registrato nel 2024 con il 70,3%.

Il costo del personale aziendale ripartito fra il canale *retail*, il personale dedicato al canale *wholesale* e il personale "della sede centrale" è stato stimato per questo *best case scenario* come esattamente già fatto per il precedente *business plan*. I parametri fondamentali per la stima del costo del personale sono, infatti, rimasti fissi. Il numero di personale impiegato nei negozi seguirà il numero medio di persone per negozio fissato a 6,5 e incrementerà maggiormente solo per effetto del numero più elevato di nuovi negozi che supporteranno la crescita aziendale. Il

costo del personale *retail* passerà quindi dai \$95 milioni del 2025 ai \$120 milioni del 2033. Anche per il personale del dipartimento *wholesale* non sono state previste diverse situazioni di crescita con gli aumenti salariali stabili al 2,0%. Le stesse assunzioni per la struttura *corporate*, ritenuta particolarmente onerosa, sono state mantenute nei due *business plan* con incrementi salariali minimi o nulli (0,5% annuo), e la previsione della sostituzione dell'attuale *Chief Creative Officer* (CCO). Vista le migliore performance aziendali fra i due *business plan* saranno garantiti al top management bonus molto più elevati e compresi fra \$1-2,5 milioni. Il costo del personale "centrale", dopo aver raggiunto i \$121 milioni nel 2026 (+\$1,5 milioni rispetto al 2025), diminuirà a \$118 milioni nell'anno seguente per poi crescere regolarmente fino a \$125 milioni nel 2033.

I costi per gli affitti sia dei negozi che delle strutture di *corporate* sono stati modellati come nel precedente *business plan*, così come i costi di logistica e i costi commerciali per entrambi i canali di vendita e i costi di struttura relativi all' *Information Systems*. Anche i costi di *marketing* e pubblicità non presentano diverse assunzioni, ma esclusivamente un costo con budget superiore a \$30 milioni (erano \$28 milioni nel 2025) per il *marketing* dei negozi, e di \$50 milioni (erano \$47,7 milioni nel 2025) per il *marketing* dell'intero *brand*. Il costo allocato si manterrà per entrambe le categorie stabile fino al 2030 dove sarà incrementato del 10% fino al termine del *business plan*. Allo stesso tempo i costi di struttura relativi alle varie spese di struttura non pienamente dettagliate (*Other OpEx*) sono stati modellati con una decrescita di \$0,75 milioni ogni anno grazie alle politiche di contenimento dei costi generali fino al 2030 portando il loro valore dai \$39 milioni del 2025 ai \$35,2 milioni del 2030.

Come riscontrabile dalla Tabella 6 i costi di struttura generali (SG&A), procederanno a ridursi nel lungo periodo fino a raggiungere un'incidenza nel 2033 pari al 50,9% dei ricavi molto inferiore a quella registrata nel 2023 del 56% grazie ad un maggior assorbimento di tali costi fissi a seguito del miglioramento dei volumi di affari che la società sarà in grado di ottenere. Allo stesso modo la ripresa dei ricavi porterà ad un graduale recupero della marginalità aziendale con un *EBITDA margin*, che crescerà rispetto al 2025 (1%) già a partire dal 2026 a raggiungere il 19,7% nel 2033, valore superiore di oltre un punto percentuale a quello fatto registrare nel 2023 all'inizio del calo dei ricavi in cui si attestava al 18,5%.

Tabella 6: Conto economico del Business Plan 2026-2033 – Best case Scenario

\$ in millions	FY23 PF	FY24 PF	FY25 PF	FY26 PF	FY27 PF	FY28 PF	FY29 PF	FY30 PF	FY31 PF	FY32 PF	FY33 PF
Gross Sales	1,019.9	1,160.0	1,051.1	1,078.0	1,144.4	1,205.5	1,255.9	1,323.1	1,390.8	1,459.0	1,527.6
Returns	(12.8)	(52.2)	(49.6)	(48.2)	(49.8)	(49.8)	(49.6)	(49.9)	(49.8)	(49.4)	(48.7)
Discounts	(10.2)	(190.5)	(231.1)	(223.0)	(229.0)	(230.2)	(229.9)	(231.2)	(231.2)	(229.9)	(227.2)
Other	(3.9)	(3.5)	(2.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)
Net Sales	993.0	913.8	768.2	803.6	862.4	922.3	973.2	1,038.9	1,106.7	1,176.6	1,248.6
Other revenues	113.1	117.7	109.1	114.0	119.1	124.5	130.1	135.9	142.0	148.4	155.0
Total Revenue	1,106.1	1,031.5	877.4	917.7	981.6	1,046.8	1,103.3	1,174.8	1,248.7	1,324.9	1,403.6
Cost of Goods Sold	(281.8)	(306.9)	(268.0)	(288.7)	(309.0)	(323.3)	(337.9)	(356.2)	(374.8)	(393.7)	(412.9)
Gross Margin	824.3	724.7	609.3	629.0	672.6	723.5	765.4	818.6	873.9	931.2	990.7
Personnel	(210.5)	(216.1)	(217.6)	(218.1)	(219.1)	(224.0)	(228.3)	(234.0)	(238.5)	(243.7)	(249.0)
Rent and Occupancy	(181.0)	(195.6)	(195.5)	(190.2)	(195.9)	(201.6)	(207.5)	(213.4)	(219.5)	(225.6)	(231.9)
Marketing and Advertising	(83.5)	(99.5)	(76.6)	(82.0)	(80.0)	(80.0)	(80.0)	(88.0)	(88.0)	(88.0)	(88.0)
Warehousing and Logistics	(37.3)	(38.8)	(30.2)	(35.5)	(38.0)	(39.7)	(41.3)	(43.5)	(45.7)	(47.9)	(50.1)
Information systems	(16.3)	(12.9)	(16.4)	(15.5)	(15.5)	(15.5)	(15.5)	(15.5)	(15.5)	(15.5)	(15.5)
Selling expenses	(21.2)	(21.5)	(13.9)	(18.9)	(20.2)	(21.1)	(22.0)	(23.2)	(24.4)	(25.6)	(26.8)
Bank charges	(11.8)	(13.7)	(11.2)	(11.8)	(12.7)	(13.4)	(14.1)	(15.1)	(16.0)	(17.0)	(18.0)
Other OpEx	(57.8)	(54.3)	(39.0)	(38.2)	(37.5)	(36.7)	(36.0)	(35.2)	(35.2)	(35.2)	(35.2)
SG&A	(619.5)	(652.4)	(600.4)	(610.2)	(618.9)	(632.0)	(644.7)	(667.9)	(682.8)	(698.5)	(714.6)
EBITDA	204.8	72.2	8.9	18.8	53.6	91.5	120.7	150.7	191.1	232.7	276.1
D&A	(50.5)	(54.8)	(59.2)	(51.0)	(49.9)	(48.6)	(48.4)	(48.3)	(49.1)	(49.8)	(50.6)
Operating Income	154.2	17.5	(50.2)	(32.2)	3.7	42.8	72.3	102.4	142.0	182.9	225.6
Restructuring & Closed Store Charges	(19.0)	(33.0)	(14.9)	(20.3)	(13.3)	(11.0)	(8.6)	(6.0)	(6.0)	(6.0)	(6.0)
Impairment of Long-lived Assets	(2.1)	(282.8)	(632.9)	-	-	-	-	-	-	-	-
Non-Operating Expense/Income	(0.1)	(3.8)	(0.0)	-	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	133.1	(302.2)	(698.1)	(52.5)	(9.5)	31.8	63.7	96.4	136.0	176.9	219.6
Interest Expense, Net	(2.1)	(2.2)	(7.2)	(19.3)	(19.3)	(19.3)	(19.3)	(19.3)	(19.3)	(19.3)	(19.3)
FX Gains&Losses	2.0	(0.5)	(4.3)	-	-	-	-	-	-	-	-
EBT	133.0	(304.8)	(709.5)	(71.8)	(28.8)	12.5	44.4	77.1	116.7	157.6	200.3
Income Taxes	(69.9)	68.1	145.0	20.3	8.1	(3.5)	(12.5)	(21.8)	(33.0)	(44.5)	(56.6)
Net result	63.1	(236.7)	(564.5)	(51.5)	(20.7)	9.0	31.8	55.3	83.7	113.1	143.7
KPIs (as % of Total Revenue)											
Cost of Goods Sold	(25.5%)	(29.7%)	(30.5%)	(31.5%)	(31.5%)	(30.9%)	(30.6%)	(30.3%)	(30.0%)	(29.7%)	(29.4%)
Gross Margin	74.5%	70.3%	69.5%	68.5%	68.5%	69.1%	69.4%	69.7%	70.0%	70.3%	70.6%
SG&A	(56.0%)	(63.2%)	(68.4%)	(66.5%)	(63.1%)	(60.4%)	(58.4%)	(56.9%)	(54.7%)	(52.7%)	(50.9%)
EBITDA margin	18.5%	7.0%	1.0%	2.1%	5.5%	8.7%	10.9%	12.8%	15.3%	17.6%	19.7%
Operating Income margin	13.9%	1.7%	(5.7%)	(3.5%)	0.4%	4.1%	6.5%	8.7%	11.4%	13.8%	16.1%
EBIT margin	12.0%	(29.3%)	(79.6%)	(5.7%)	(1.0%)	3.0%	5.8%	8.2%	10.9%	13.3%	15.6%

Fonte: Relazioni economico-finanziarie annuali e informazioni del Management

La costruzione dello stato patrimoniale anche di questo *business plan* riportato nella Tabella 7, si è interamente appoggiato sui valori già stimati per il conto economico e in particolare numero di negozi, numero di dipendenti, ricavi generati e costo del venduto. Le assunzioni già presentate per le varie categorie di beni immobilizzati della società sono rimaste invariate e dipendono esclusivamente dal numero di negozi e dallo storico degli ammortamenti e delle CapEx effettuate nel periodo 2023-2024.

Tabella 6: Stato patrimoniale del Business Plan 2026-2033 – Best case Scenario

\$ in millions	31Mar23 PF	31Mar24 PF	31Mar25 PF	31Mar26 PF	31Mar27 PF	31Mar28 PF	31Mar29 PF	31Mar30 PF	31Mar31 PF	31Mar32 PF	31Mar33 PF
Intangible Assets, Net	1,022.6	776.3	517.8	506.5	506.7	507.0	507.3	507.5	507.8	508.0	508.3
Goodwill	857.2	853.6	470.5	470.5	470.5	470.5	470.5	470.5	470.5	470.5	470.5
Right of Use Lease Asset	513.9	479.7	407.0	456.3	465.7	475.0	484.4	493.7	503.1	512.5	521.8
Property and Equipment, Net	130.1	129.7	110.5	107.7	106.6	107.5	109.3	111.9	114.3	116.6	118.9
Other fixed assets	109.6	90.4	86.5	83.5	80.5	77.5	74.5	71.5	68.5	65.5	62.5
Fixed Assets	2,633.4	2,329.7	1,592.3	1,624.6	1,630.1	1,637.6	1,646.0	1,655.2	1,664.2	1,673.2	1,682.0
Inventory	203.2	204.3	183.2	193.8	203.2	207.6	212.9	219.6	225.9	231.9	243.2
Third parties receivables	74.9	64.4	90.5	91.1	91.6	92.7	94.3	97.6	102.3	106.8	112.2
Accounts Payable	(178.8)	(92.5)	(101.4)	(103.8)	(102.7)	(98.3)	(104.8)	(112.5)	(118.7)	(124.7)	(131.7)
Trade Working Capital	99.4	176.2	172.2	181.0	192.1	202.0	202.4	204.7	209.5	214.0	223.8
Other assets	70.0	59.6	54.2	56.9	58.0	58.9	59.8	61.3	62.4	63.6	64.8
Other liabilities	(95.7)	(96.6)	(86.6)	(81.1)	(81.8)	(82.6)	(83.3)	(84.1)	(84.8)	(85.6)	(86.5)
Net Working Capital	73.7	139.2	139.9	156.8	168.3	178.4	178.9	181.9	187.1	192.0	202.1
Intercompany balances	(45.6)	76.6	151.8	130.0	110.0	90.0	80.0	70.0	60.0	50.0	40.0
DTA(DTL)	(177.7)	(83.5)	(18.8)	(18.8)	(18.8)	(18.8)	(18.8)	(18.8)	(18.8)	(18.8)	(18.8)
Other risk provisions	(61.5)	(57.2)	(42.8)	(43.5)	(41.5)	(40.1)	(38.6)	(38.1)	(38.1)	(38.1)	(38.1)
Net Capital employed	2,422.3	2,404.7	1,822.4	1,849.1	1,848.1	1,847.2	1,847.6	1,850.2	1,854.4	1,858.2	1,867.2
Cash and Cash Equivalents	875.5	634.7	483.7	666.0	657.1	677.8	720.0	783.4	873.7	993.8	1,139.2
Short term financial liability	(5.8)	(7.3)	(13.3)	(8.8)	(8.8)	(8.8)	(8.8)	(8.8)	(8.8)	(8.8)	(8.8)
Long term financial liability	(496.3)	(494.7)	(478.2)	(500.0)	(500.0)	(500.0)	(500.0)	(500.0)	(500.0)	(500.0)	(500.0)
Net Cash/(Debt) pre lease liabilities	373.4	132.7	(7.9)	157.2	148.3	169.0	211.1	274.6	364.9	484.9	630.4
Rent Related Liabilities - Current	(126.2)	(114.1)	(102.9)	(100.1)	(102.1)	(104.2)	(106.2)	(108.3)	(110.3)	(112.4)	(114.4)
Rent Related Liabilities - Noncurrent	(487.2)	(493.8)	(437.3)	(425.1)	(433.8)	(442.5)	(451.2)	(459.9)	(468.7)	(477.4)	(486.1)
Net Cash/(Debt)	(240.1)	(475.2)	(548.1)	(368.0)	(387.6)	(377.7)	(346.3)	(293.6)	(214.1)	(104.8)	29.9
Net Equity	2,182.3	1,929.5	1,274.2	1,481.1	1,460.4	1,469.4	1,501.3	1,556.6	1,640.3	1,753.4	1,897.1
KPIs											
TWC % on LTM Revenue	9.0%	17.1%	19.6%	19.7%	19.6%	19.3%	18.3%	17.4%	16.8%	16.2%	15.9%
NWC % on LTM Revenue	6.7%	13.5%	15.9%	17.1%	17.1%	17.0%	16.2%	15.5%	15.0%	14.5%	14.4%
DSO (excl. Revenue from retail)	70	67	105	101	100	94	91	90	90	90	90
DPO	148	71	91	86	81	75	77	78	79	80	81
DOI on Revenue (exc. Royalties)	75	82	87	88	86	82	80	77	75	72	71
DOI on COGS	263	244	249	245	240	235	230	225	220	215	215

Fonte: Relazioni economico-finanziarie annuali e informazioni del Management

Per quanto concerne il Capitale Circolante Netto aziendale, le sue componenti sono state stimate attraverso KPI di performance che non sono stati modificati rispetto al precedente *business plan* per quanto riguarda i crediti commerciali, il magazzino, gli altri debiti e gli altri crediti. Eccezione a tale regola risulta essere il magazzino. Non necessitando ora di reperire cassa nel corso del 2026 per far fronte all'ulteriore contrazione dei ricavi, i giorni medi di rotazione dello stesso scenderanno gradualmente dai 249 giorni registrati al 31 marzo 2025 fino ai 215 giorni (DIO on COGS) al 31 marzo 2033 già previsti. Nessuna diversa assunzione è stata fatta per l'incidenza del fondo svalutazione sul totale del magazzino. Infine, anche per le altre poste del capitale circolante investito e della Posizione finanziaria netta non si è provveduto a modificare le ipotesi sottostanti al business plan rispetto a quanto già presentato nel paragrafo precedente.

4.3 Costruzione del modello DCF: parametri e metodologia

Per la corretta strutturazione del modello DCF si proceduto ad effettuare delle assunzioni di calcolo di determinati parametri chiave (*Free Cash Flow to Firm* e WACC) e delle assunzioni riguardo a determinati parametri usati dal modello (costo del capitale, costo del debito, tasso di crescita di lungo periodo). La descrizione di tali procedimenti, le scelte sottostanti e soprattutto le motivazioni di coerenza che hanno portato a determinate scelte sono riportate per ciascuna componente nei paragrafi seguenti.

4.3.1 Calcolo dei Free Cash Flow to Firm (FCFF)

Per calcolare i *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) da utilizzare all'interno del modello DCF per la valutazione di Vega si è proceduto ad alcune rettifiche e aggiustamenti al fine di individuare il flusso di cassa operativo della più adatto allo scopo di rappresentare la reale operatività di una società operante nel business del *retail* di lusso. L'EBITDA riportato per i vari periodi nei due *business plan*, è stato, infatti, rettificato per eliminare gli impatti non monetari in esso inclusi al fine di mostrare la reale generazione di cassa dell'operatività aziendale. Per neutralizzare gli impatti non monetari, sono stati fatti tre principali aggiustamenti all'EBITDA dei *business plan*. Inizialmente si è proceduto a escludere gli accantonamenti o i rilasci effettuati nei vari periodi per il fondo svalutazione crediti che non hanno generato alcun impatto monetario sui flussi operativi generati dall'attività ricorrente della società; successivamente, sono stati anche esclusi gli accantonamenti e i rilasci del fondo obsolescenza del magazzino della società che nel business *retail* presenta una posta rilevante e che nel caso di una società in fase di rallentamento come sperimentato da Vega nel periodo 2023-2025 può risultare particolarmente oneroso; infine, sono stati opportunamente neutralizzati allo stesso modo gli utilizzi e i rilasci del fondo rischi legali, accantonato dalla società per far fronte ad alcune cause con un cliente arabo ed effettivamente sia utilizzati sia rilasciati nel corso del periodo 2024-2026.

All'EBITDA rettificato per componenti non monetarie così individuato è stata in seguito aggiunta la variazione del capitale circolante netto derivante dallo stato patrimoniale stimato nei due *business plan*. In tale modo si è calcolato il flusso di cassa operativo prima delle CapEx a cui sono state poi aggiunte tutte le CapEx al netto delle dismissioni previste che la società effettuerà nel corso del periodo coperto dai *business plan* al fine sia di mantenere sia di espandere la propria operatività aziendale. Importante notare come per rispettare la coerenza valutativa nel trattamento dei leasing finanziari (approccio "pre-IFRS 16") gli incrementi dei *ROU* asset non sono stati inclusi nelle CapEx dell'azienda. Per raggiungere dei FCFF maggiormente aderenti alla reale operatività del business, si è proceduto ad aggiungere all'interno dei flussi di cassa tutti quei costi classificati dal Management al di sotto dell'EBITDA ma da considerare operativi per loro stessa natura. L'unica voce che risponde a tali criteri è quella relativa ai costi affrontati e che dovranno essere affrontati dalla società al fine di chiudere alcuni dei propri negozi con marginalità negative e/o non considerati più strategici. Le chiusure dei negozi e i costi ad essi associati, per quanto nel periodo 2026-2027 saranno più elevate di quanto fatto storicamente dalla società, vanno considerati costi operativi e tipici di un business come quello *retail* basato sull'apertura e la chiusura di DOS.

Correttamente non operativi, e quindi non inclusi all'interno dei FCFF, sono le svalutazioni del marchio e del *goodwill* e le spese straordinarie sostenute nel corso degli ultimi tre anni dalla società e nel futuro per le operazioni previste di ristrutturazione aziendale attraverso licenziamenti, buonuscite e accordi sindacali.

Allo stesso modo, al fine di portare all'individuazione dei reali flussi di cassa generati dalla società sono state al contrario escluse alcune poste, incluse dal Management all'interno dell'EBITDA nei due *business plan*, che non devono essere considerate ricorrenti ma straordinarie. In particolare, il costo previsto di \$4 milioni per la sostituzione dell'attuale *Chief Creative Officer* (CCO), attualmente molto remunerato in quanto fra i vecchi azionista di riferimento e che sarà sostituito da una nuova figura professionale ad un costo inferiore. Il contratto di consulenza dal valore di \$4 milioni pagato come buonuscita è stato iscritto per il solo 2026 nei *Business Plan* e per tale motivo può essere considerato straordinario ed escluso dai costi operativi. Esso sarà incluso, però, nei debiti parte della PFN che andrà a ridurre il *Common Equity Value* della società dopo il calcolo dei DCF.

Infine, per raggiungere i FCFF come previsto dalla teoria economica e dalla pratica operativa sono state stimate le imposte “neutralizzando” lo scudo fiscale da interessi visto che il FCFF misura i flussi operativi *unlevered*, cioè generati dall'attività operativa indipendentemente dalla struttura finanziaria. Lo scudo fiscale del debito è, infatti, un beneficio della leva e, per non conteggiarlo due volte, deve essere escluso dai flussi di cassa visto che sarà già incorporato nel tasso di sconto tramite il WACC. In esso il costo del debito è ponderato al netto delle imposte attraverso il fattore $1 - t$. Per risolvere tale problematica, le tasse dovrebbero essere calcolate non sull'EBT che include la deduzione degli interessi, ma applicando l'aliquota fiscale marginale all'EBIT. Partendo al contrario dal valore delle tasse come riportate nei conti economici (quindi calcolate sull'EBT) l'aggiustamento equivalente consiste nel rimuovere l'impatto del beneficio fiscale del pagamento degli interessi aggiungendo alle tasse operative già pagate la quota di imposte che si dovrebbero pagare se la società non sostenesse gli interessi finanziari.

Il trattamento dei *leasing* e degli affitti risulta essere essenziale per strutturare correttamente il modello DCF, e ottenere così una valutazione robusta e priva di errori. Fondamentale in tale senso è la coerenza tra definizione di FCFF, WACC e la riconciliazione fra *Enterprise Value* ed *Equity Value*. Due possibili approcci possono essere utilizzati nella valutazione per tenere conto degli impatti dei *leasing* con l'applicazione dell'IFRS16 o dell'ASC 842, il principio contabile USA applicato da Vega. Come già accennato in questo capitolo, il primo approccio è quello definito come IFRS 16 “*as-is*” che include i leasing nell'EV, mentre il secondo è definito

“pre-IFRS 16” ed esclude i *lease* dall’EV. Il DCF di Vega si avvale del secondo approccio “pre-IFRS 16” scegliendo di rappresentare i flussi di cassa della società reali che si registrano per gli affitti senza gli impatti puramente contabili derivanti dall’applicazione dei principi contabili. Nel modello, seguendo l’approccio “pre-IFRS16”, i *leasing* e gli affitti dei negozi sono trattati come costo operativo ricorrente, e vengono riportati direttamente all’interno dell’EBITDA e rimosso da esso eventuali ammortamenti dei ROU e interessi sulle *lease liabilities*. Allo stesso modo, come anticipato, anche gli incrementi o decrementi dei ROU asset sono stati coerentemente esclusi dal calcolo delle CapEx, visto che ad impattare il FCFF devono essere esclusivamente impattati a livello di EBITDA. In questo approccio il *leasing* impatta i FCFF attraverso il margine operativo, perché i costi per gli affitti riducono l’EBITDA e non compaiono come variazione della passività finanziaria nei flussi di cassa. Con tale approccio per essere coerenti a valle della valutazione, saranno escluse tutte le *lease liabilities* dal debito netto della società che andrà ad individuare il reale *Common Equity value*.

4.3.2 Scelta del tasso di sconto: WACC dei comparabili

Nel presente modello di valutazione DCF per la società Vega, il *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) è stato determinato mediante un approccio metodologico articolato su due direttrici, allo scopo di aumentarne l’affidabilità e verificare la coerenza dei risultati ottenuti. Per tale motivo si sono ottenuti tre distinti tassi di sconto WACC da applicare al modello derivanti rispettivamente da un approccio comparativi puro (il primo) e da un approccio econometrico (il secondo e il terzo) che sarà affrontato nel paragrafo successivo. Il primo metodo adottato consiste nella rilevazione della media dei WACC e anche del relativo tasso di crescita *g* di un campione di aziende comparabili (*peer set*), selezionate sulla base di criteri omogenei quali settore di appartenenza, modello di *business* e grado di rischio operativo. Tale approccio, di natura tipicamente *market-based*, permette di ottenere un valore di riferimento che riflette le condizioni competitive del mercato e le aspettative degli investitori per imprese con caratteristiche affini a quelle di Vega.

Ai fini della costruzione di un *peer set* coerente da utilizzare per individuare i WACC di aziende comparabili si è proceduto a segmentare le aziende comparabili individuate attraverso driver economico finanziari e di minimizzazione dei bias sistematici. La segmentazione ha prodotto sostanzialmente tre macrocategorie di comparabili denominate per semplicità “*core luxury retail*”, “*secondary/borderline*” impiegati unicamente per incrementare la robustezza statistica della selezione ed “*esclusi*”, ovverosia quelle realtà che, pur operanti nel mondo del lusso, non sono state ritenute comparabili secondo i *driver* individuati. Per l’individuazione dei WACC comparabili sono stati presi in considerazione esclusivamente le aziende “*core luxury retail*”

mentre le aziende del gruppo “*secondary/borderline*” sono state impiegate nel paragrafo seguente per l’individuazione del costo del capitale, e saranno lì presentate.

Le variabili fondamentali tenute in considerazione per l’individuazione di aziende similari a Vega sono state diverse e prima fra tutte il volume di fatturato. Nel corso del triennio analizzato i ricavi di Vega, come visto, sono calati notevolmente (–20,7% dall’anno fiscale 2023 all’anno fiscale 2025) ma si sono attestati intorno ad range che va da circa \$1.000 milioni a \$900 milioni. Da tenere anche in considerazione il fatto che la divisione Vega della Holding Cassiopea (*holding* multi brand), gestisce sostanzialmente un unico marchio e si caratterizza per essere un ramo aziendale mono *brand*. Il marchio, inoltre, risulta essere fra i marchi globali di altissima gamma più riconosciuti e portatore di caratteristiche uniche come le sue origini italiane, le caratteristiche sartoriali e il presidio stilistico. Allo stesso tempo il modello di business è incentrato su un modello in gran parte orientato al *retail* diretto come canale distributivo che si appoggia su una vasta rete di DOS che rendono la società esposta ad avere una base di asset “*lease intensive*” visto l’elevato numero di *boutique* e outlet gestiti direttamente. L’azienda, inoltre, affronta dinamiche di *pricing power* tipiche del settore del lusso e una ciclicità della domanda tipica del fashion discrezionale.

Tenuto in considerazione tutto ciò, un primo filtro di selezione è sicuramente la scala e la struttura della società che detiene un solo marchio e la cui creazione di valore è trainata dall’intangibile e dalla produttività ed efficienza del proprio canale *retail* e non dalla diversificazione di portafoglio. Ciò rende poco significativi, se non fuorvianti, i confronti con conglomerati del lusso come LVMH (gestisce 75 diverse *maison* fra le quali Louis Vuitton, Christian Dior, Fendi, Celine, Givenchy, Tiffany & Co., Bulgari, Sephora) o Kering (detiene svariati marchi fra i quali Gucci, Yves Saint Laurent, Balenciaga, Bottega Veneta, Creed, Maui Jim, Alexander McQueen) e di conseguenza con i loro mega *brand*, perché operano con un potere contrattuale maggiore, capacità di investimento in *marketing* e pubblicità molto superiori e soprattutto attraverso portafogli multi-categoria e multi-*brand* che alterano sistematicamente i loro margini aggregati e il loro profilo di rischi. Ad esempio, *player* come LVMH, Keiring e Hermès si muovono su scale di ricavo nell’ordine di decine di miliardi di euro (per il 2024 LVMH ha generato circa €84,7 miliardi²⁴¹, Keiring circa €17,2 miliardi²⁴² e Hermès circa €15,2

²⁴¹ LVMH. (2025). *2024 Full Year Results* – Publication date 28 Jan 2025. Disponibile in: <https://www.lvmh.com/en/financial-calendar/2024-full-year-results>

²⁴² Kering. (2025). *2024 Annual Results* – Publication date 10 Feb 2025. Disponibile in: <https://www.kering.com/en/news/2024-annual-results/>

miliardi²⁴³). Essi risultano così essere “megabrands” in grado di sostenere *pricing power* e spesa *marketing* strutturalmente non replicabili da un *brand* singolo come Vega, specie in fasi in cui l’industria rallenta e la crescita storicamente è stata sostenuta in larga parte da aumenti prezzo come avvenuto nel corso del periodo 2022-2024²⁴⁴.

Esclusi determinati operatori del settore attraverso il filtro scala/struttura, il secondo filtro di selezione è il posizionamento e il mix merceologico-canale con Vega che opera prevalentemente nel segmento *fashion & accessories* e si concentra sul canale di vendita *Direct To Customer (DTC)* attraverso un *network* di negozi *retail* e una presenza globale. Considerato ciò, un primo “cerchio interno” di *peer* saranno aziende dove l’economia del *brand* è comparabile, ossia marchi europei quotati o comunque con *disclosure* solida, con ricavi nell’intervallo di circa €1-2 miliardi e con una forte componente di valore generata dalla desiderabilità del marchio e dalla resa del canale diretto. In quest’ottica, Brunello Cucinelli risulta fra le aziende maggiormente comparabili perché opera come *luxury brand* puro, con dinamiche fortemente *brand-driven* e, soprattutto, mostra una scala di volumi di fatturato distante rispetto a quella dei conglomerati, avendo comunicato per il 2024 ricavi record pari a €1.278 milioni (+12,2% a cambi correnti rispetto al 2023)²⁴⁵. L’azienda italiana, quindi, riporta un livello di ricavi e marginalità senza l’effetto “portfolio” tipico dei grandi gruppi. Salvatore Ferragamo è anch’esso comparabile a Vega, non solo per *heritage* italiano ma anche per presidio la forte predisposizione a presidiare il segmento degli accessori *Ready-To-Wear*. Nel corso del periodo 2023-2024, la casa di moda fiorentina come il marchio Vega ha attraversato un ciclo di domanda meno favorevole, riportando ricavi pari a €1.156 milioni (–7,6% YoY) nel 2023 e pari a €1.035 milioni (–10,5% YoY)²⁴⁶ mostrando come investimenti in *marketing* e *brand reset* possano comprimere la redditività nel breve termine. Ermenegildo Zegna Group, pur essendo un gruppo *multi-brand* con tre diversi brand in portafoglio (Zegna, Thom Browne e Tom Ford), rimane per dimensioni, focus dei prodotti e riconoscibilità del marchio vicino a Vega. La sua selezione costituisce anche un *benchmark* utile per leggere l’impatto di integrazioni di portafoglio sulla crescita aziendale dato che nel 2023 ha completato

²⁴³ Hermès International. (2025). *2024 Full-Year Results* – Publication date 14 Feb 2025. Disponibile in: <https://live.euronext.com/en/products/equities/company-news/2025-02-14-hermes-international-2024-full-year-results>

²⁴⁴ McKinsey & Company, *The State of Fashion*, op. cit.

²⁴⁵ Brunello Cucinelli. (2025). *CASA DI MODA BRUNELLO CUCINELLI: the Board of Directors reviewed the preliminary figures for the year 2024* – Publication date 13 Jan 2025. Disponibile in: https://investor.brunellocucinelli.com/yep-content/media/BC_Prel_FY_24_EN.pdf

²⁴⁶ Salvatore Ferragamo. (2025). *Q4 and FY 2024 Group Preliminary Consolidated Revenue Figures* – Publication date 30 Jan 2025. Disponibile in: <https://group.ferragamo.com/resource/blob/1079210/81a646b42d11b9152834e11eb56084e4/003-2025-01-30-press-release-preliminary-fy-2024-data.pdf>

l'acquisizione delle licenze del marchio Tom Ford e riportando ricavi di gruppo nel 2024 pari a €1.946 milioni per una crescita del +2,2% rispetto all'anno precedente. Se si considera, però, la crescita organica dell'azienda escludendo i ricavi generati dal nuovo marchio Tom Ford non altrettanto positiva e pari al -1,9%²⁴⁷. Al *cluster core* può anche essere aggiunto, seppur con un mix di marchi e una scala dimensionale che inizia a divergere gradualmente da quella di Vega, anche l'azienda Moncler. L'azienda milanese è un *peer* che si avvicina molto più alla frontiera perché è un lusso più specializzato e focalizzato sull'*outerwear* ma resta assolutamente comparabile a Vega per desiderabilità del marchio e focus su un modello di business DTC. Nel 2024 Moncler ha registrato ricavi consolidati intorno ai €3.108 milioni con un incremento rispetto all'anno precedente del 7%²⁴⁸. L'azienda risulta dimensionalmente essere più grande di Vega, ma ancora ben lontana dai megagruppi. Anche il marchio tedesco Hugo Boss è incluso nel *cluster core*, seppur allontanandosi da alcune caratteristiche di Vega. Prima fra tutte, essa si colloca nel segmento dell'*upper premium* più che nel lusso pieno, caratterizzandosi per un *pricing power* inferiore. Tuttavia, la sua selezione risulta preziosa per incorporare la capacità aziendale di muoversi su scala globale, gestire, come Vega, anche i canali *wholesale* e di *licensing*, ed essere esclusivamente un'azienda *brand-centric*, costruita cioè su un unico marchio. Nel 2024 la casa di moda di Metzingen ha riportato ricavi di gruppo pari a €4,3 miliardi, ed EBIT pari a €430 milioni nella propria reportistica annuale.

Per estendere il set di comparabili “*core*” è stato anche incluso Prada Group perché, pur collocandosi su una scala dimensionale diversa a quella di Vega, condivide con Vega il fatto di essere un brand di lusso “*fashion-led*” con forte componente di desiderabilità, centralità del *retail* diretto e necessità di sostenere il posizionamento tramite creatività e investimenti di marca, tutti *driver* economici che si sovrappongono fra le due realtà rispetto ai conglomerati multi-categoria. La *maison* guidata da Patrizio Bertelli rappresenta un *benchmark* particolarmente informativo e comparabile, in quanto al 2024 era un gruppo “snello” e prevalentemente focalizzato, come Vega, su *fashion* e *accessories*, con un portafoglio limitato di *maison* (Prada e Miu Miu i più rilevanti) e una crescita guidata dalla produttività *retail* e dalla forza del marchio. Nel 2024 ha mostrato una performance solida, riportando ricavi pari a

²⁴⁷ Business Wire. (2025). *Ermenegildo Zegna Group Revenues Reach €1,947 Million in FY 2024. Q4 Revenues up 3% Year-On-Year Driven by ZEGNA Brand up 8% YoY* – Publication date 27 Jan 2025. Disponibile in: <https://secure.businesswire.com/news/home/20250127113377/en/Ermenegildo-Zegna-Group-Revenues-Reach-%E2%82%AC1947-Million1-in-FY-2024.-Q4-Revenues-up-3-Year-On-Year-Driven-by-ZEGNA-Brand-up-8-YoY>.

²⁴⁸ Moncler Group. (2025). *Moncler Group FY 2024 Financial Results Presentation* – Publication date 13 Feb 2025. Disponibile in: <https://www.monclergroup.com/v3/assets/blt61bda6b71f29a239/blt69ff3babce0cb8b/68d260d6f9b53a62f5b7d94d/moncler-group-fy-2024-financial-results-presentation.pdf>

€5,4 miliardi (+17% rispetto al 2023) e vendite *retail* in crescita del 18% a €4,6 miliardi²⁴⁹. Le dinamiche interne al gruppo evidenziano come la leva creativa e di assortimento possa accelerare drasticamente la domanda, quando il prodotto risulta desiderabile: le vendite *retail* del marchio Prada sono cresciute di circa il 4% nel 2024, mentre quelle di Miu Miu quasi raddoppiate con un +93%. Seppur con una situazione economico finanziaria diversa da Vega, Prada risulta comparabile per natura del *business*, trattandosi di un venditore di moda e accessori distribuiti globalmente tramite DOS e canali selezionati, nonché per la rilevanza della traiettoria di *brand desirability*.

Infine, all'interno della categoria *core* seppur sempre più vicino alla frontiera rientra anche la *maison* inglese Burberry. Essa, infatti, è comparabile a Vega in quanto *brand luxury* con un *heritage* fortissimo, ma che nel corso del 2024 ha sperimentato frizioni di posizionamento e domanda, dinamica spesso rilevante quando si valuta un marchio in fase di riposizionamento creativo e distributivo. Nelle 52 settimane chiuse al 30 marzo 2025 (FY25) Burberry ha riportato ricavi pari a £2.661 milioni (-17% YoY), ma soprattutto un profitto operativo aggiustato di £26 milioni (-87% YoY) e vendite *retail* ridotte del 12%²⁵⁰. Come per Vega, pur con categorie *core* resilienti, il marchio inglese vede comprimersi profitti e crescita con una transizione creativa e un mix prodotto/canale che non intercettano pienamente.

Selezionate queste aziende comparabili, si è provveduto dunque allo studio della loro reportistica annuale relativa, per tutte, all'anno solare 2024 (ad esclusione di Burberry con un anno fiscale dal 1 aprile 2024 al 31 marzo 2025), dove esse riportano per fine di trasparenza e chiarezza ai propri investitori i tassi WACC e di crescita *g* costante per scontare i propri flussi di cassa, al fine di eseguire secondo i principi contabili internazionali gli *impairment test* sui propri marchi e beni intangibili. La Tabella 7 riporta i tali valori per ciascuna azienda comparabile e procede ad eseguirne una media ponderandola per i ricavi di ciascuna. Da tale operazione si ottiene un WACC pari a 9,19% e un tasso di crescita medio del 2,48% che sono stati applicati congiuntamente al modello DCF.

²⁴⁹ Prada Group. (2025). *Prada Group's Full Year 2024 Financial Results* – Publication date 4 Mar 2025. Disponibile in: <https://www.pradagroup.com/en/news-media/press-releases-documents/2025/25-03-04-prada-group-2024-fy-results.html>

²⁵⁰ Burberry Group PLC. (2025). *Preliminary Results for 52 weeks ended 30 March 2025* – Publication date 15 May 2025. Disponibile in: <https://www.investegate.co.uk/announcement/rns/burberry-group--brby/burberry-preliminary-results/8197033>

Tabella 7: WACC e tasso di crescita g delle aziende comparabili a Vega

Comparables	WACC	g	Revenue FY24
<i>Thom Browne</i>	8.75%	2.75%	1,163.7
<i>Zegna brand</i>	9.46%	3.00%	629.2
<i>Textile production</i>	9.46%	3.00%	153.7
Ermenegildo Zegna NV (ZGN)	9.04%	2.85%	1,946.6
Burberry Group (BRBY)	10.50%	n.a.	2,461.0
Prada Group (1913)	7.20%	2.50%	5,621.7
<i>Moncler</i>	8.50%	2.50%	2,707.3
<i>Stone Island</i>	9.00%	2.50%	401.6
Moncler (MONC)	8.56%	2.50%	3,109
Brunello Cuccinelli (BCU)	n.a.	n.a.	n.a.
Salvatore Ferragamo (SFER)	10.70%	2.30%	1,035.1
Hugo Boss (BOSSn)	11.20%	2.30%	4,307.3
Average comparables	9.19%	2.48%	

Fonte: Relazioni economico-finanziarie annuali delle singole aziende comparabili

4.3.3 Scelta del tasso di sconto: individuazione del costo del capitale

Per individuare il WACC del modello, come anticipato, è stato applicato un secondo metodo, fondato sul calcolo diretto del WACC a partire dai fondamentali della società e applicando la seguente formula standard del suo calcolo:

$$WACC = \left(\frac{E}{E + D} \right) \cdot R_e + \left(\frac{D}{E + D} \right) \cdot R_d \cdot (1 - T)$$

In particolare, per Vega il valore E è stato assunto pari a \$2.282,3 milioni, ovvero al valore contabile delle sue azioni ordinarie nel 2026, non essendo previsti ad oggi incrementi di capitale da parte dei soci. L'ammontare totale del debito è stato individuato in \$508.8 milioni ovvero l'ammontare del prestito *bullet* che la società avrà in essere a partire dal 1 Aprile 2025 pari a \$500 milioni e l'ammontare stimato dal Management per i due business plan di \$8.8 milioni di debiti a breve termine prevalentemente composti da scoperti di conto corrente e altre operazioni di finanziamento ordinario della società. Il costo del debito (R_d) è stato stimato utilizzando il tasso effettivo che sarà applicato al finanziamento bancario sottoscritto dalla società ovvero l'Euribor a 6 mesi al 1 aprile 2025 (data d'inizio del prestito) pari al 2,31% cui si aggiunge un 1,55% di spread per raggiungere un costo del debito del 3,86%. Il tasso di imposizione fiscale per Vega come visto è pari 28,25% essendo una società con sede negli Stati Uniti e più in particolare nello Stato di New York.

Nel contesto del calcolo del WACC, la stima del costo dell'*equity* (R_e) rappresenta il passaggio concettualmente più delicato perché, a differenza del debito, non esiste un flusso contrattuale che renda immediatamente osservabile il rendimento dovuto agli azionisti. In letteratura e nella

prassi valutativa, il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) viene adottato proprio per colmare questa asimmetria informativa, fornendo un quadro teorico coerente che lega in modo esplicito il rendimento richiesto dagli investitori al rischio dell'investimento²⁵¹. Il CAPM formalizza l'idea che, in un mercato in cui gli investitori detengono portafogli diversificati, esso remunererà sistematicamente solo la componente di rischio non eliminabile tramite diversificazione (rischio sistematico), mentre il rischio specifico dell'impresa non comporta un premio addizionale in equilibrio. Di conseguenza, il modello consente di tradurre tale rischio sistematico in un rendimento atteso tramite il parametro beta, che misura la sensibilità dell'investimento rispetto al portafoglio di mercato e determina l'ampiezza del premio per il rischio azionario incorporato nel costo dell'*equity*.

Operativamente, l'attrattiva del CAPM per gli analisti risiede nella sua capacità di scomporre il costo dell'*equity* in componenti interpretabili e collegabili a evidenze di mercato: un tasso privo di rischio, un premio per il rischio di mercato (*equity risk premium ERP*) e un coefficiente beta che pondera tale premio in funzione dell'esposizione dell'impresa al rischio sistematico di mercato. Questa struttura rende trasparente la catena logica che porta dal rischio al rendimento richiesto e consente di discutere in modo rigoroso scelte metodologiche come la *proxy* del tasso *risk-free*, la fonte e l'orizzonte del premio per il rischio, la stima del beta e gli eventuali aggiustamenti della leva finanziaria aziendale. All'interno di una valutazione aziendale eseguita tramite DCF, ciò permette di mantenere coerenza tra la natura dei flussi e il tasso di attualizzazione: quando si stimano flussi *unlevered* come i FCFF, il WACC rappresenta il tasso che riflette il costo opportunità complessivo del capitale e, al suo interno, il costo dell'*equity* derivato dal CAPM fornisce una stima solidamente ancorata alle condizioni di mercato del rendimento richiesto dagli azionisti.

Considerato ciò, nell'individuazione del WACC di Vega si è proceduto a utilizzare il CAPM stimando i suoi parametri essenziali coerentemente con le caratteristiche operative e di mercato della società.

$$\text{Cost of Equity} = R_f + \beta_L^{\text{target}} \cdot \text{ERP}$$

La *proxy* per il *risk free rate* è stata individuata nel tasso di rendimento dei *Treasury Yield* a 10 anni americani al 31 marzo 2025. La scelta è ricaduta sull'emissione obbligazionaria dello Stato americano guidato dal Presidente Donald J. Trump, per via dell'appartenenza di Vega ad una società americana come la *Holding Cassiopea* quotata al Nyse. Inoltre, coerentemente con la

²⁵¹ Corporate Finance Institute. (2026). *WACC Formula, Definition and Uses – Guide to Cost of Capital* – Disponibile in: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-wacc-formula/>

durata del *business plan* di otto anni è stato preferito il rendimento del *bond* con scadenza decennale a quello con scadenza quinquennale o ad altri con differenti orizzonti temporali.

La scelta dell'*Equity Risk Premium* (ERP) da impiegare nel CAPM non è neutrale, e richiede coerenza con il perimetro assunto dal modello, con la sede di quotazione del titolo (gli Stati Uniti) e con l'orizzonte informativo che si intende privilegiare. In ambito professionale, due sono le misure oggi più utilizzate dagli analisti e sono fornite dal Professor Aswath Damodaran Della NYU Stern University²⁵². La prima è l'ERP implicito degli Stati Uniti calcolato su base *trailing-twelve-months* (ERP T12m) e la seconda è una versione dell'ERP implicito costruita a partire dai flussi di cassa effettivamente distribuiti agli azionisti, ossia dividendi più riacquisti di azioni ovvero una *proxy* di FCFE di mercato. La prima misura è pensata come premio per il rischio del mercato azionario statunitense nel suo complesso, mentre la seconda deduce il premio in modo diretto dai prezzi dell'S&P 500 assumendo che i flussi agli azionisti riflettano il rendimento richiesto dagli investitori. L'ERP implicito costruito sui flussi agli azionisti dell'S&P 500, infatti, parte dai prezzi dell'indice e da ipotesi sui *cash flow* relativi all'*equity* ovvero dividendi e riacquisti azioni per risolvere, tramite un modello di tipo *FCFE discount*, il rendimento richiesto che rende indifferente il valore attuale dei flussi e il livello osservato dell'indice²⁵³. Questo approccio ha il pregio di incorporare il ruolo dei riacquisti azioni, che negli ultimi anni hanno superato i dividendi e rappresentano, quindi, una quota essenziale del ritorno del capitale per l'azionista americano. Così facendo, il premio implicito risulta fortemente "*market-consistent*" e sensibile alla struttura effettiva del *payout* reale degli azionisti. Tuttavia, tale indicatore è per sua stessa costruzione l'ERP dell'S&P 500 e riflette la composizione settoriale, la politica dei riacquisti e la crescita e rischiosità dell'indice e non necessariamente dell'intero mercato statunitense.

Secondo l'impostazione del CAPM classico, il tasso atteso di mercato è definito sul portafoglio di mercato del paese in cui il titolo è negoziato, mentre il premio per il rischio azionario è l'eccesso di rendimento del mercato rispetto al tasso privo di rischio. Ne discende che, per una società come Cassiopea di cui Vega è parte, quotata al NYSE, il riferimento naturale per l'ERP è l'insieme del mercato statunitense, indipendentemente dall'appartenenza o meno a uno specifico indice come l'S&P 500 di cui effettivamente la società per dimensioni non fa parte. Per tale motivo nel modello CAPM applicato si è utilizzato l'ERP implicito USA T12m, che è

²⁵² *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation, and Implications* (varie edizioni): <https://www.eacva.de/de/ueber-uns/newsblog/damodaran-equity-risk-premiums-erp-determinants-estimation-and-implications>

²⁵³ *Historical Implied Equity Risk Premiums – United States* (serie con FCFE/dividendi+buyback): https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histimpl.html

stimato attraverso un modello di sconto basato su utili attesi e crescita di lungo periodo coerenti con il mercato. Tale valore è stato concepito da Damodaran per rappresentare il premio sistemico degli Stati Uniti e non di un singolo indice contrariamente a quanto fatto dall'ERP implicito costruito sui flussi agli azionisti dell'S&P 500. L'ERP implicito USA T12m intercetta, così, il premio richiesto dagli investitori per detenere il portafoglio di mercato statunitense nella sua totalità e conserva neutralità rispetto alla specifica politica di *buyback* dell'indice. Il suo valore utilizzato per il calcolo del CAPM da cui ricavare il costo dell'*equity* di Vega ammonta al 5,0%.

Individuati il tasso privo di rischio e il premio al rischio di mercato, per completare l'implementazione del modello CAPM, è necessario individuare l'esposizione dell'azienda al rischio sistemico rappresentata dal beta *levered* (beta con leva) della società. Per stimare il beta di Vega si sono utilizzati due approcci che hanno prodotto di conseguenza due valori di costo del capitale diversi e conseguentemente anche due diversi WACC. Il primo approccio più lineare e diretto ha utilizzato come *proxy* del beta aziendale i beta del settore *retail* a cui è stata opportunamente applicata la leva finanziaria di Vega (*leveraging*). Il secondo approccio, invece, dopo aver opportunamente selezionato delle aziende comparabili ha stimato il beta aziendale come media dei beta delle aziende comparabili a cui è stata rimossa la propria leva finanziaria (*deleveraging*) per applicare poi la struttura finanziaria del target (*leveraging*).

I beta settoriali sono misure medie del rischio sistematico dei titoli appartenenti a una stessa industria e misurano l'esposizione della performance azionaria dei titoli di quel determinato settore ai movimenti del mercato azionario. Il vantaggio di utilizzare un beta di settore è quello di avere un riferimento pratico in tutti quei contesti in cui il beta di una singola società risulta essere poco significativo oppure impossibile da osservare visto che l'azienda non è quotata su un mercato azionario. È quest'ultimo il caso di Vega che appunto trattandosi di un ramo d'azienda di una società quotata, la *holding* Cassiopea. Utilizzare il beta della holding renderebbe distortivo il risultato ottenuto per calcolare il beta del suo ramo d'azienda perché includerebbe sicuramente non solo l'esposizione al mercato del singolo *brand* Vega ma anche degli altri due brand della *holding* J Cigno e Merak.

Una fonte affidabile e particolarmente utilizzata dagli analisti finanziari per il reperimento dei beta settoriali sono i dataset di beta settoriali, pubblicati sempre da Damodaran, che sono resi disponibili anche per gli Stati Uniti, che è la regione geografica di riferimento di Vega, oltre a beta a livello globale. Tali beta settoriali sono calcolati per ciascuna impresa quotata mediante regressione dei rendimenti del titolo sull'indice di riferimento. Tale beta di *equity* viene quindi

scomposto in beta di impresa (*unlevered*) grazie alla rimozione dell'effetto della leva finanziaria e gli *unlevered* beta così ottenuti per ogni singola azienda sono aggregati a livello di settore. Nel database di Damodaran non è presente però un'industria “*Luxury*” autonoma. Le aziende del lusso anche di grandi dimensioni sono assegnate a uno specifico settore in base alla classificazione e clusterizzate all'interno di gruppi standard del dataset, ma seguendo la categorizzazione industriale derivata dai raggruppamenti dei *data provider*²⁵⁴. I cluster che più si avvicinano e che maggiormente possono comprendere aziende del settore del lusso sono sostanzialmente tre: *Apparel*, *Retail (Special Lines)* e *Retail (General)*. La scelta corretta per la selezione dipende dalla natura economica prevalente del business, più che dalla caratteristica del prodotto venduto ovvero beni e accessori di lusso. Il settore *Apparel* è il *cluster* che tipicamente incorpora i *brand* proprietari di moda (abbigliamento/accessori), ovverosia quelle aziende il cui *driver* di rischio è soprattutto il valore del marchio stesso, il loro *pricing power*, la vendita sia attraverso il canale *wholesale* che *retail* e la ciclicità discrezionale tipica della domanda del settore del lusso. I grandi gruppi del lusso europei, così come le case di moda americane e i marchi europei di minori dimensioni, sono tipicamente raggruppate in tale settore. Al suo interno sono, infatti, incluse tutte le aziende comparabili selezionate per individuare un WACC medio nel precedente paragrafo e anche la stessa Cassiopea²⁵⁵. Il cluster *Retail (Special Lines)* è utilizzato per includere i *retailer* specializzati, ossia quegli operatori per cui la componente di vendita al dettaglio è predominante e specializzata per una determinata categoria di prodotto o format come possono essere ad esempio le catene di negozi di abbigliamento, il *fast fashion* o *specialty chains*. Infine, il gruppo *Retail (General)* include al suo interno i *general retailer* come aziende *mass market*, catene di negozio con assortimenti di prodotti vari e *big players* multi-categoria. In tale settore il rischio risulta essere maggiormente legato a dinamiche di retail “generalista”, e non a una specializzazione di linea o prodotto. Considerando che la stessa Cassiopea è categorizzata all'interno della categoria *Apparel*, che il marchio Vega è una casa di moda direttamente proprietaria del proprio marchio (*brand owner*), e che opera attraverso canali *retail* rilevanti attraverso la gestione della propria catena di DOS, la scelta più naturale è stata proprio selezionare il beta di tale settore.

Per stimare un beta da utilizzare nel costo del capitale, il punto di partenza è quindi l'*Unlevered beta corrected for cash* del settore *Apparel* che al primo gennaio 2025 (data più vicina a quella della valutazione) riportava un valore di 0,69. Dal valore *unlevered* di settore si procede al

²⁵⁴ Damodaran, A. (2026). Betas by Sector (US) – betas.xls – Publication date 5 January 2026. Disponibile in: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls>

²⁵⁵ Damodaran, A. (2026). Companies in each industry – indname.xlsx – Publication date: n.d. (dataset corrente). Disponibile in: <https://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/datasets/indname.xlsx>

releveraging della struttura finanziaria della società oggetto di valutazione tramite la formula sotto riportata per la quale sono stati utilizzati i valori di *equity*, debito e tasso di imposizione fiscale precedentemente utilizzati. Da tale operazione si ottiene un valore di 0,80.

$$\beta_L^{target} = \beta_U^{industry} \cdot \left[1 + (1 - T_{target}) \cdot \frac{D}{E_{target}} \right]$$

Il beta *unlevered* del settore e anche il beta *levered* di Vega inferiori a 1 indicano che il rendimento delle aziende che lo compongono si muove meno che proporzionalmente rispetto al mercato. A parità di *shock* di mercato, il settore mostra una minore sensibilità al rischio sistematico e una volatilità relativa al rischio di mercato più contenuta, portando tipicamente ad un costo dell'*equity* più basso rispetto a settori con beta più elevati. Il beta *levered* della singola azienda (0,80) risulta, inoltre, superiore anche al beta *levered* settoriale riportato da Damodaran (0,75). Tale differenza, seppur minima, indica come il ramo d'azienda di Vega presenta una maggiore esposizione al rischio sistematico rispetto alla media del *peer group* utilizzato per costruire il beta settoriale: a parità di premio per il rischio di mercato e *risk-free*, ciò si traduce in un rendimento richiesto dagli azionisti più elevato e quindi in un costo dell'*equity* più alto nel WACC. Questa differenza riflette una combinazione di fattori, tra i quali si annovera la maggiore leva finanziaria di Vega rispetto ad altri *competitor* che ne amplifica la rischiosità dell'*equity* rispetto alle sue attività. Un beta superiore, inoltre, sta ad indicare un potenziale maggiore rischio operativo e di business, ad esempio, con ricavi più ciclici o margini più volatili rispetto alla concorrenza. Allo stesso tempo, la differenza positiva fra beta *levered* di Vega e beta *levered* di settore indica una potenziale specificità del modello di business della società, ad esempio, attraverso un mix geografico peculiare, un *pricing power* inferiore a quello di settore o la concentrazione del portafoglio prodotti su categorie la cui domanda risulta essere ancora più volatile di quella tipica del settore. In sintesi, il mercato percepirebbe il ramo Vega se fosse quotato separatamente da Cassiopea come “più reattiva” alle variazioni del mercato rispetto al settore nel suo complesso.

Il secondo approccio per individuare di un beta settoriale nel comparto del lusso da inserire nel modello CAPM si fonda sulla costruzione del parametro di rischio a partire dall'osservazione, e dalla stima, dei beta di un insieme rappresentativo di singole aziende comparabili, piuttosto che dall'utilizzo diretto di un indice settoriale predefinito. Ai fini della costruzione di un *peer set* coerente, si procederà ad utilizzare la segmentazione effettuata nel paragrafo 4.3.2 con l'individuazione di tre macrocategorie di comparabili denominate, per semplicità, “*core luxury retail*” e “*secondary/borderline*”, impiegati unicamente per incrementare la robustezza

statistica della selezione. Il presente paragrafo non si dilungherà ulteriormente sui criteri di selezione della prima categoria composta dalle aziende comparabili, individuate in Brunello Cucinelli, Salvatore Ferragamo, Ermenegildo Zegna, Moncler, Burberry, Prada e Hugo Boss, perché già approfondita in precedenza. Riassumendo, esse condividono con Vega, attraverso diversi gradi di similitudine²⁵⁶, un'analogia architettura di marca con una prevalenza mono/*bi brand*, un forte presidio stilistico, una catena del valore e una struttura canali dominata dal *retail* diretto, dinamiche di *pricing power* comparabili, una ciclicità della domanda tipica del *fashion* discrezionale e una base di asset "*lease intensive*", essendo esse fondate su modelli di business incentrati sull'impiego di DOS non di proprietà.

Il secondo *cluster* di aziende comparabili "*secondary/borderline*" include le società Ralph Lauren Corporation, Tapestry²⁵⁷ e Capri Holdings²⁵⁸. La finalità di tale *cluster* è esclusivamente econometrica, così da poter ampliare la numerosità campionaria per la stima del β *bottom up*, visto che tutte e tre le società presentano similitudini, seppur non prive di differenze rispetto a Vega. Tutte e tre le società, infatti, presentano una scala dimensionale superiore, con dei fatturati attestati al 31 marzo 2025, momento di chiusura del loro anno fiscale, rispettivamente di \$4.442 milioni, \$6.879 milioni e \$7.079 milioni (Capri Holdings, Tapestry, Ralph Lauren Corporation). Tutte e tre, come Vega, operano su scala globale attraverso un'importante rete di negozi a marchio proprio, anche se rispetto agli operatori europei fanno maggior ricorso al canale di vendita *wholesale*. Tale gruppo allo stesso tempo si caratterizza per collocarsi in un segmento di mercato inferiore a quello del marchio Vega con *price point* inferiori e marchi riconosciuti come meno sartoriali e ad altissima componente stilistica. Tapestry e Capri Holdings, contrariamente a Ralph Lauren e Vega, inoltre, sono società che operano, come visto, un portafoglio di marchi diversificato, e nel caso di Capri Holdings anche particolarmente differenziato per segmentazione di prodotto, riconoscibilità dei *brand* e loro percezione. Da tale raggruppamento sono state, invece, deliberatamente escluse le società PVH Corporation detentrici dei marchi Calvin Klein e Tommy Hilfiger e VF Corporation, che controlla fra gli altri i marchi Vans, The North Face e Timberland. Per la natura di prodotti *mass premium* e *outdoor* e la forte dipendenza dal canale *wholesale* e conseguentemente dai diversi *driver* di domanda che impattano su stagionalità e politiche promozionali, queste due società non sono assimilabili al *luxury fashion* e sono, perciò, state escluse anche dal set "*borderline*".

Per ciascuna società sia del *cluster* "*core luxury retail*" sia di quello "*secondary/borderline*" si sono stimati i beta azionari (*levered*) mediante regressione dei rendimenti in eccesso giornalieri

²⁵⁶ L'ordine dell'elenco rappresenta l'ordine dalla più alla meno comparabile.

²⁵⁷ Tapestry detiene marchi come Coach New York, Kate Spade New York e Stuart Weitzman.

²⁵⁸ Capri Holdings è proprietaria dei marchi Michael Kors, Jimmy Choo e Versace.

degli ultimi tre anni (2022-2023-2024), rispetto ai rendimenti in eccesso di un indice di mercato di riferimento coerente con la base investitori e con l'esposizione geografica dei flussi di cassa. Per ciascuna società è stato individuato un tasso *risk free* coerente con l'area geografica come nel caso delle società quotate negli USA (Tapestry, Capri Holdings, Ralph Lauren Corporation ed Ermengildo Zegna) il Treasury Bond a 5 anni con cui calcolare i rendimenti in eccesso. Per tutte le società sono poi anche stati individuati due o più indici di riferimento sui cui rendimenti in eccesso eseguire la regressione lineare per il calcolo del beta. Per le società quotate in Europa (Moncler, Brunello Cucinelli, Salvatore Ferragamo, Hugo Boss e Burberry) è stato usato un indice di riferimento settoriale che aggrega società anche molto diversificate per prodotto o marchio del settore del lusso europeo (Amundi Global Luxury UCITS ETF), e anche un indice che raggruppa le società nel macrosettore di cui il lusso fa parte, ovverosia quello dei prodotti di consumo discrezionali (iShares MSCI Europe Consumer Discretionary Sector UCITS ETF). Per coerenza di valuta, per la sola Burberry quotata a Londra in sterline britanniche si è utilizzato sempre l'indice iShares MSCI Europe Consumer Discretionary Sector UCITS ETF, ma quotato alla LSEG in sterline.

Una volta stimati i beta *levered* delle singole società comparabili, si è provveduto a depurare l'effetto della leva finanziaria per ottenere un beta *unlevered*, conoscendo la struttura del capitale di ciascuna azienda. La Tabella 8 riporta tali informazioni e il calcolo di ogni singolo beta *unlevered* utilizzando la seguente formula.

$$B_{U,j} = \frac{\beta_{L,j}}{1 + (1 - T_i) \left(\frac{D_i}{E_i} \right)}$$

Tabella 8: Stato patrimoniale del Business Plan 2026-2033 – Best case Scenario

In millions	Currency	Accounting policies	Total revenue	Operating result	Operating result %	Debt (D)	Market cap (E)	# of shares	Tax rate	Beta as per CAPM	Beta Unlevered
Capri Holdings (CPRI)	USD	US GAPP	4,442	(752)	(16.9%)	1,500	2,326	117.9	28.3%	1.04	0.71
Tapestry (TPR)	USD	US GAAP	6,879	1,234	17.9%	2,681	18,237	207.0	28.3%	1.07	0.97
Ralph Lauren (RL)	USD	US GAPP	7,079	990	14.0%	1,163	13,634	61.8	28.3%	1.04	0.98
Ermengildo Zegna NV (ZGN)	USD	IFRS	1,947	167	8.6%	374	2,085	252.4	25.8%	0.60	0.53
Burberry Group (BRBY)	GBP	IFRS	2,461	26	1.1%	738	2,759	3.6	25.0%	1.04	0.87
Prada Group (1913)	USD	IFRS	5,622	1,324	23.6%	437	19,800	2,558.8	24.0%	0.47	0.46
Moncler (MONC)	EUR	IFRS	3,109	916	29.5%	957	13,796	270.6	24.0%	1.22	1.16
Brunello Cucinelli (BCU)	EUR	IFRS	1,279	365	28.5%	222	7,157	67.9	24.0%	1.07	1.04
Salvatore Ferragamo (SFER)	EUR	IFRS	1,035	(49)	(4.7%)	116	1,122	164.1	24.0%	1.10	1.02
Hugo Boss (BOSSn)	EUR	IFRS	4,307	361	8.4%	297	66,755	61.8	29.8%	0.79	0.79

Fonte: Relazioni economico-finanziarie annuali e informazioni del Management

La media dei beta *unlevered* delle società individuate ponderata per i ricavi di ciascuna ha fornito un beta *unlevered* di 0,84 che opportunamente rileverato sulla struttura finanziaria di Vega ha fornito un valore di 0,97.

Per concludere, tenuto in considerazione il tasso privo di rischio (Treasury Yield a 10 anni pari al 4,210%), l'ERP implicito degli Stati Uniti calcolato su base *trailing-twelve-months* (5,0%) e

i due beta calcolati attraverso l'approccio del beta settoriale (*Apparel*) levered sulla struttura finanziaria di Vega (0,80) e attraverso l'approccio *bottom-up* (0,97) si sono potuti calcolare due distinti costi dell'*equity* pari rispettivamente a 8,212% e 9,058%. Il calcolo di tali valori ha permesso, quindi, di individuare due distinti WACC da applicare al modello: uno pari al 7,91% e calcolato con l'uso del beta *bottom-up* e uno pari a 7,22% calcolato con l'uso del beta settoriale.

4.3.4 Individuazione del terminal value e del tasso g

Per portare a termine la valutazione di Vega tramite il modello DCF è necessario calcolare il *Terminal Value* (TV), la cui stima corretta costituisce un passaggio fondamentale per la determinazione dell'*Enterprise Value*, poiché nelle valutazioni effettuate con il DCF esso rappresenta generalmente la quota prevalente del valore complessivo dell'azienda²⁵⁹. Il TV, rappresentando il valore attuale di tutti i flussi di cassa futuri oltre il periodo esplicito di previsione, fa affidamento sulle stime già effettuate dei flussi di cassa e in particolari quelli dell'ultimo periodo di riferimento ovvero, nel modello qui presentato, l'ottavo e ultimo anno dei *business plan*. Per il calcolo del TV si è utilizzato il metodo della crescita perpetua (*Gordon Growth*) il quale assume che i flussi di cassa dell'anno successivo al periodo esplicito crescano a un tasso costante g per l'eternità.

$$\text{Terminal Value} = \frac{FCF_{n+1}}{WACC - g}$$

La selezione del tasso di crescita g risulta, perciò, uno dei passaggi fondamentali per la creazione di un modello robusto, e deve essere coerente con tutte le ipotesi già effettuate nel modello e nel *business plan* e con le caratteristiche dell'azienda come area geografica delle sue operazioni e ROIC.

La letteratura di riferimento raccomanda che g , in regime di crescita stabile, non superi la crescita dell'economia sottostante (quella statunitense per Vega) e soprattutto nella pratica non superi il tasso privo di rischio di lungo periodo per quella stessa area geografica. Questi vincoli riducono il rischio che il valore terminale domini la valutazione eccessivamente rappresentando quote superiori al 80-90% della valutazione complessiva²⁶⁰.

Per la scelta di un tasso di crescita di lungo periodo g per una società con sede negli stati uniti ma operazioni su scala globale come Vega, le due ancora macroeconomiche da tenere in considerazione sono l'obiettivo d'inflazione di lungo periodo che la Federal Reserve si pone, e

²⁵⁹ Damodaran, A. Investment Valuation op. cit., p. 656.

²⁶⁰ Damodaran, A. (2026). *The Little Book of Valuation: Terminal Value* – Publication date: n.d. (pagina web, NYU Stern). Disponibile in: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/littlebook/terminalvalue.ht

la crescita reale potenziale di lungo termine dell'economia americana. La Fed persegue un target d'inflazione del 2%, misurata sul PCE (la variazione dei prezzi dei beni e servizi consumati dalle famiglie negli Stati Uniti), che rappresenta il riferimento per la stabilità dei prezzi²⁶¹. Le proiezioni macroeconomiche del *Federal Open Market Committee* (FOMC) della Federal Reserve indicano un tasso di crescita reale di lungo periodo per l'economia USA intorno all'1,8–1,9%²⁶². La somma dei due indicatori fornisce un'indicazione della crescita nominale di lungo termine dell'economia statunitense nell'ordine del 3,8–4,0%. Le due grandezze macroeconomiche definiscono il limite massimo entro cui tenere g all'interno del DCF: un tasso di crescita superiore, infatti, non sarebbe coerente con la crescita di lungo periodo dell'economia di riferimento dell'azienda. Allo stesso tempo il tasso di crescita non deve superare il rendimento del tasso privo di rischio, visto che, altrimenti, la crescita di lungo periodo dell'economia reale non garantirebbe alcun premio al rischio implicito. Il Treasury a 10 anni (utilizzato anche nel modello CAPM per il calcolo del WACC) presenta al 31 marzo 2025 un rendimento del attorno a livelli nell'ordine del 4,21% fornendo un'ulteriore indicazione di un valore massimo al di sotto del quale mantenere al fine di evitare denominatori ($WACC - g$) troppo compressi e valutazioni eccessivamente sensibili.

Tenendo in considerazione ciò e il fatto che Vega è un *brand* del lusso maturo con flussi di cassa espressi in USD e con un buon volume di affari negli Stati Uniti (36,2% dei ricavi dell'anno fiscale 2025), una scelta prudente è un g base pari al 2,0–2,25%. Tale intervallo è coerente con l'obiettivo d'inflazione al 2% e resta ben al di sotto della crescita nominale di lungo termine implicita per gli USA. In scenari conservativi, come nel caso in cui la base clienti *aspirational* (clienti che non sempre possono permettersi l'acquisto di beni di lusso) rallenta la sua domanda, il tasso g può scendere a 1,5–1,75%, mentre in scenari più favorevoli, con CAGR aziendali sui ricavi più elevati o espansione della domanda, tale tasso può far segnare anche valori del 2,5%, senza superare i vincoli macro. Per incorporare tali potenziali variazioni degli scenari di crescita, si è proceduto ad effettuare una *sensitivity analysis* per tutte le valutazioni effettuate che modificherà in positivo e negativo di 0,25 punti percentuali il tasso del 2% individuato. I risultati saranno presentati nel paragrafo seguente.

Come già rilevato da numerose analisi di settore precedentemente analizzate²⁶³, è associato che dopo il boom post-pandemico (2021-2022) il settore del lusso abbia attraversato una fase di

²⁶¹ Federal Reserve. (2026). Inflation (PCE) e target 2% – Publication date: n.d. (pagina web). Disponibile in: <https://www.federalreserve.gov/economy-at-a-glance-inflation-pce.htm>

²⁶² Federal Open Market Committee (FOMC). (2026). Summary of Economic Projections (longer run real GDP) – Publication date: n.d. (pagina web). Disponibile in: <https://fred.stlouisfed.org/series/GDPC1CTMLR>

²⁶³ Cfr. capitolo 2.

normalizzazione, con una maggiore spinta verso l'esperienziale (viaggi ed eventi) rispetto ai beni personali tradizionali. Nel lungo periodo, tuttavia, la traiettoria di crescita complessiva del settore resta positiva con una crescita media annua fra il 4–6%²⁶⁴. Per un singolo marchio maturo e che attraversa anche una fase di contrazione, come dimostrato da Vega nel periodo 2023-2024, non risulta dunque opportuno individuare un tasso g perpetuo che cresce ai ritmi dell'intero settore. Tale considerazione rafforza l'opzione di scegliere un tasso più prudente intorno al 2,0-2,25%.

Il marchio Vega, però presenta una distribuzione geografica dei propri ricavi che si concentra in misura rilevante negli Stati Uniti (36,2% dei ricavi generati nel corso dell'anno fiscale 2025), ma non esclusivamente con altri mercati come quello EMEA (*Europe, Middle East and Africa*), APAC (*Asia - Pacific*) e Giappone, che rappresentano rispettivamente il 33,6%, il 26,0% e il 4,2% dei ricavi della casa di moda. In un contesto in cui i ricavi sono globali, è possibile calcolare un valore macroeconomico massimo per il tasso di crescita g come media ponderata per i ricavi geografici delle crescite nominali di lungo termine delle macro-aree, per poi adottare un tasso del modello più prudente che rispetti i vincoli di sostenibilità. Per le aree riportate si impiegano, come surrogati, l'inflazione di lungo periodo e la crescita reale potenziale riportate per aggregati. Per il Nord America, tali indicatori sono già stati assunti pari al 2,0% per l'inflazione (obiettivo della Federal Reserve) e al 1,9% di crescita reale di lungo termine. Per l'area EMEA si sono presi a riferimento, in assenza di dettagli più fini, i valori dell'area euro con inflazione target della BCE al 2% e una crescita reale fra 1,2–1,4% nel 2026–2028²⁶⁵. Per il Giappone si combinano l'obiettivo di inflazione al 2% della Bank of Japan²⁶⁶ e una crescita reale di medio periodo intorno a 0,9% stimata per l'economia asiatica²⁶⁷. Infine, per l'area APAC che esclude il Giappone si combinano previsioni di crescita reale nell'ordine del 4,5–4,8% stimate dall'OECD, e un'inflazione stimata intorno al 2,0%²⁶⁸. L'aggregazione di tali indicatori (Nord America circa 3,9%, EMEA circa 3,3%, Giappone circa 2,9% e APAC circa 6,6% rappresenta un soffitto macroeconomico del tasso di crescita g delle singole aree e non

²⁶⁴ Bain & Company. (2025). Altagamma Luxury Goods Worldwide Market Study 2025 – Publication date: n.d. (pagina web). Disponibile in: <https://www.bain.com/insights/finding-a-new-longevity-for-luxury/>

²⁶⁵ European Central Bank (ECB). (2025). Macroeconomic projections (dicembre 2025) – Publication date: n.d. (pagina web). Disponibile in: <https://www.ecb.europa.eu/press/projections/html/index.en.html>

²⁶⁶ Bank of Japan. (2026). Price Stability Target of 2 Percent – Publication date: n.d. (pagina web). Disponibile in: <https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/target.htm>

²⁶⁷ OECD. (2025). Japan Outlook 2025 Issue 2 (crescita reale 2026–27) – Publication date: n.d. (pagina web). Disponibile in: https://www.oecd.org/en/publications/oecd-economic-outlook-volume-2025-issue-2_9f653ca1-en/full-report/japan_ea7efd0c.html

²⁶⁸ International Monetary Fund (IMF). (2025). Regional Economic Outlook: Asia & Pacific (ottobre 2025) – Publication date: n.d. (pagina web). Disponibile in: <https://www.imf.org/en/publications/reo/apac/issues/2025/10/24/regional-economic-outlook-for-asia-and-pacific-october-2025>

rappresentano valori da usare *tout court*. Applicando i pesi dei ricavi delle varie aree si ottiene una crescita nominale ponderata pari a circa 4,36%, che rappresenta il valore massimo globale da confrontare con il *risk-free* e con il WACC di lungo periodo del *brand* Vega.

Coerentemente con i vincoli di sostenibilità, e con il principio secondo cui *g* dovrebbe restare al di sotto del tasso privo di rischio utilizzato nel modello, si è proceduto a fissare un tasso di crescita *g* globale pari al 2,75% come base, con un'analisi di sensitività nell'intervallo $\pm 0,5\%$. Questo incremento del tasso di crescita di lungo periodo permette di analizzare un ulteriore scenario di valutazione, in grado di tenere in considerazione il peso crescente dell'area APAC nel mix di ricavi (nell'anno fiscale 2023 essi ammontavano al 19,3% del totale), ma evitando di avvicinare il tasso al valore del WACC.

4.4 Risultati della valutazione: Enterprise Value del ramo d'azienda

Nella prima parte del presente capitolo si è provveduto a descrivere due diversi *business plan* che hanno generato, nell'orizzonte temporale da essi coperto (2026-2033), due diverse stime dei *Free Cash Flow to Firm* del ramo d'azienda. Come in precedenza descritto, tali flussi sono stati aggiustati per tenere in considerazione (i costi di chiusura dei negozi) o escludere (il costo straordinario legato alla buonuscita dell'attuale *Chief Creative Officer*) determinati flussi di cassa. Per tale motivo, la valutazione del ramo d'azienda subisce una prima suddivisione: una valutazione per il primo *business plan* e una per il secondo, al fine di incorporare due diversi scenari futuri sulla crescita aziendale.

Per entrambi i *business plan* sono state fatte diverse assunzioni sui tassi di sconto del costo del capitale (WACC) e di crescita perpetua (*g*) da applicare al modello per poter ottenere un'ampia serie finale di possibili valutazioni. Per quanto riguarda il tasso WACC, sono state individuate due diverse tipologie di calcolo: la prima prende in considerazione il WACC riportato da aziende comparabili a Vega, mentre la seconda stima il WACC aziendale attraverso la ponderazione del costo del debito aziendale e del costo del capitale proprio. Quest'ultimo parametro a sua volta è stato individuato applicando il modello del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Anche l'applicazione del CAPM ha previsto la stima del suo parametro beta attraverso due diverse metodologie: la prima ha individuato il beta attraverso la selezione del beta settoriale maggiormente affine al settore di appartenenza di Vega, mentre la seconda ha stimato il beta attraverso una procedura *bottom-up* a seguito dell'individuazione dei beta di aziende comparabili. Tenuto in considerazione di ciò ai due diversi *business plan* è stato, quindi, possibile applicare tre diversi tassi di sconto WACC, generando così un numero maggiore di scenari valutativi differenti.

Un'ulteriore diversificazione del modello è stata introdotta considerando non un unico tasso di crescita di lungo periodo (g), ma bensì due distinti. Il primo tasso g , assunto pari al 2,0%, fa riferimento all'economia statunitense, in quanto il marchio Vega fa parte della *holding* Cassiopea quotata nella borsa americana di New York e fa parte più in generale del contesto economico degli USA. Il secondo tasso di crescita proposto, invece, incorpora le aspettative di crescita globali, considerato che l'azienda è geograficamente distribuita e attiva su più mercati globali. Per i motivi appena descritti, il tasso individuando è pari al 2,75%. In questo modo, per i due distinti *business plan* e i loro flussi di cassa e per i tre distinti WACC, è stato possibile applicare altri due distinti tassi di crescita di lungo periodo andando ad aumentare il *range* di diverse valutazioni effettuate.

Per tutte le valutazioni è stata poi eseguita una *sensitivity analysis* al fine di verificare come possibili cambiamenti di 0,25 punti percentuali sia del WACC sia del tasso di crescita g potessero impattare sulla valutazione finale di Vega. Coerentemente con l'impostazione di un modello valutativo "pre-IFRS", e come determinato nel paragrafo 4.3.1, per la determinazione dell'EV è stata considerata la sola PFN pre *Lease Liabilities* in quanto i costi relativi agli affitti dei negozi sono stati incorporati dai flussi di cassa con l'EBITDA che già include i pagamenti effettuati nell'anno. Inoltre, in continuità con le assunzioni effettuate per il calcolo dei FCFF, all'EV è anche stato sottratto il valore della buonuscita che la società dovrà pagare all'attuale CCO nel 2026 che non era stato incluso nei costi operativi che hanno portato al calcolo dei flussi di cassa del modello.

Di seguito nelle Tabelle 9 e 10 si riportano tutti i diversi scenari valutativi effettuati del marchio Vega, i multipli EV/sales a ciascuna di esse collegati e i ricavi generati dalla società nel corso dell'anno fiscale 2025 (\$877,4 milioni).

Tabella 9: Sensitivity analysis del DCF relativa al business plan Business as Usual

WACC (Costo del capitale - Comparabili) + g (USA)						
		WACC				
\$ in millions		6.91%	7.41%	7.91%	8.41%	8.91%
g	1.50%	521.7	462.5	412.8	370.6	334.4
	1.75%	546.3	482.3	429.1	384.2	345.8
	2.00%	573.4	504.1	446.8	398.7	358.0
	2.25%	603.5	527.9	466.0	414.5	371.1
	2.50%	636.9	554.1	487.0	431.6	385.2
EV/Sales		WACC				
		6.91%	7.41%	7.91%	8.41%	8.91%
g	1.50%	0.59	0.53	0.47	0.42	0.38
	1.75%	0.62	0.55	0.49	0.44	0.39
	2.00%	0.65	0.57	0.51	0.45	0.41
	2.25%	0.69	0.60	0.53	0.47	0.42
	2.50%	0.73	0.63	0.56	0.49	0.44
WACC dei comparabili + g (comparabili)						
		WACC				
\$ in millions		8.19%	8.69%	9.19%	9.69%	10.19%
g	1.48%	387.0	348.6	315.4	286.4	261.0
	1.98%	417.3	373.8	336.6	304.5	276.5
	2.48%	452.9	403.2	361.1	325.2	294.1
	2.73%	473.2	419.7	374.8	336.6	303.7
	2.98%	495.4	437.6	389.5	348.9	314.1
EV/Sales		WACC				
		8.19%	8.69%	9.19%	9.69%	10.19%
g	1.48%	0.44	0.40	0.36	0.33	0.30
	1.98%	0.48	0.43	0.38	0.35	0.32
	2.48%	0.52	0.46	0.41	0.37	0.34
	2.73%	0.54	0.48	0.43	0.38	0.35
	2.98%	0.56	0.50	0.44	0.40	0.36
WACC (Costo del capitale - Settore) + g (globale)						
		WACC				
\$ in millions		6.22%	6.72%	7.22%	7.72%	8.22%
g	2.25%	740.3	637.0	555.0	488.3	433.2
	2.50%	789.0	673.9	583.7	511.1	451.7
	2.75%	844.7	715.4	615.6	536.3	471.8
	3.00%	909.1	762.6	651.3	564.1	493.9
	3.25%	984.3	816.5	691.5	595.0	518.3
EV/Sales		WACC				
		6.22%	6.72%	7.22%	7.72%	8.22%
g	2.25%	0.84	0.73	0.63	0.56	0.49
	2.50%	0.90	0.77	0.67	0.58	0.51
	2.75%	0.96	0.82	0.70	0.61	0.54
	3.00%	1.04	0.87	0.74	0.64	0.56
	3.25%	1.12	0.93	0.79	0.68	0.59

WACC (Costo del capitale - Settore) + g (USA)						
		WACC				
\$ in millions		6.22%	6.72%	7.22%	7.72%	8.22%
g	1.50%	625.2	547.6	483.9	430.8	386.0
	1.75%	659.3	574.4	505.4	448.4	400.5
	2.00%	697.4	604.0	529.0	467.5	416.2
	2.25%	740.3	637.0	555.0	488.3	433.2
	2.50%	789.0	673.9	583.7	511.1	451.7
EV/Sales		WACC				
		6.22%	6.72%	7.22%	7.72%	8.22%
g	1.50%	0.71	0.62	0.55	0.49	0.44
	1.75%	0.75	0.65	0.58	0.51	0.46
	2.00%	0.79	0.69	0.60	0.53	0.47
	2.25%	0.84	0.73	0.63	0.56	0.49
	2.50%	0.90	0.77	0.67	0.58	0.51
WACC (Costo del capitale - Comparabili) + g (globale)						
		WACC				
\$ in millions		6.91%	7.41%	7.91%	8.41%	8.91%
g	2.25%	603.5	527.9	466.0	414.5	371.1
	2.50%	636.9	554.1	487.0	431.6	385.2
	2.75%	674.3	583.1	510.1	450.3	400.5
	3.00%	716.5	615.5	535.5	470.6	417.0
	3.25%	764.5	651.7	563.6	492.9	435.1
EV/Sales		WACC				
		6.91%	7.41%	7.91%	8.41%	8.91%
g	2.25%	0.69	0.60	0.53	0.47	0.42
	2.50%	0.73	0.63	0.56	0.49	0.44
	2.75%	0.77	0.66	0.58	0.51	0.46
	3.00%	0.82	0.70	0.61	0.54	0.48
	3.25%	0.87	0.74	0.64	0.56	0.50
WACC dei comparabili + g (Macro global)						
		WACC				
\$ in millions		8.19%	8.69%	9.19%	9.69%	10.19%
g	2.25%	377.9	333.1	295.2	262.8	234.8
	2.50%	396.6	348.4	307.9	273.5	243.9
	2.75%	417.1	365.1	321.7	285.0	253.7
	3.00%	439.4	383.2	336.5	297.4	264.1
	3.25%	464.1	402.9	352.7	310.7	275.2
EV/Sales		WACC				
		8.19%	8.69%	9.19%	9.69%	10.19%
g	2.25%	0.43	0.38	0.34	0.30	0.27
	2.50%	0.45	0.40	0.35	0.31	0.28
	2.75%	0.48	0.42	0.37	0.32	0.29
	3.00%	0.50	0.44	0.38	0.34	0.30
	3.25%	0.53	0.46	0.40	0.35	0.31

Fonte: elaborazione personale

Tabella 10: Sensitivity analysis del DCF relativa al business plan Best Case Scenario

WACC (Costo del capitale - Comparabili) + g (USA)						
		WACC				
\$ in millions		6.91%	7.41%	7.91%	8.41%	8.91%
g	1.50%	1,958.2	1,754.2	1,583.0	1,437.4	1,312.2
	1.75%	2,042.2	1,822.1	1,638.6	1,483.6	1,351.0
	2.00%	2,134.8	1,896.2	1,699.0	1,533.5	1,392.7
	2.25%	2,237.4	1,977.6	1,764.7	1,587.4	1,437.4
	2.50%	2,351.5	2,067.2	1,836.5	1,645.8	1,485.7
EV/Sales		6.91%	7.41%	7.91%	8.41%	8.91%
g	1.50%	2.23	2.00	1.80	1.64	1.50
	1.75%	2.33	2.08	1.87	1.69	1.54
	2.00%	2.43	2.16	1.94	1.75	1.59
	2.25%	2.55	2.25	2.01	1.81	1.64
	2.50%	2.68	2.36	2.09	1.88	1.69
WACC dei comparabili + g (comparabili)						
		WACC				
\$ in millions		8.19%	8.69%	9.19%	9.69%	10.19%
g	1.98%	1,597.6	1,447.5	1,319.0	1,207.9	1,110.9
	2.23%	1,655.9	1,495.7	1,359.3	1,241.9	1,139.9
	2.48%	1,719.2	1,547.8	1,402.6	1,278.3	1,170.8
	2.73%	1,788.4	1,604.2	1,449.3	1,317.4	1,203.8
	2.98%	1,864.2	1,665.5	1,499.7	1,359.3	1,239.1
EV/Sales		8.19%	8.69%	9.19%	9.69%	10.19%
g	1.98%	1.82	1.65	1.50	1.38	1.27
	2.23%	1.89	1.70	1.55	1.42	1.30
	2.48%	1.96	1.76	1.60	1.46	1.33
	2.73%	2.04	1.83	1.65	1.50	1.37
	2.98%	2.12	1.90	1.71	1.55	1.41
WACC (Costo del capitale - Settore) + g (globale)						
		WACC				
\$ in millions		6.22%	6.72%	7.22%	7.72%	8.22%
g	2.25%	2,707.1	2,352.6	2,070.8	1,841.5	1,651.7
	2.50%	2,873.4	2,478.6	2,168.8	1,919.5	1,714.8
	2.75%	3,063.7	2,620.5	2,277.9	2,005.3	1,783.7
	3.00%	3,283.6	2,781.5	2,399.8	2,100.3	1,859.2
	3.25%	3,540.5	2,965.7	2,537.2	2,205.8	1,942.3
EV/Sales		6.22%	6.72%	7.22%	7.72%	8.22%
g	2.25%	3.09	2.68	2.36	2.10	1.88
	2.50%	3.28	2.83	2.47	2.19	1.95
	2.75%	3.49	2.99	2.60	2.29	2.03
	3.00%	3.74	3.17	2.74	2.39	2.12
	3.25%	4.04	3.38	2.89	2.51	2.21

WACC (Costo del capitale - Settore) + g (USA)						
		WACC				
\$ in millions		6.22%	6.72%	7.22%	7.72%	8.22%
g	1.50%	2,313.8	2,047.0	1,828.0	1,645.2	1,490.5
	1.75%	2,430.2	2,138.6	1,901.5	1,705.1	1,540.0
	2.00%	2,560.4	2,240.0	1,982.1	1,770.4	1,593.6
	2.25%	2,707.1	2,352.6	2,070.8	1,841.5	1,651.7
	2.50%	2,873.4	2,478.6	2,168.8	1,919.5	1,714.8
EV/Sales		6.22%	6.72%	7.22%	7.72%	8.22%
g	1.50%	2.64	2.33	2.08	1.88	1.70
	1.75%	2.77	2.44	2.17	1.94	1.76
	2.00%	2.92	2.55	2.26	2.02	1.82
	2.25%	3.09	2.68	2.36	2.10	1.88
	2.50%	3.28	2.83	2.47	2.19	1.95
WACC (Costo del capitale - Comparabili) + g (globale)						
		WACC				
\$ in millions		6.91%	7.41%	7.91%	8.41%	8.91%
g	2.25%	2,237.4	1,977.6	1,764.7	1,587.4	1,437.4
	2.50%	2,351.5	2,067.2	1,836.5	1,645.8	1,485.7
	2.75%	2,479.4	2,166.4	1,915.2	1,709.4	1,537.9
	3.00%	2,623.6	2,276.9	2,002.0	1,778.9	1,594.5
	3.25%	2,787.5	2,400.7	2,098.1	1,855.2	1,656.1
EV/Sales		6.91%	7.41%	7.91%	8.41%	8.91%
g	2.25%	2.55	2.25	2.01	1.81	1.64
	2.50%	2.68	2.36	2.09	1.88	1.69
	2.75%	2.83	2.47	2.18	1.95	1.75
	3.00%	2.99	2.60	2.28	2.03	1.82
	3.25%	3.18	2.74	2.39	2.11	1.89
WACC dei comparabili + g (Macro global)						
		WACC				
\$ in millions		8.19%	8.69%	9.19%	9.69%	10.19%
g	2.25%	1,451.1	1,296.7	1,166.0	1,054.3	957.8
	2.50%	1,515.0	1,349.1	1,209.7	1,091.0	988.9
	2.75%	1,584.7	1,406.0	1,256.6	1,130.2	1,022.1
	3.00%	1,661.2	1,467.8	1,307.4	1,172.5	1,057.6
	3.25%	1,745.4	1,535.4	1,362.5	1,218.0	1,095.7
EV/Sales		8.19%	8.69%	9.19%	9.69%	10.19%
g	2.25%	1.65	1.48	1.33	1.20	1.09
	2.50%	1.73	1.54	1.38	1.24	1.13
	2.75%	1.81	1.60	1.43	1.29	1.17
	3.00%	1.89	1.67	1.49	1.34	1.21
	3.25%	1.99	1.75	1.55	1.39	1.25

Fonte: elaborazione personale

Capitolo 5: Metodi relativi: selezione delle transazioni comparabili e applicazione multipli

Nel presente capitolo si procederà ad individuare e analizzare alcune transazioni comparabili a quella che prevede di realizzare la società Pleiadi acquisendo il marchio Vega dalla *holding* Cassiopea con lo scopo finale di individuare dei multipli comparabili al fine di individuare l'*Enterprise Value* del ramo d'azienda Vega. Allo stesso tempo l'individuazione di multipli provenienti da transazioni già avvenute in passato permetterà di confrontare tali valori con quelli calcolati attraverso il modello DCF con lo scopo di comprendere se la valutazione effettuata attraverso la metodologia dei flussi di cassa possa avvicinarsi a quella che si ottiene dall'utilizzo del metodo relativo dei multipli. In primo luogo, saranno analizzate alcune transazioni comparabili effettuate nel corso degli ultimi anni e in particolare nel corso del 2024. Tale scelta di concentrare l'attenzione su quanto avvenuto il più recentemente possibile è effettuata con l'obiettivo di poter incorporare all'interno dei multipli le condizioni di mercato più recenti possibili e quindi vicine alla data della potenziale transazione fra Cassiopea e Pleiadi. Alcune transazioni saranno descritte e analizzate con lo scopo di comprendere se esse siano effettivamente transazioni comparabili a quella relativa alla compravendita di Vega e potranno poi perciò essere escluse da tale raggruppamento. Individuati un gruppo di multipli di transazione comparabili si procederà a effettuare un'analisi della loro media e della loro mediana con lo scopo di individuare un multiplo finale da applicare alle grandezze economiche fondamentali di Vega e ottenere un *Enterprise Value* della società.

5.1 Transazioni comparabili: individuazione e scelta di transazioni comparabili

Prima di analizzare e individuare possibili transazioni comparabili è opportuno ripercorre il *framework* logico all'interno del quale tali operazioni sono analizzate e selezionate come transazioni comparabili a quella fra Cassiopea e Pleiadi per il marchio Vega. Tra i primi criteri di scelta e selezione più rilevanti si annovera il periodo di riferimento della transazione visto che si preferiranno sempre transazioni avvenute il più recentemente possibile quindi possibilmente nel corso del 2024 rispetto a transazioni storiche. Tale criterio si rende necessario anche al fine di intercettare le condizioni di mercato più vicine possibile alla data della transazione finale per il marchio Vega e in grado di incorporare i trend più recenti del settore di riferimento e le aspettative degli investitori.

La selezione dei comparabili considererà anche le dimensioni aziendali, privilegiando aziende o marchi che per volumi di affari si avvicinano a quelle fatte registrare da Vega nel corso del triennio 2022-2024, ovverosia con ricavi prossimi al miliardo di dollari. Anche il settore e

segmento settoriale di riferimento sono un criterio fondamentale, in quanto si preferiranno sempre aziende attive nel settore del lusso e in particolare nel segmento *apparel and accessories* piuttosto che aziende operanti esclusivamente, o in maniera rilevante, anche in altri segmenti come quello della cosmetica e del *beauty*. Come effettuato anche per la selezione dei beta delle aziende comparabili nel capitolo 4, si terranno anche in considerazione portafoglio prodotti e portafoglio marchi preferendo quindi transazioni che siano riferite ad aziende mono o bi *brand*, piuttosto a quelle multi-*brand*. Da tenere in considerazione saranno, inoltre, le caratteristiche del modello di business con la preferenza per aziende focalizzate sul canale distributivo *retail* e la gestione diretta dei negozi e *boutique* a marchio proprio. Le condizioni cicliche che attraversano o la fase di vita dell'azienda oggetto della transazione saranno un'altra variabile da osservare per la selezione di multipli comparabili, proprio per il fatto che Vega è un'azienda già matura e non una casa di moda da poco fondata. Inoltre, la società attraversa un particolare ciclo di contrazione del proprio business, mentre altre aziende che sono oggetto di transazione potranno trovarsi in una fase del proprio ciclo economico di forte crescita o robustezza delle proprie performance aziendali. Ogni singola transazione sarà valutata tenendo in considerazione queste dinamiche assiomatiche, e in base a queste tipologie di valutazioni si deciderà se essa farà parte o meno di un gruppo di transazioni comparabili a quella per la compravendita di Vega, e quanto affine ad essa possa essere.

Kering - Valentino (30% stake)

Fra le operazioni avvenute nel 2023 nel settore del lusso, rientra l'acquisizione di una quota del 30% della *maison* italiana Valentino. Fondata a Roma nel 1960 da Valentino Garavani, è tra i marchi di *haute couture* più riconosciuti al mondo: la Valentino S.p.A. contava al momento della transazione un totale di 211 negozi in oltre 25 Paesi, e registrava nel 2022 ricavi per €1.419 milioni con un EBITDA di €337 milioni²⁶⁹. Il venditore è stato il veicolo d'investimento qatariota Mayhoola Lux, che ne controllava il 70%, mentre l'acquirente è stato il gruppo francese del lusso Kering, già protagonista di importanti acquisizioni nel settore, quali Gucci, Yves Saint Laurent e Bottega Veneta. L'operazione, annunciata il 28 luglio 2023, prevedeva l'acquisto da parte di Kering di una quota del 30% di Valentino per un corrispettivo in contanti di €1,7 miliardi, con un'opzione che consentiva a Kering di ottenere il 100% della *maison* entro il 2028. L'obiettivo finale di Kering nel perseguire l'operazione è stato quello di rafforzare il proprio presidio nel segmento dell'alta gamma e di elevare ulteriormente il mix del proprio portafoglio marchi, già alquanto vasto. La transazione va, quindi, interpretata all'interno della strategia del gruppo volta a colmare il divario di crescita rispetto ai propri diretti concorrenti

²⁶⁹ Valentino, *Corporate information*, pagina istituzionale, s.d., disponibile in: <https://www.valentino.com/en-gb/experience/corporate-information>

come Hermes e LVMH, sostenendo la propria crescita di lungo termine tramite operazioni di acquisizioni selettive. Il prezzo richiesto di €1,7 miliardi per il 30% dell'azienda implica per Valentino un Enterprise Value di circa €5,6–5,7 miliardi, pari a ~4,0x EV/Sales e ~16,0x EV/EBITDA. Tali multipli sono considerati dagli analisti come appartenenti alla fascia alta del range settoriali visto che soprattutto il 4,0x sul fatturato è sensibilmente superiore alle medie/mediane storiche che si aggirano fra 2,3–2,4x, mentre il ~16x sull'EBITDA risulta in linea o lievemente superiore rispetto ai riferimenti di mercato con una mediana del ~15,9x e una media del ~18,1x. Tale situazione è spiegata con il profilo strategico dell'acquisizione vista la presenza dell'opzione per salire al controllo. Per dimensioni aziendali, sviluppo globale, modello di business centrato sui DOS, riconoscibilità del marchio (artigianalità, italianità e sartorialità) e centralità degli aspetti creativi e stilistici, Valentino rappresenta non solo una potenziale transazione comparabile ma anche una vera e propria azienda comparabile a Vega. Anche le performance economico finanziarie dell'ultimo periodo, seppur leggermente migliori vista la contrazione dei ricavi fra 2023 e 2024 del –5% (€1.349 milioni nel 2024), sono relativamente comparabili a quelle fatte registrare da Vega (–14,9%). I multipli di transazione specie quello EV/sales risultano, però, fortemente impattati dall'elevato valore attribuito non solo all'operatività aziendale e alle potenzialità di crescita nel lungo periodo di Valentino, ma soprattutto alla struttura dell'operazione che prevede la possibilità per Kering di acquisire, negli anni successivi, il controllo effettivo dell'intera azienda. Per tale motivo, tale transazione non risulta comparabile a quella fra Pleiadi e Cassiopea, visto l'interesse da parte di entrambe le parti di concludere una transazione per il 100% delle quote aziendali.

Richemont - Gianvito Rossi (maggioranza)

Gianvito Rossi S.r.l. è una *maison* italiana di calzature di alta gamma fondata nel 2006 e globalmente riconosciuta per il *savoir-faire* artigianale tipico del “*Made in Italy*”. La società, che gestisce una rete *retail* diretta in selettive capitali del lusso, nel 2022 ha generato circa €99–100 milioni di ricavi con un EBITDA di €23 milioni. L'acquirente è il gruppo svizzero del lusso Compagnie Financière Richemont SA già proprietario di un portafoglio multi-*brand* che include Cartier, Van Cleef & Arpels, Montblanc e Chloé. L'operazione annunciata il 28 luglio 2023 prevede l'acquisto di una partecipazione di controllo in una transazione privata, che secondo la stampa finanziaria, ammonta al 70%, mentre il fondatore Gianvito Rossi ha mantenuto una partecipazione di minoranza continuando a guidare la *maison* come CEO e Direttore Creativo²⁷⁰. Le motivazioni strategiche che hanno portato al *deal* dichiarate da

²⁷⁰ Milano Finanza – MFFashion, *Richemont becomes controlling shareholder of Gianvito Rossi*, 31 luglio 2023, disponibile in: <https://www.milanofinanza.it/fashion/richemont-becomes-controlling-shareholder-of-gianvito-rossi-202307311246575332>

Richemont includono il rafforzamento dell'area *Fashion & Accessories* con un marchio calzaturiero che espande il portafoglio prodotti del gruppo con un'aggiunta ad alto valore percepito di qualità e artigianalità²⁷¹. Allo stesso tempo, la *partnership* consente di scalare la distribuzione diretta a livello globale del calzaturificio italiano preservando allo stesso tempo identità creativa e manifatturiera del distretto romagnolo. I termini economici dell'operazione non sono stati divulgati direttamente, ma diverse fonti di mercato riportano indiscrezioni di una valorizzazione "ben superiore" a €100 milioni²⁷². Su tali basi, i multipli impliciti risultano almeno essere pari a $EV/Sales \geq 1,0x$ e $EV/EBITDA \geq 4,3x$ rispetto ai dati del 2022.

L'acquisizione del calzaturificio romagnolo non può essere paragonata all'accordo per la compravendita di Vega sia per via delle dimensioni aziendali (circa un decimo di quelle di Vega) sia per il segmento prevalente in cui le due società operano: Gianvito Rossi è attivo quasi esclusivamente nel settore delle calzature di lusso.

Saks - Neiman Marcus

Neiman Marcus Group (NMG) è uno storico *player* statunitense di *department store* del lusso che opera attraverso una rete attiva di 36 *department store* a marchio Neiman Marcus e 2 *flagship* Bergdorf a Manhattan, oltre ai canali *e-commerce* dedicati nei quali vende prodotti e accessori sia di grandi marchi internazionali sia di piccoli *ateliers*. La società è stata acquisita da HBC, azionista di Saks Fifth Avenue, un'altra catena di grandi magazzini statunitensi. L'operazione annunciata il 4 luglio 2024 e chiusa il 23 dicembre dello stesso anno ha dato vita al polo Saks Global che riunisce i due marchi, ciascuno operativo con il proprio *brand*. L'acquisizione è stata perfezionata per un Enterprise Value di \$2,65 miliardi alla firma, diventato poi di \$2,7 miliardi alla chiusura²⁷³. L'acquisizione è stata supportata da investitori strategici tra cui Amazon e Salesforce e da un pacchetto di finanziamenti composto da un prestito a termine di \$1,15 miliardi da parte del fondo Apollo Capitals²⁷⁴. Obiettivi industriale dell'operazione sono quelli di creare un *player* di scala nazionale nel lusso multi-*brand* e

²⁷¹ Richemont, *Richemont acquires a controlling stake in Gianvito Rossi*, comunicato stampa, 28 luglio 2023, disponibile in: <https://www.richemont.com/news-media/press-releases-news/richemont-acquires-a-controlling-stake-in-gianvito-rossi-starting-a-partnership-with-its-founder/>

²⁷² Reuters (via MarketScreener), *Richemont buys majority stake in Italian luxury shoemaker Gianvito Rossi*, 28 luglio 2023, disponibile in: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/COMPAGNIE-FINANCIERE-RICH-14354614/news/Richemont-buys-majority-stake-in-Italian-luxury-shoemaker-Gianvito-Rossi-44451352/>

²⁷³ HBC, *HBC, Parent of Saks Fifth Avenue, to Acquire Neiman Marcus Group for \$2.65 Billion and Establish Saks Global*, comunicato stampa, 4 luglio 2024, disponibile in: <https://www.businesswire.com/news/home/20240704775954/en/HBC-Parent-of-Saks-Fifth-Avenue-to-Acquire-Neiman-Marcus-Group-for-%242.65-Billion-and-Establish-Saks-Global-a-Technology-Powered-Luxury-Retail-Company>

²⁷⁴ Connect CRE, *HBC to Acquire Neiman Marcus Group for \$2.65B; Amazon, Salesforce are Investors*, 8 luglio 2024, disponibile in: <https://www.connectcre.com/stories/hbc-to-acquire-neiman-marcus-group-for-2-65b-amazon-salesforce-are-investors/>

accelerare la personalizzazione omnicanale tramite *first-party data* e *partnership* tecnologiche, oltre a sfruttare sinergie di portafoglio e immobiliari sui grandi magazzini. Assumendo come denominatore i ricavi del 2023 indicati in ~\$5,4 miliardi e l'EBITDA aggiustato del 2022 di ~\$495 milioni, prima di andare in territorio negativo a -\$53 milioni nel 2023, i multipli impliciti risultano pari a EV/Sales di 0,49x e EV/EBITDA di 5,35x.

Neiman Marcus Group e Saks Fifth Avenue non sono direttamente produttori o comunque ideatori, come Vega, di abbigliamento e accessori di lusso, ma sono delle catene di negozi *retail* che trattano e vendono una vasta gamma di marchi e prodotti di lusso, dall'abbigliamento e accessori fino ai profumi e oggetti d'arredo. Seppur potenzialmente le società siano parte di un settore industriale affine da quello di Vega, il modello di business è però incardinato sulla gestione di negozi e la creazione di canali di vendita, sia *retail* sia di *e-commerce*. Per tale motivo, questa transazione non può essere considerata completamente comparabile; tuttavia, come per le aziende comparabili, può essere tenuta in un raggruppamento “*borderline*” per fini comparativi.

L Catterton - Polène (quota di minoranza)

Polène è una *maison* parigina di pelletteria fondata nel 2016 e diventata un caso di “*quiet luxury*” grazie al design minimalista e alla produzione artigianale effettuata a Ubrique, in Spagna²⁷⁵. L'azienda francese ha sperimentato l'ingresso del fondo americano di *private equity* L Catterton nel capitale sociale tramite un'operazione di minoranza, annunciata il 2 settembre 2024 in concomitanza con l'uscita dei precedenti soci, ovverosia il fondo di *venture capital* Eutopia, *spin off* del family office Otium Capital. Tale investimento si inquadra nella strategia del fondo, sostenuto fra gli altri anche da LVMH, di affiancare *brand* di lusso in forte crescita su scala internazionale e ad alto tasso di digitalizzazione, e operanti con un modello *retail direct-to-consumer*²⁷⁶. Polené, cavalcando anche la visibilità garantita dalla rinomata serie tv *Emily in Paris*, ha raddoppiato il proprio fatturato nel 2023, raggiungendo ricavi pari a €142,7 milioni e accelerando l'espansione con proprie *boutique* a Parigi, New York, Tokyo e Seul e nuove aperture programmate in Europa. Oltre a sostenere l'apertura di nuovi *flagship store* e l'ingresso in mercati chiave, il fondo di *private equity* è in grado di finanziare un'espansione della capacità produttiva e di potenziare le leve di marketing, anche grazie al *know-how* del *network* LVMH nel settore delle *leather goods* e nel *retail* esperienziale. Le parti non hanno

²⁷⁵ Modaes, *Quiet Luxury with Spanish Flair: Polène's Revolutionary Impact on Ubrique*, 16 ottobre 2025, disponibile in: <https://www.modaes.com/global/back-stage/polene-revolutionizes-ubrique-silent-luxury-made-in-spain>

²⁷⁶ CPP-Luxury, *LVMH-controlled L Catterton acquires stake in Polène*, 2 settembre 2024, disponibile in: <https://cpp-luxury.com/lvmh-controlled-l-catterton-acquires-stake-in-polene/>

diffuso termini ufficiali dell'accordo o reso pubblico l'EV aziendale; ciononostante, alcune fonti settoriali riferiscono di una valorizzazione intorno a €1 miliardo per Polène, che nel 2023 ha generato un EBITDA di €35,7 milioni, triplicandolo rispetto all'anno precedente. Se si assume tale EV indicativo di circa €1 miliardo e i dati economici del 2023 riportati, i multipli impliciti di transazione risultano pari a un EV/Sales di 7,0x e un EV/EBITDA di 28,0x. Risultano essere multipli molto elevati, ma coerenti con un *brand* ad alta crescita, forte redditività e prospettive di espansione internazionale *in store* e online.

Le performance finanziarie straordinarie fatte registrare da Polen  nell'ultimo periodo non sono minimamente confrontabili con le performance aziendali di Vega, che al contrario sono state straordinarie in senso negativo. Come gi  riportato, Polen    stata fondata nel 2016, e sta dunque vivendo ancora i primi periodi del ciclo di vita tipico di un'azienda, caratterizzati da una forte fase di espansione che la etichetta pi  come una *rising star* che non come un'azienda matura, caratteristica invece propria di Vega. Considerando dunque la diversa dimensione aziendale e le caratteristiche presentate, tale transazione non pu  sicuramente essere considerata comparabile.

EssilorLuxottica – Supreme (VF Corporation)

Supreme, marchio di *streetwear* fondato nel 1994 da James Jebbia e noto per un modello *direct to costumer* basato su lanci di prodotti limitati e collaborazioni iconiche,   stato acquisito da EssilorLuxottica per \$1,5 miliardi, in contanti, da VF Corporation, una multinazionale che detiene anche i marchi Vans, The North Face e Timberland, e che aveva rilevato Supreme nel 2020²⁷⁷. Con l'accordo definitivo annunciato il 17 luglio 2024 e il *closing* avvenuto il 2 ottobre dello stesso anno, la multinazionale americana ha ceduto il *brand* business Supreme che EssilorLuxottica manterr  autonomo all'interno del proprio portafoglio diversificato di *house brands*, preservandone l'identit  con la continuazione del coinvolgimento del fondatore. Per la societ  di origini italiane, l'operazione rappresenta l'acquisizione di un'icona globale capace di connettere un pubblico giovani, e l'aggiunta di un linguaggio creativo al proprio ecosistema moda-occhialeria, ampliando cos  le proprie capacit  di *cross-category* e di valorizzazione della piattaforma *retail* che la societ  gi  gestisce su scala globale attraverso i suoi negozi. A fronte di ricavi nel 2024 pari a \$538 milioni riportati da VF per Supreme, il prezzo implica EV/Sales $\approx 2,8x$ ²⁷⁸. Ulteriori fonti hanno, inoltre, stimato un EV/EBITDA pari all'11,8x che risulta

²⁷⁷ EssilorLuxottica, *EssilorLuxottica to Acquire Supreme® from VF Corporation*, comunicato stampa, 17 luglio 2024, disponibile in: <https://www.essilorluxottica.com/en/newsroom/press-releases/essilorluxottica-to-acquire-supreme-from-vf-corporation/>

²⁷⁸ VF Corporation – SEC Filing, *Q4 FY2025 Earnings – Discontinued Operations (Supreme)*, 21 maggio 2025, disponibile in: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/103379/000010337925000021/q425earnsex991.html>

coerente con un asset avente una forte riconoscibilità e potenzialità di espansione internazionale sotto una piattaforma operativa globale come quella gestita da EssilorLuxottica. La transazione effettuata fra VF Corporation e EssilorLuxottica risulta essere alquanto comparabile con quella di Vega, visto che il volume di affari è relativamente simile con \$538 milioni di ricavi per il marchio di *streetwear* rispetto ai \$877,4 milioni di Vega registrati nel 2024. Due sostanziali differenze, però, rendono la transazione non propriamente comparabile, e perciò inclusa nel gruppo “*borderline*”. La prima riguarda il fatto che il marchio Supreme alla data della transazione operava direttamente solo 17 negozi globali²⁷⁹, numero molto inferiore a quello di Vega, che possedeva una rete di 251 negozi a fine 2024. Il basso numero di negozi del marchio americano si è anche riflettuto sulle valutazioni e il prezzo stipulato nell’accordo, viste le potenziali sinergie che l’ampissima rete di negozi detenuti da EssilorLuxottica può scaturire a seguito dell’integrazione. Allo stesso tempo il posizionamento di Vega come *brand* di altissima gamma, e con caratteristiche stilistiche uniche, risulta essere relativamente distante dallo *streetwear* proposto da Supreme.

5.2 Transazioni comparabili: individuazione dell’EV e confronto con i valori del DCF

VF Corporation - Supreme (The Carlyle Group e Goode Partners)

Prima di essere ceduta a EssilorLuxottica da parte di VF Corporation nel 2024, Supreme era stata a sua volta oggetto di un’operazione di acquisto nel 2020 con l’acquisto da parte della multinazionale americana dai precedenti azionisti finanziari che detenevano la maggioranza della società, fra i quali in primis i fondi di private equity The Carlyle Group e Goode Partners. L’uscita da Supreme di VF Corporation e la conseguente cessione alla società italo-francese, riflette l’esito di una *review* del proprio portafoglio di *brand*, la limitata sinergia del modello Supreme con l’organizzazione integrata di VF e l’esigenza di rafforzare la flessibilità finanziaria e ridurre l’indebitamento attraverso la monetizzazione di uno dei suoi asset. Questa operazione ha di fatto esplicitato il fallimento dell’acquisizione del 2020, il cui rationale industriale dichiarato da VF era di accelerare la trasformazione del proprio modello in senso *retail-centric* e *hyper-digital*, sfruttando la piattaforma DTC e la *brand equity* di Supreme per rafforzare la connessione con i consumatori più giovani e ampliare la crescita internazionale, anche facendo leva su una collaborazione storica già esistente tra Supreme e diversi brand VF come Vans, The North Face e Timberland²⁸⁰.

²⁷⁹ EssilorLuxottica., *op. cit.*

²⁸⁰ VF Corporation, *VF Corporation Announces Definitive Agreement to Acquire Iconic, Global Streetwear Leader Supreme®*, comunicato stampa, 9 novembre 2020, disponibile in: <https://www.vfc.com/investors/news-events-presentations/press-releases/detail/1738/vf-corporation-announces-definitive-agreement-to-acquire>

I termini economici dell'accordo del 2020, come comunicati da VF Corporation, prevedevano un *aggregate base purchase price* di \$2,1 miliardi e, secondo la documentazione di mercato, l'accordo prevedeva anche un *earn-out* potenziale fino a \$300 milioni legato a *milestone post-closing*²⁸¹. Utilizzando come denominatore i ricavi *trailing* di circa \$500 milioni indicati per Supreme nel periodo immediatamente precedente l'acquisizione, l'operazione esprime un EV/Sales pari a 4,20x mentre sul fronte della redditività, la stampa specializzata ha riportato che il prezzo corrispondeva a poco meno di 15 volte l'EBITDA di Supreme.

Le conclusioni riportate per l'accordo EssilorLuxottica – VF Corporation, se confrontato con quello di Vega, sono le medesime di quelle per l'accordo VF Corporation – Supreme. A rendere, però, non includibile in un gruppo di paragone diretto quest'ultima transazione sono le fortissime sinergie che VF Corporation si attendeva e che la hanno portata a sopravvalutare il potenziale incremento dei ricavi futuri di Supreme, oggettivamente rimasti in linea con il *trailing* dei ricavi preacquisizione (\$500 milioni vs \$538 milioni nel 2023).

Blue Pool Capital - Golden Goose (partecipazione del 12%)

Il 28 gennaio 2025 Blue Pool Capital, il family office con sede a Hong Kong, legato a Joe Tsai (co fondatore di Alibaba), ha effettuato un investimento strategico di minoranza rilevando circa il 12% di Golden Goose Group S.p.A. dal il fondo di private equity milanese Permira, che ne ha mantenuto la quota di maggioranza. La società target, nata a Venezia nel 2000 e oggi marchio di “*luxury at leisure*” noto per le sneaker *Super-Star*, ha chiuso il 2024 con ricavi pari a €654,6 milioni e un EBITDA aggiustato di €227,3 milioni. La crescita è stata trainata dal canale DTC, che rappresenta il 77% dei ricavi ed è incrementato del +18% rispetto all'anno precedente²⁸². Questi dati, insieme alla crescita *retail* e alla forte trazione digitale, spiegano il razionale dell'operazione per Blue Pool e la sua volontà di rafforzare la presenza del marchio nella regione APAC, e anche per Golden Goose che ha ora a disposizione capitali e *network* per scalare globalmente, soprattutto sul mercato asiatico, pur preservando l'identità artigianale. I termini economici dell'accordo non sono stati divulgati, ma fonti di mercato hanno attribuito all'operazione una valorizzazione dell'equity superiore €2,2 miliardi²⁸³. Assumendo tale *equity value* e aggiungendo una posizione finanziaria netta nel 2024 implicita pari a 1,8–2,4x

²⁸¹ MarketScreener – S&P Capital IQ, *V.F. Corporation completed the acquisition of Supreme Holdings, Inc.*, 27 dicembre 2020, disponibile in: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/THE-CARLYLE-GROUP-INC-10531255/news/V-F-Corporation-completed-the-acquisition-of-Supreme-Holdings-Inc-for-a-group-of-shareholders-33573092/>

²⁸² Golden Goose Group, *FY 2024 Results Press Release*, comunicato stampa, 12 marzo 2025, disponibile in: https://ir.goldengoose.com/wp-content/uploads/Golden-Goose_FY24-results.pdf

²⁸³ Clear Value, *Blue Pool Capital acquires 12% stake in footwear brand Golden Goose at A\$3.7b valuation*, 3 febbraio 2025, disponibile in: <https://www.clearvalue.co/deals-data-blog/blue-pool-capital-acquires-12-stake-in-footwear-brand-golden-goose-at-a37b-valuation>

l'EBITDA riportato, l'Enterprise Value implicito risulta ammontare a circa €2,61–2,75 miliardi, da cui discendono multipli di EV/Sales pari a 4,0–4,2x e EV/EBITDA 11,5–12,1x. Golden Goose presenta un portafoglio prodotto esclusivamente concentrato sulle calzature, mentre Vega detiene invece un portafoglio prodotto molto più ampio. La società fondata a Venezia si posiziona poi su una fascia premium nel settore delle scarpe, ma non di elevatissima gamma come Vega. Entrambe, però, mostrano volumi di fatturato che, visto il calo di Vega e la crescita di Golden Goose, iniziano a convergere; inoltre, operano un'ampia rete di negozi *retail* a marchio proprio. I multipli di questa transazione sono quindi stati inclusi nella categoria *borderline*.

Capitolo 6: Analisi dell'*agreement* e meccanismo di aggiustamento prezzo

Dopo aver effettuato diverse valutazioni del ramo d'azienda di Vega attraverso due metodologie largamente utilizzate nel settore finanziario, ovverosia i modelli DCF e i multipli derivanti da transazioni comparabili, si procederà nel seguente capitolo ad analizzare puntualmente il valore accordato per la transazione del marchio del lusso Vega e di tutte le sue operazioni globali dalla *holding* Cassiopea alla società Pleiadi. Stabilito il valore dell'azienda, le due società hanno proceduto a strutturare la transazione definendo un prezzo finale di vendita e di acquisto non basato esclusivamente sulla valutazione effettuata, ma anche su ulteriori elementi tipici del business e del settore del lusso. Tali fattori sono stati considerati al fine di tutelare Pleiadi da eventuali rischi e, al contempo, consentire a Cassiopea di massimizzare il valore della transazione. L'obiettivo finale della strutturazione del prezzo è stato, infatti, quello di cautelare le parti da tutti i potenziali rischi e impatti non direttamente desumibili né dai libri contabili della società e dai dati e valori in essi riportati, né dall'individuazione di un corretto e robusto *Enterprise Value* attraverso modelli di valutazione sofisticati. Analizzando la struttura dell'accordo, si procederà a porre l'attenzione sull'aggiustamento effettuato al prezzo finale della transazione derivante dalla stagionalità del capitale circolante netto dell'azienda, particolarmente importante in un settore come quello del lusso, e dagli aggiustamenti di prezzo in funzione alla posizione finanziaria netta della società al *closing*.

6.1 Struttura del prezzo concordato fra Pleiadi e Cassiopea

Nelle operazioni di compravendita di società la struttura di prezzo più ricorrente in ambito internazionale, e utilizzata anche per la compravendita del marchio Vega, è quella impostata su base *cash-free/debt-free*. In essa le parti negoziano per prima cosa un *Enterprise Value* (EV) definito come il valore economico del capitale investito operativo che deve essere coerente con metriche di performance e con metodi valutativi come i multipli o i modelli DCF. In un secondo momento le parti determinano il corrispettivo per le azioni (*Equity Value*) della società oggetto della transazione tipicamente attraverso l'inclusione di due aggiustamenti che riconciliano l'EV con il valore effettivamente trasferito all'acquirente alla data del trasferimento della proprietà e del controllo (*closing*). In termini concettuali, il prezzo finale riflette la seguente relazione:

$$\text{Equity Value} = \text{Enterprise Value (EV)} + (\text{CCN al closing} - \text{CCN target}) + \text{PFN al closing}$$

Il Capitale Circolante Netto (CCN) è inteso come misura delle risorse finanziarie assorbite (o generate) dalla gestione operativa nel breve periodo dell'azienda, e rappresenta la differenza tra attività correnti operative e passività correnti operative. La sua definizione dipende dagli accordi fra le controparti, e nel caso di Vega includeva tutte le attività correnti operative (crediti

commerciali, magazzino, altri crediti) al netto di tutte le passività correnti operative (debiti commerciali e altri debiti). La Posizione Finanziaria Netta (PFN) rappresenta, invece, la dotazione finanziaria netta trasferita della società ed è stata definita come la liquidità di cassa e tutti i *cash equivalents* della società nettati dall'indebitamento finanziario rappresentato in questo caso soprattutto dal debito bancario della società. In tale architettura, l'aggiustamento del capitale circolante netto opera come meccanismo di normalizzazione operativa. Il CCN target è, infatti, fissato per riflettere un livello ritenuto fisiologico rispetto al ciclo di conversione del capitale circolante e alla stagionalità del business, con lo scopo di evitare che il venditore consegni l'azienda con un circolante eccessivamente ridotto. Esso potrebbe, ad esempio, tramite dilazioni nei pagamenti ai fornitori (*stretching*), riduzione delle scorte inventariali o accelerazione degli incassi dei crediti commerciali, aumentare surrettiziamente la cassa della società con il fine ultimo di ricevere un maggiore corrispettivo di denaro. Tali azioni, pur migliorando temporaneamente la PFN societaria, trasferirebbero all'acquirente un fabbisogno immediato di reintegro giustificando così l'aggiustamento. Parallelamente, l'inserimento nella struttura del prezzo della PFN assicura neutralità rispetto alla struttura finanziaria della società: a parità di EV, una PFN positiva accresce l'*Equity Value* perché l'acquirente riceve liquidità netta insieme al business. Al contrario una PFN negativa riduce l'*Equity Value* con l'acquirente che assume un debito netto che, se non rettificato, sarebbe pagato due volte dallo stesso, una prima volta nell'EV e una seconda volta nel rifinanziamento post-acquisizione.

Questa strutturazione dell'accordo, in primo luogo, consente di mantenere coerenza tecnica tra il valore negoziato e le metodologie valutative basate sulla generazione di flussi operativi, separando in modo ordinato la componente operativa dalla componente puramente finanziaria. Allo stesso tempo tale struttura migliora la comparabilità e la negoziazione, visto che le parti discutono il valore dell'asset operativo su basi comuni e trasparenti, rinviando a una meccanica contrattuale definita la regolazione di grandezze misurabili al *closing* dell'accordo. Gli aggiustamenti dell'*Enterprise Value* che la strutturazione del prezzo comportano riducono, inoltre, il rischio economico di trasferimenti distorsivi del valore aziendale dovuti a politiche *pre-closing* opportunistiche, visto che il target di CCN disciplina la consegna del capitale circolante e la PFN disciplina l'effettivo ammontare finanziario ceduto.

La struttura dell'accordo presenta allo stesso tempo anche dei limiti rilevanti che, in contesti complessi, possono trasformarsi in fonti di frizione o di contenzioso. Tutte le grandezze di aggiustamento devono essere definite e la loro definizione deve essere mutualmente accettata dalle varie parti. La qualificazione delle varie voci come "finanziarie" o "operative" non è sempre univoca e può includere vaste aree grigie come possono essere i debiti verso soci, i

leasing a seconda del loro trattamento contabile, passività potenziali, accantonamenti, imposte differite, bonus maturati, contenziosi e, più in generale, elementi “*debt-like*” e “*cash-like*” che alterano la PFN pur non essendo debito bancario o cassa in senso stretto. L’individuazione di tali voci, e la loro inclusione o meno nella PFN, rappresentano quindi una potenziale fonte di dibattiti non solo negoziali ma anche di difficoltà nell’applicazione di tale struttura di prezzo. La sensibilità del CCN alla stagionalità del business, alla crescita aziendale, a cambiamenti di mix prodotto o tensioni nella *supply chain* rappresentano ulteriori limitazioni all’applicazione di tale struttura di prezzo. Un CCN target fissato su medie storiche non rappresentative, o su periodi non omogenei, può produrre aggiustamenti meccanici ma economicamente fuorvianti, trasferendo valore in modo non desiderato a una delle parti. La determinazione del CCN al *closing* e della PFN al *closing* richiede, inoltre, frequentemente l’elaborazione di *closing accounts* e procedure di verifica che generano costi, tempi e complessità amministrative. Allo stesso modo differenze nei principi contabili, politiche di stima e giudizio manageriale possono incidere materialmente sui numeri presentati nei *closing accounts*, innescando dispute su *cut-off*, classificazioni e valutazioni delle poste aziendali. Pur mitigando molte delle possibili manipolazioni che le parti potrebbero effettuare per migliorare la propria posizione nell’accordo, l’aggiustamento del prezzo può indurre comportamenti di *window dressing* (far apparire i bilanci aziendali migliori di quanto non siano in realtà) più sofisticati implementando riclassificazioni tra voci operative e finanziarie, gestendo il *timing* di spese e incassi, anticipando o posticipando investimenti e/o pagamenti. Tali comportamenti si possono manifestare soprattutto nel periodo che intercorre tra *signing* e *closing* e per tale motivo le parti tendono a coprirsi con apposite garanzie e clausole contrattuali, come fatto da Cassiopea e Pleiadi nel loro accordo.

Nel *business case* oggetto del presente lavoro le parti hanno scelto di implementare un *pricing mechanism a closing accounts* (o *completion accounts*), in cui il prezzo pagato al *closing* è inizialmente “provvisorio” e viene poi rettificato post-*closing* sulla base di una situazione contabile redatta alla data effettiva di trasferimento del controllo. Il rationale di tale scelta è quello di tutelare l’acquirente affinché paghi un corrispettivo coerente con la situazione economico-patrimoniale reale del business al momento della consegna, lasciando al venditore il rischio o il beneficio dell’andamento economico-finanziario della società fino al *closing*. Tale scelta comporta allo stesso tempo maggiore complessità operativa, costi di calcolo e rischio elevato di dispute contabili che possono prolungarsi e assorbire risorse nel periodo post-*closing*. Le parti si sono accordate su un *Enterprise Value* pari a \$1.475 milioni. Tale valore rientra effettivamente all’interno del range di valori che la modellistica dei precedenti capitoli ha

individuato anche se si allontana molto da alcune valutazioni effettuate ad esempio utilizzando il *Business Plan - Business as Usual*. Cassiopea e Pleiadi hanno poi fissato un CCN target pari a \$145 milioni, coerente con il livello normale di circolante necessario a sostenere l'operatività aziendale. Il CCN di Vega degli ultimi due anni si è attestato su cifre intorno ai \$139 milioni. Se alla data del *closing* il CCN effettivo risultasse pari a \$155 milioni, l'aggiustamento della stagionalità del capitale circolante netto ammonta a -\$10 milioni, riducendo l'*Equity Value* finale. Come visto, ciò avviene perché Pleiadi sta ricevendo un business sotto-capitalizzato rispetto al livello ritenuto fisiologico, e dovrà verosimilmente reintegrare quel *gap* con risorse proprie o con maggiore indebitamento. La struttura implementata dai due attori permette di remunerare attraverso l'EV la capacità del business di Vega di generare flussi di cassa operativi, mentre CCN e PFN determinano una rettifica alla consegna dell'asset che rende il prezzo aderente alle risorse correnti e alla leva finanziaria effettivamente trasferite. Fondamentale diventa, perciò, comprendere come Pleiadi e Cassiopea abbiano determinato Capitale Circolante Netto e Posizione Finanziaria Netta e quali poste abbiano in esse incluso o escluso.

6.2 Stagionalità del capitale circolante netto: impatto sul prezzo

Il capitale circolante netto (CCN) di un'azienda è caratterizzato da un andamento sistematicamente variabile nel corso dell'anno, in funzione del ciclo operativo, delle tempistiche di approvvigionamento e vendita e delle politiche commerciali relative a incassi e pagamenti. Il livello delle sue componenti essenziali come crediti commerciali, rimanenze e debiti verso fornitori non rimane, infatti, stabile ma segue pattern ricorrenti legati a picchi di domanda o a campagne promozionali. Nel settore del lusso, ad esempio, la fase che precede le vacanze natalizie (mesi di novembre e di dicembre) è tipicamente caratterizzata da un incremento delle rimanenze per assicurare disponibilità di prodotto e assortimento del canale retail con un vetrine dei negozi complete e scaffali pieni. Vega in tali mesi coerentemente presenta un capitale circolante molto superiore a quello di fine anno con valori registrati al 31 dicembre 2024 che toccavano i \$190 milioni, valore molto distante dai \$139 milioni registrati al 31 marzo 2025. Tale periodo è anticipato da una fase (mesi di settembre e ottobre) di circolante più basso dovuto ad un incremento dei debiti verso fornitori per i maggiori acquisti in vista del lancio nei negozi della stagione autunno inverno. Nell'ultimo anno la società ha visto il suo capitale circolante netto ridursi particolarmente in tale periodo proprio a causa del fatto che ha introdotto una politica di dilazione dei pagamenti ai fornitori, con giorni medi di pagamento passati da 60 a 90 giorni. Allo stesso tempo, il periodo natalizio è caratterizzato anche da un'espansione dei crediti commerciali per via delle vendite effettuate dal *wholesale* con termini di pagamento tipicamente differiti. Nella fase dei saldi invernali (gennaio-febbraio) e dei saldi estivi (luglio-agosto), invece, l'azienda tende a convertire le proprie rimanenze in

vendite tramite riduzioni dei prezzi, con conseguente diminuzione delle scorte e, spesso, una accelerazione del *sell-through* che riduce l'assorbimento di capitale circolante. Tale situazione caratterizza anche Vega, che vede nel mese di luglio il punto più basso raggiunto dal suo CCN con valori che nel 2024 si sono attestati a \$125 milioni.

Nello strutturare una transazione tra società del lusso, impattate da una forte stagionalità, la dinamica appena descritta è cruciale, perché un confronto tra il CCN al *closing* e un target non stagionalizzato rischia di trasferire valore in modo distorsivo. Se il *closing* avvenisse in un mese tipicamente ad alto CCN, dovuto a un accumulo delle scorte prima del picco di vendite o dei crediti commerciali dopo il picco delle vendite, l'acquirente pagherebbe un aggiustamento di circolante positivo pur ricevendo un livello di circolante che è fisiologico per quel punto del ciclo. Viceversa, se il *closing* cadesse in un mese di fisiologica contrazione del CCN come ad esempio dopo i saldi, quando le scorte sono state smaltite dai magazzini, il venditore potrebbe essere penalizzato da un aggiustamento negativo, pur avendo gestito correttamente il business nella sua fase di tipica di minor assorbimento del circolante. Per individuare un CCN target in modo robusto e coerente con la stagionalità del business, Pleiadi e Cassiopea si sono accordate di applicare una prassi quantitativa robusta e diffusa nelle transazioni del settore, che consiste nello stimare la media dell'incidenza del CCN sui ricavi degli ultimi 12 mesi calcolando su base mensile il rapporto CCN/Ricavi, facendone quindi la media. Per incorporare la stagionalità si è dunque applicato un aggiustamento stagionale per riallineare il target al mese, o al periodo, atteso di *closing*, stimando la deviazione storica del rapporto CCN/Ricavi del mese atteso di *closing* rispetto alla media annuale e sommando tale scostamento al target di CCN, in modo che il livello di riferimento rifletta non solo la dimensione del business ma anche la sua posizione nel ciclo stagionale. Nella pratica un target di CCN "*mid-cycle*" (valore medio della società nei 12 mesi) è traslato verso l'alto incrementandolo se il *closing* avviene in un mese storicamente più assorbente di capitale circolante come dicembre, oppure il target è traslato verso il basso nel caso in cui il *closing* avvenga in un mese storicamente meno assorbente come luglio o marzo (mese della valutazione). L'aggiustamento di prezzo finale per Vega potrà, quindi, essere determinato confrontando il CCN effettivo a *closing*, avvenuto in seguito nel mese di dicembre 2025, con il CCN target stagionalizzato. In tale mese il capitale circolante netto sarà fortemente impattato dalla stagionalità tipica del business che si approccia al periodo natalizio con maggiori crediti commerciali dei clienti *wholesale* che hanno acquistato le collezioni invernali nei mesi di ottobre e novembre, e un inventario molto superiore per far fronte all'incremento delle vendite dei DOS dei mesi di dicembre e gennaio. In tale caso il CCN consegnato da Cassiopea eccede il target, e perciò il prezzo che Pleiadi dovrà corrispondere

aumenterà visto che sta ricevendo un surplus di circolante operativo. Per maggiore chiarezza, e ipotizzando il *closing* fosse avvenuto qualche mese prima a settembre, mese in cui la società sta iniziando ad acquistare le collezioni invernali con conseguente incremento dei debiti commerciali solo in parte compensati dall'incremento dei volumi a magazzino, il CCN consegnato sarebbe stato di molto inferiore a quello target. In tal caso il prezzo corrisposto a Cassiopea sarebbe dovuto diminuire, perché Pleiadi dopo l'acquisto avrebbe dovuto reintegrare risorse, e quindi immettere cassa, per riportare il capitale circolante a un livello normale per quel periodo dell'anno. Tale aggiustamento permette alle controparti di coprirsi dal rischio di vedere la componente di valore pagata compromessa da oscillazioni prevedibili e ricorrenti del CCN e avere un prezzo di transazione che rifletta la reale normalità operativa del business al momento del trasferimento della proprietà della società.

6.3 Aggiustamento del prezzo in funzione della PFN alla data del *closing*

6.3.1 Razionale e funzione degli aggiustamenti alla Posizione Finanziaria Netta (PFN) nel meccanismo di determinazione del prezzo

Nello schema di determinazione del corrispettivo da pagare nelle operazioni di compravendita societarie, il passaggio da *Enterprise Value* (EV) a *Equity Value* avviene attraverso la logica *cash-free/debt-free*, in cui l'EV rappresenta il valore dell'attività operativa ricorrente della società, mentre la Posizione Finanziaria Netta (PFN) interviene come aggiustamento per trasformare un valore *unlevered* in un prezzo per le azioni che rifletta la quantità effettiva di risorse finanziarie e di obbligazioni assimilabili a debito trasferite al *closing*. Nella pratica operativa, e come accaduto anche nella transazione di Vega, la PFN utilizzata raramente coincide esclusivamente con una definizione ristretta di tipo "debito bancario a cui è sottratta la cassa", quanto, al contrario, è deliberatamente ampliata includendo poste *debt-like* e *cash-like*. Tali poste contabili sono spesso classificate dal Management delle società in voci di capitale circolante, fondi rischi, ratei o risconti e altre passività o attività, ma economicamente esse si comportano come finanziamento o rappresentano una possibile perdita di valore (*value leakage*) pre-*closing* che l'acquirente non dovrebbe finanziare tramite il prezzo.

Tale impostazione della struttura di prezzo assicura maggiore equità e comparabilità nella formazione del prezzo, poiché evita che la valutazione dell'EV che si basa su frequentemente su Adjusted EBITDA o flussi operativi normalizzati, presupponga implicitamente uno stato patrimoniale privo di elementi non ricorrenti, straordinari o non tipici del business che nella realtà concretamente non esiste. Allo stesso modo, una PFN aggiustata da elementi *debt-like* e *cash-like* riduce il rischio di doppio conteggio di determinate poste e le conseguenti controversie. La regola base, infatti, presuppone che qualunque costo escluso dall'EBITDA debba avere una coerente controparte patrimoniale nel *bridge* del prezzo. Come già dimostrato,

se l'onere è stato rimosso dall'EBITDA ma la passività resta in capo alla società oggetto di transazione senza essere catturata nella PFN, o in alternativa regolata prima del *closing*, l'acquirente finirebbe per pagare due volte tale posta, una prima volta tramite un EV più elevato perché primo della posta rimossa e una seconda volta subendo l'uscita di cassa post-*closing* per estinguere l'obbligazione.

L'inclusione sistematica di questi aggiustamenti nel prezzo finale di compravendita, pertanto, mitiga alcuni rischi tipici che i compratori potrebbero incorrere. Innanzitutto, risulta possibile mitigare il rischio di drenaggi di liquidità che possono verificarsi nel periodo che intercorre fra la data della sottoscrizione dell'accordo fra le parti (*signing*) e il *closing*. Il compratore potrebbe trovarsi ad acquisire una società che, pur presentando un valore d'impresa coerente nelle valutazioni effettuate prima della data del *signing* e su valori storici, ha nel frattempo subito uscite di cassa non compensate da adeguati benefici economici. Si pensi, ad esempio, alla distribuzione di dividendi straordinari, al rimborso anticipato di finanziamenti soci o al pagamento di bonus discrezionali al management deliberati prima del *closing* ma regolati successivamente. L'inclusione di aggiustamenti della PFN o di clausole *anti-leakage* consente di neutralizzare tali effetti, assicurando che il prezzo rifletta una situazione patrimoniale effettivamente allineata a quanto negoziato. Un ulteriore profilo di rischio per il compratore riguarda la presenza di impegni non evidenti o passività latenti che non emergono immediatamente dalla fotografia contabile di riferimento, ma che incidono sul valore economico della società acquistata. Tra gli impegni "fuori bilancio" più ricorrenti ci sono i contenziosi non ancora contabilizzati come fondi rischi ma che potranno avere una manifestazione finanziaria futura, obbligazioni contrattuali fuori bilancio, garanzie prestate a favore di terzi o impegni di spesa pluriennali derivanti da contratti onerosi. Aggiustando i potenziali impatti finanziari di tali elementi e i loro cash out nella PFN, tali elementi possono essere ricondotti a una dimensione economica misurabile e incorporati nel prezzo finale, riducendo l'esposizione del compratore a "sorprese" negative post-*closing*.

6.3.2 Principali categorie di aggiustamenti della PFN e razionalità economica applicati alla transazione di Vega

Si procederà ora ad analizzare gli aggiustamenti della PFN contrattati fra Cassiopea e Pleiadi per la compravendita del marchio Vega comprendendone il razionale e quantificandoli per ottenere completamente il prezzo di transazione alla data del 31 marzo 2025.

Una prima categoria di aggiustamenti della PFN riguarda quelle poste che, pur presentandosi come componenti operative, assumono natura di finanziamento della società quando deviano da una gestione ordinaria. In tale prospettiva, i debiti commerciali scaduti oltre 60 giorni sono trattati come forma di finanziamento e quindi riclassificati tra gli elementi *debt-like*. Se il

pagamento ai fornitori è sistematicamente differito oltre termini ragionevoli, la società ottiene di fatto credito extra dai fornitori che costituisce un vero e proprio finanziamento di breve periodo, con l'effetto di migliorare temporaneamente la cassa e ridurre artificialmente il fabbisogno di capitale circolante. Per l'acquirente tale situazione pone in essere un rischio immediato sia di tipo finanziario sia di tipo operativo. Il ripristino di condizioni ordinarie dei pagamenti può richiedere, infatti, esborsi rilevanti nel breve termine con riduzione della cassa aziendale o possibile necessità di reperimento di capitali. Allo stesso tempo le dilazioni dei pagamenti o il loro mancato pagamento possono generare possibili tensioni nella *supply chain*, con una perdita di affidabilità commerciale della società target e potenzialmente interruzioni nella fornitura. Trattare gli importi dei debiti commerciali scaduti come PFN impedisce che il prezzo includa benefici di cassa non sostenibili generati da pratiche di pagamento straordinarie e tutela l'acquirente dal dover finanziare la normalizzazione di tali situazioni commerciali post-*closing*. Nel caso di Vega come visto nel paragrafo 4.2.4, la società nel corso dell'ultimo esercizio fiscale ha particolarmente fatto ricorso a politiche di dilazione dei pagamenti verso i fornitori con i giorni medi di pagamento (DPO) incrementati da 67 a 105 giorni. Per tale motivo l'ammontare di debiti commerciali scaduti da oltre 60 giorni (tempistiche medie di pagamento del settore) risulta essere particolarmente elevato con un valore di \$7,7 milioni ovvero circa il 7,2% del totale dei debiti aperti al 31 marzo 2025 (\$101,4 milioni). Tale valore rappresenta una posta che incorporata nella PFN va a ridurre l'EV di Vega.

Come i debiti commerciali non pagati in tempi normali anche i debiti per investimenti (CapEx) legati a nuove aperture di negozi sono tipicamente considerati *debt-like*, poiché rappresentano investimenti già decisi, realizzati, o avviati prima del *closing*, ma non ancora pagati. Da un punto di vista economico, tali debiti assumono le caratteristiche di un finanziamento visto che l'azienda ha già beneficiato della prestazione ricevendo beni o servizi di investimento e deve solo sostenerne il pagamento. Includerli nella PFN evita che l'acquirente finanzi indirettamente, tramite il prezzo, scelte di investimento pre-*closing* da parte del venditore e garantisce che il business venga trasferito senza gli impatti di scelte di investimento residue non fatte direttamente dalla nuova proprietà. Nel periodo antecedente al 31 marzo 2025, Vega aveva sostenuto diversi investimenti parte del suo piano di business volto al rinnovamento continuo della propria catena di DOS realizzata con ventuno nuove aperture avvenute nel corso dell'anno fiscale, a fronte di diciassette chiusure. Per tali operazioni, al 31 marzo 2025 la società aveva aperti circa \$2,3 milioni di debiti verso i fornitori in CapEx relative ai negozi, a cui si dovevano sommare \$0,9 milioni legati ad investimenti effettuati in software e strumenti di gestione. La

somma aggregata di \$3,2 milioni rappresenta una posta che incorporata nella PFN riduce ulteriormente l'EV di Vega.

Una seconda macro-categoria di rettifiche della PFN comprende tutte le obbligazioni di natura straordinaria o non ricorrente legate al personale o alle ristrutturazioni aziendali. Le passività per indennità di uscita (*severance payables*), quando riconducibili a decisioni pre-*closing* effettuate dal venditore e non rappresentative della gestione ordinaria, sono qualificate come *debt-like*. Esse sono a tutti gli effetti futuri esborsi di cassa che non generano benefici operativi post-*closing*. La medesima logica si estende anche ai debiti legati a altri costi straordinari più in generale e in particolare di ristrutturazione aziendale. Se questi costi sono stati esclusi dall'operatività aziendale con cui è stato individuato l'EV, le corrispondenti passività non ancora pagate devono ridurre di conseguenza l'*Equity Value* tramite rettifiche della PFN. Se ciò non avvenisse, il venditore incasserebbe un EV che riflette un business ripulito da costi non ricorrenti, ma trasferirebbe comunque all'acquirente i debiti derivanti da quei medesimi costi, con un'evidente distorsione economica e un vantaggio per le sue casse. Visto il piano di ristrutturazione aziendale che ha impattato il personale e che continuerà negli anni fiscali successivi (2026-2027) con l'uscita anche di top Management considerato superfluo e non più efficiente, Vega presenta alcuni debiti straordinari da rettificare e quantificati in \$0,6 milioni al 31 marzo 2025. Tali debiti sono esclusivamente riconducibili a indennità di fine rapporto o di cessazione del rapporto di lavoro dovute ai dipendenti, e in particolare a specifici manager usciti dall'azienda nel corso dell'anno fiscale 2025 per licenziamenti e cessazioni anticipate del contratto di lavoro.

Con la stessa logica sono state trattate le riserve accantonate da Vega per la ristrutturazione aziendale in corso, e che interesserà anche l'anno fiscale 2026. Avendo la società avviato un nuovo piano di ristrutturazione, il Management ha provveduto ad accantonare un'ulteriore passività per riflettere gli esborsi attesi e la loro probabile maturazione che avverrà per fasi, in relazione allo sviluppo del piano che prevede diversi round di licenziamenti. Essa deve essere considerata *debt-like* visto che deriva da scelte e impegni assunti prima del *closing* e produrrà uscite di cassa nel periodo immediatamente successivo ovvero nel corso dell'anno fiscale 2026. Il fondo rischi al 31 marzo 2025 ammonta a \$2 milioni, e rappresenta un'ulteriore riduzione del valore finale dell'*equity*. L'inclusione nella PFN di tale posta riduce il rischio che l'acquirente erediti un programma di ristrutturazione i cui benefici (un EBITDA migliorato) siano già implicitamente capitalizzati nell'EV, mentre i costi di implementazione restino a suo carico e non a carico del venditore. Pur trattandosi solo parzialmente di costi legati alla ristrutturazione aziendale anche i \$4 milioni legati al pagamento nel 2026 di un contratto di consulenza garantito

come buonuscita all'attuale Chief Creative Officer sono stati rettificati dalla PFN. L'esborso monetario legato all'uscita del CCO storicamente presente in azienda non era stato, infatti, considerato all'interno dei costi del personale nel *business plan* visto che non è stato ritenuto operativo e rappresentativo dei reali flussi di cassa della società. Trattandosi, però, di un'uscita di cassa futura già regolamentata e contrattualizzata fra l'attuale proprietà e il CCO prima del *closing*, e al fine di non consegnare tale debito senza le adeguate coperture finanziarie al compratore Pleiadi, il suo ammontare è stato escluso dalla PFN.

Le obbligazioni di lungo periodo legate al personale richiedono ulteriore attenzione nel rettificare la PFN perché spesso assumono natura *debt-like* pur non essendo direttamente di natura finanziaria. L'indennità differita per i lavoratori italiani (Trattamento di Fine Rapporto), che costituiscono una fetta rilevante della forza lavoro di Vega che ha le proprie origini nella capitale della moda italiana Milano, rappresenta un debito di lungo termine che si realizza al pensionamento o alla cessazione del rapporto. La sua inclusione nella PFN come elemento *debt-like* tutela l'acquirente dal rischio di ereditarne l'esborso futuro senza che ciò sia riflesso nell'EV. La stessa impostazione può estendersi ad altri piani pensionistici o benefici di Paesi diversi dall'Italia che prevedano obbligazioni implicite di pagamento al lavoratore al termine del rapporto di lavoro. Per tale ragione \$1,7 milioni sono stati sottratti alla PFN per coprire gli esborsi monetari di piani pensione vari e in larga parte del TFR italiano.

Un'altra categoria di aggiustamenti effettuati al prezzo finale della transazione ha riguardato nel caso di Vega i costi strettamente connessi alla transazione stessa e sostenuti dal venditore Cassiopea e spesi nel conto economico dell'azienda. Essi sono nella pratica comune attribuiti al venditore per evitare "*leakage*" sul prezzo. I costi sostenuti dal Cassiopea per la gestione della transazione, la valutazione completa della società da parte di professionisti esterni e i costi per stipulare garanzie e assicurazioni fra *closing* e *signing*, e non ancora interamente pagati, sono stati considerati oneri indotti dal cambio di controllo e non dalla gestione ordinaria dell'azienda, e perciò inclusi nella PFN. L'inclusione di tali \$0,5 milioni impedisce che l'acquirente finanzia al venditore i costi della vendita e assicura che l'EV rappresenti davvero il business e non anche le spese per trasferirne la proprietà.

Nella pratica comune, e come anche avvenuto per la transazione fra Cassiopea e Pleiadi, tutti i costi che nascono a causa della transazione, tipicamente da clausole di *change of control* presenti nei contratti di dipendenti, fornitori e clienti o in qualsiasi altra tipologia di obbligazione, devono essere coerentemente esclusi dal prezzo finale al fine di garantire al compratore di non incorrere in esborsi monetari successivi alla transazione e da essa causati. Tali costi sono, infatti, completamente a carico del venditore che, attraverso una riduzione del

prezzo corrisposto, ne garantisce il pagamento. Nel caso specifico di Vega, tali costi sono sorti da due tipologie di clausole contrattuali di *change of control*. La prima riguarda i bonus previsti dai contratti del top management della società e in particolare spettanti al CFO e al CEO della stessa in caso di buona riuscita di una transazione della società. I bonus da pagare nati da tali obbligazioni contrattuali ammontano a \$2,8 milioni, e sono stati inclusi nella PFN. La seconda categoria, invece, riguarda gli obblighi contrattuali previsti nei confronti di alcuni fornitori e in particolare dei *landlord* di alcuni negozi della catena di distribuzione globale *retail* del marchio Vega. Nei contratti di affitto di tali immobili, infatti, sono previste delle clausole che prevedono il pagamento di anticipato di alcune rate del canone di affitto qualora la proprietà delle società che occupano i negozi si modifichino. Tale ammontare è stato quantificato in \$1,7 milioni che rappresentano circa l'1% dei costi totali di affitto dei negozi pagati nel corso dell'anno fiscale 2025, visto che tali clausole si applicano esclusivamente ad un numero ristretto di negozi.

Per le aziende del settore del lusso, e in particolare per aziende come Vega che detengono una vasta rete di negozi *retail*, diventa essenziale gestire con cura gli aggiustamenti legati a chiusure di negozi e contratti di locazione. Alla terminazione di un contratto di locazione è generalmente richiesto all'affittuario di sostenere tutta una serie di costi per il ripristino dei locali alla riconsegna al locatore. Tali costi sono stimati dal Management di Vega in un fondo rischi destinato appunto al ripristino dei negozi al loro stato originale. Tale riserva va considerata *debt-like* nella misura in cui si riferisca a negozi già chiusi o destinati alla chiusura e rappresenti la stima di obbligazioni contrattuali inevitabili. Per tale ragione, solo una sua frazione pari a \$0,9 milioni del fondo da \$7,6 milioni al 31 marzo 2025 è da considerarsi una rettifica di PFN, in quanto relativo per \$0,2 milioni a negozi già chiusi e i cui lavori di ripristino sono in corso e \$0,7 milioni relativo a negozi la cui chiusura è già stata definita. Nel caso di Vega è anche in corso un programma di razionalizzazione della rete di negozi, e i *cash out* legati alla chiusura di tali strutture e non catturati dalla riserva per il ripristino degli spazi (ad esempio costi di ristrutturazione degli spazi, costi di uscita, estinzione anticipata dei contratti di affitto, costi di trasferimento o licenziamento del personale) devono essere inclusi fra gli aggiustamenti della PFN. Al fine di tutelare Pleiadi dal rischio di un improvviso assorbimento di cassa post-*closing* dovuto alle chiusure dei negozi e trasferire tali costi già decisi prima del *closing* a Cassiopea, la PFN è stata rettificata di \$14,4 milioni relativi all'ammontare di tali costi stimati dal Management di Vega.

Un ulteriore aspetto da considerare è tipico dei business caratterizzati da canali di vendita *retail* è la delimitazione tra cassa libera e cassa operativa. Il denaro delle casse presenti nei punti vendita è normalmente considerato un elemento di capitale circolante e non una componente

cash-like della PFN, poiché rappresenta liquidità necessaria a sostenere l'operatività quotidiana dei negozi come resti ai clienti, piccole spese e flussi di cassa fisiologici. Se tale valore fosse trattato come cassa eccedente, e quindi sommato all'*Equity Value* attraverso la PFN, l'acquirente pagherebbe al venditore della liquidità che è opportuno rimanga nel business per garantirne la continuità operativa. Visto che Vega gestisce un numero elevato di DOS in tutto il mondo, tale ammontare non risulta essere di ridotte dimensioni tanto da rettificare la PFN per circa \$1,5 milioni.

I crediti o debiti per imposte sul reddito presenti al *closing* e relativi al periodo preacquisizione vengono trattati come attività/passività a carico del venditore, poiché derivano da risultati economici maturati sotto la sua gestione e non sotto la gestione della nuova proprietà. Tale rettifica evita che l'acquirente riceva i benefici da asset fiscali che non ha generato o si faccia carico di debiti fiscali non imputabili al periodo post-*closing*. Per tale motivo alla PFN di Vega sono prima state aggiunti \$13,8 milioni di crediti fiscali al 31 marzo 2025 e poi sottratti \$2,7 milioni di debiti fiscali, generando l'unica rettifica positiva di PFN presente nell'accordo fra Cassiopea e Pleiadi.

Un ulteriore aspetto fiscale da considerare riguarda la cassa presente in alcune società del gruppo estere con regolamentazioni fiscali molto stringenti sull'esportazione dal paese di ingenti quantità di denaro. La liquidità detenuta nelle controllate straniere in Cina, Taiwan e Australia non poteva essere pienamente disponibile per la capogruppo Vega a causa dei vincoli legali e regolamentari. Per tale motivo la stima del costo di rimpatrio di tale ammontare è stata trattata come una riduzione della componente *cash-like* evitando a Pleiadi di pagare in eccesso una cassa che, nella sostanza, non è liberamente utilizzabile senza una perdita fiscale. Questo tipo di aggiustamento ha reso il prezzo della transazione più aderente alla liquidità effettivamente fruibile post-*closing* da parte della nuova proprietà.

Un ulteriore aggiustamento della PFN effettuato è relativo agli impegni per CapEx, ovverosia gli investimenti già contrattualizzati con i fornitori e che saranno realizzati da Vega in futuro. Tali impegni non sempre sono iscritti nelle passività degli stati patrimoniali delle società, ma rappresentano obbligazioni future potenzialmente vincolanti. Visto che tali obbligazioni sono effettivamente impegnative e riconducibili a decisioni pre-*closing*, i loro valori sono trattati come *debt-like* per evitare che l'acquirente si trovi a sostenere investimenti già pianificati dal venditore. Al 31 marzo 2025 il Management di Vega nei propri *business plan* aveva già previsto e contrattualizzato alcuni impegni per investimenti relativi alle aperture di nuovi negozi nell'area Asia-Pacific per un totale di \$2,4 milioni.

Un capitolo a parte riguarda le partite infragruppo sia di crediti che di debito. Esse devono normalmente essere regolate prima del *closing* per consegnare la società oggetto di transazione priva di qualsiasi impatto relativo ad operazioni con le altre società della holding Cassiopea. Tali partite che fra gli altri possono includere *cash pooling*, prestiti infragruppo, ribaltamenti di costi e interessi maturati costituiscono, se non estinti, canali di perdita di cassa post-*closing* e complessità operative che possono alterare la reale PFN. Vista la rilevanza all'interno dello stato patrimoniale di Vega di \$151,8 milioni di crediti al 31 marzo 25, le parti si sono accordate non per una rettifica della PFN di tali valori ma per prevederne la chiusura al *closing*.

Nel complesso, tutti gli aggiustamenti alla PFN riportati sull'EV di Vega hanno permesso alle controparti dell'accordo di garantirsi a vicenda che la transazione fosse relativa ad una società in grado di garantire continuità aziendale e finanziaria fra *signing* e *closing*. L'acquirente, infatti, paga l'EV per l'attività operativa in continuità, mentre la PFN opportunamente ridefinita fra le parti rialloca al venditore quelle obbligazioni e quelle uscite di cassa che economicamente appartengono al periodo pre-*closing* o che, se non considerate, comprometterebbero la premessa *cash-free/debt-free* dell'accordo. La definizione della PFN ha permesso di mappare esplicitamente le poste *debt-like* e *cash-like* della società con il fine ultimo di ottenere un significativo miglioramento in termini di trasparenza del prezzo, riduzione del rischio esecutivo, minore probabilità di dispute legali successive all'accordo e maggiore efficienza negoziale. Ciò è di base reso possibile dalla mappatura e riconoscimento di aree di incertezza che sono successivamente ricondotte a meccanismi misurabili e contrattualmente ancorati.

Conclusione

Il presente elaborato si è proposto di analizzare in modo sistematico le metodologie valutative applicabili al settore del lusso nel contesto di operazioni di fusione e acquisizione, con particolare riferimento al caso studio della cessione del marchio Vega da parte della *holding* Cassiopea alla multinazionale italiana Pleiadi. L'obiettivo centrale del lavoro consisteva nel verificare come l'architettura valutativa fondata sul *Discounted Cash Flow* e sui multipli di transazioni comparabili interagisca con la strutturazione contrattuale del prezzo nel determinare un *equity value* coerente con il reale trasferimento di risorse operative e finanziarie, in un contesto settoriale caratterizzato dalla centralità degli intangibili e dalla complessità della monetizzazione della *brand equity*.

L'applicazione del modello Enterprise DCF a Vega ha prodotto un ampio intervallo di Enterprise Value, variabile in funzione dello scenario di business plan adottato, del WACC selezionato e del tasso di crescita perpetua g impiegato nel calcolo del *terminal value*. Lo scenario *Business as Usual*, che ipotizzava un'inversione della decrescita dei ricavi a partire dall'anno fiscale 2027, ha restituito valori inferiori rispetto allo scenario *Best Case*, il quale prevedeva invece una stabilizzazione già nel 2026 e una traiettoria di ripresa più rapida, con ricavi al 2033 pari a circa \$1.403 milioni e un *EBITDA margin* del 19,7%. L'applicazione di tre diversi WACC, rispettivamente pari al 9,19% derivante dalla media delle aziende comparabili, al 7,91% e al 7,22% ottenuti attraverso il calcolo diretto del costo del capitale mediante CAPM con beta *bottom-up* e beta settoriale, ha ulteriormente ampliato lo spettro delle valutazioni possibili. I tassi di crescita perpetua utilizzati, fissati al 2,0% in linea con le aspettative macroeconomiche statunitensi e al 2,75% per incorporare il peso crescente dell'area Asia-Pacifico nel mix di ricavi, hanno evidenziato l'elevata sensitività del *terminal value* a variazioni contenute del parametro g , confermando quanto sottolineato dalla letteratura circa la necessità di mantenere tale tasso al di sotto del rendimento *risk-free*. Il confronto con i multipli derivanti da transazioni comparabili avvenute nel corso del periodo 2020-2024 ha fornito un *sanity check* utile a verificare la plausibilità dell'intervallo di valori derivante dal modello DCF, evidenziando multipli *EV/Sales* tipici del settore del lusso significativamente superiori rispetto al *retail* generalista, a conferma del premio strutturale attribuito dal mercato al capitale reputazionale di marchi iconici.

L'analisi ha posto in evidenza come la qualità della valutazione finanziaria, per quanto tecnicamente rigorosa e metodologicamente coerente, non possa da sola garantire la determinazione di un prezzo equo in assenza di un'adeguata strutturazione contrattuale. Nel caso di Vega, le parti hanno adottato un *pricing mechanism* a *closing accounts* su base *cash-*

free/debt-free, in cui l'*Enterprise Value* negoziato di \$1.475 milioni costituiva il punto di partenza per la determinazione dell'*Equity Value* finale, opportunamente rettificato attraverso aggiustamenti del capitale circolante netto e della posizione finanziaria netta alla data del *closing*. Tale impostazione ha consentito di separare la componente operativa dalla componente finanziaria, rinviando a meccaniche contrattuali definite la regolazione di grandezze misurabili solo al momento del trasferimento effettivo del controllo. La scelta di un CCN target stagionalizzato, calcolato attraverso la media dell'incidenza mensile del circolante sui ricavi e successivamente riallineato al mese di dicembre in cui è avvenuto il *closing*, ha permesso di neutralizzare le distorsioni tipiche di un settore caratterizzato da forte stagionalità, in cui l'accumulo pre-natalizio delle scorte e l'incremento dei crediti commerciali verso i clienti *wholesale* generano oscillazioni fisiologiche del capitale circolante che, se non corrette, avrebbero trasferito valore in modo fuorviante.

I meccanismi contrattuali analizzati nel Capitolo 6 operano come strumenti di allocazione del rischio tra le parti, trasformando aree di incertezza valutativa in aggiustamenti quantificabili e contrattualmente ancorati. All'interno della PFN sono state incluse poste *debt-like* quali i debiti commerciali scaduti oltre sessanta giorni, pari a \$7,7 milioni, i debiti per investimenti in CapEx già contrattualizzati per \$3,2 milioni, le passività per indennità di uscita e ristrutturazione per complessivi \$2,6 milioni, il fondo per il Trattamento di Fine Rapporto italiano per \$1,7 milioni, i costi di chiusura negozi per \$14,4 milioni, i bonus da *change of control* per \$2,8 milioni e le penali contrattuali verso i *landlord* per \$1,7 milioni. Tali aggiustamenti hanno permesso di riassegnare al venditore obbligazioni che, se non adeguatamente catturate, avrebbero compromesso la premessa *cash-free/debt-free* dell'accordo. In particolare, la rettifica relativa alla buonuscita del *Chief Creative Officer* uscente, pari a \$4 milioni, ha garantito coerenza tra il perimetro dei flussi di cassa proiettati nel DCF, da cui tale costo straordinario era stato escluso, e la PFN che ne incorporava la contropartita patrimoniale. Analogamente, l'aggiustamento per la cassa operativa detenuta nei registratori di cassa dei negozi, quantificata in \$1,5 milioni, e la rettifica per i vincoli al rimpatrio della liquidità dalle controllate in Cina, Taiwan e Australia, hanno assicurato che il prezzo riflettesse la liquidità effettivamente fruibile *post-closing*.

L'intera analisi effettuata in questo elaborato presenta alcuni limiti che derivano sia dalla natura dei dati disponibili sia dalle assunzioni metodologiche adottate. In primo luogo, la valutazione si fonda interamente su *business plan* elaborati dal Management di Vega in una fase di marcata contrazione dei ricavi e di compressione della marginalità, con un *EBITDA margin* sceso dal 18,5% nel 2023 all'1,0% nel 2025 e ricavi diminuiti da \$1.106 milioni a \$877 milioni nel

medesimo periodo. Le ipotesi di inversione della tendenza, sia nello scenario *Business as Usual* sia nello scenario *Best Case*, riflettono aspettative manageriali non ancora validate dall'evidenza empirica. La divergenza tra i due scenari misura a tutti gli effetti l'incertezza sulla capacità del marchio di recuperare competitività nel contesto settoriale caratterizzato da rallentamento della domanda, saturazione della leva prezzi e rimescolamento geografico della clientela. In secondo luogo, la sensitività del *terminal value* al tasso g e al WACC, parametri la cui variazione di soli 0,25 punti percentuali produce oscillazioni significative nell'*Enterprise Value*, evidenzia come la quota preponderante della valutazione dipenda da assunzioni di lungo periodo difficilmente verificabili ex ante. Un'interpretazione alternativa dei risultati potrebbe fondarsi sull'adozione di tassi di sconto più elevati per incorporare il rischio specifico di un marchio in ristrutturazione, con conseguente compressione dell'intervallo valutativo verso valori inferiori. Simmetricamente, l'ipotesi di una più rapida realizzazione delle sinergie post-acquisizione da parte di Pleiadi potrebbe giustificare valutazioni più generose, incorporando opzioni di crescita strategica non catturate dal DCF *stand-alone*.

L'analisi condotta suggerisce alcune raccomandazioni operative per acquirenti interessati a operazioni di acquisizione nel settore del lusso. La prima riguarda l'impostazione della valutazione stessa visto che risulta essenziale costruire scenari plurimi calibrati su *driver* specifici del settore quali la sostenibilità del *pricing power*, la traiettoria del mix distributivo tra *retail* diretto, *wholesale* e *licensing*, e la capacità del marchio di mantenere la sua peculiarità percepita in un contesto di necessaria espansione dei volumi. Nel caso di Vega, la pressione competitiva ha spinto il Management ad incrementare sconti e rettifiche commerciali dal 0,9% al 26,3% dei ricavi lordi tra il 2023 e il 2025, erodendo la qualità della *top line* e segnalando un deterioramento del potere di determinazione dei prezzi che acquirenti prudenti dovrebbero incorporare in tassi di sconto più conservativi. La seconda raccomandazione riguarda la gestione del rischio valutativo attraverso la strutturazione contrattuale con una corretta definizione di aggiustamenti stagionalizzati del CCN e l'inclusione sistematica di poste *debt-like* nella PFN. Tali correttivi al prezzo finale corrisposto costituiscono presidi indispensabili per evitare trasferimenti distorsivi del valore, particolarmente rilevanti in un settore dove la stagionalità del capitale circolante e la presenza di passività latenti legate a ristrutturazioni possono alterare significativamente l'*Equity Value* effettivo. Una terza raccomandazione è relativa all'attenzione che gli acquirenti e i valutatori devono porre ai *driver* di valore specifici del lusso. In particolare, l'acquirente dovrebbe verificare la sostenibilità del *brand equity* attraverso indicatori quali la concentrazione della clientela sui *top spender*, la coerenza tra espansione distributiva e mantenimento dell'esclusività, nonché la stabilità della direzione

creativa. Tutti questi elementi nel caso di Vega presentavano delle criticità come evidenziato dal turnover del *Chief Creative Officer* e dalla necessità di sostenere una buonuscita di \$4 milioni per garantire tale transizione.

Il presente lavoro ha inteso offrire un contributo tanto sul piano analitico quanto su quello applicativo. Sul versante teorico, la tesi ha sistematizzato le peculiarità valutative del settore del lusso evidenziando come la centralità degli intangibili, le barriere all'ingresso di natura reputazionale e la logica di acquisizione del tempo tipica delle operazioni di M&A nel comparto richiedano adattamenti metodologici specifici rispetto ai modelli standard di *corporate finance*. Sul versante pratico, il caso studio ha illustrato concretamente come la triangolazione tra DCF e multipli di transazioni comparabili, unita a una strutturazione contrattuale del prezzo che includa aggiustamenti per CCN e PFN coerentemente definiti, possa condurre a un *pricing* dell'operazione robusto e trasparente.

Bibliografia

A. Brun, *Supply Chain Management in the Luxury Industry*, Palgrave Advances in Luxury, Palgrave Macmillan, 2017, pp. 189–216, DOI: 10.1007/978-3-319-41727-1_11.

A. Damodaran, *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications*, working paper, NYU Stern School of Business, edizioni aggiornate, disponibile in: <https://www.eacva.de/de/ueber-uns/newsblog/damodaran-equity-risk-premiums-erp-determinants-estimation-and-implications>

A. Damodaran, *Betas by Sector (US) – betas.xls*, dataset, NYU Stern School of Business, aggiornato al 5 gennaio 2026, disponibile in: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls>

A. Damodaran, *Companies in Each Industry – indname.xlsx*, dataset, NYU Stern School of Business, aggiornamento corrente, disponibile in: <https://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/datasets/indname.xlsx>

A. Damodaran, *Historical Implied Equity Risk Premiums – United States*, dataset, NYU Stern School of Business, serie storica aggiornata, disponibile in: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histimpl.html

A. Damodaran, *Implied Equity Risk Premium – Current Year Data (USA)*, dataset, NYU Stern School of Business, aggiornamento corrente, disponibile in: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

A. Damodaran, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons, 2012.

A. Damodaran, *The Little Book of Valuation: Terminal Value*, nota tecnica, NYU Stern School of Business, s.d., disponibile in: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/littlebook/terminalvalue.htm

A. Damodaran, *The Value of Synergy*, Stern School of Business - New York University, 2005, pp. 3-11.

A. Guolo, *Dall'Italia la riscossa dei multibrand*, Milano Finanza, 17 settembre 2025.

Asian Development Bank (ADB), *Asian Development Outlook – September 2025*, rapporto di previsione, settembre 2025, disponibile in: <https://www.adb.org/outlook/editions/september-2025>²⁵ International Monetary Fund (IMF), *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, ottobre 2025, disponibile in: <https://www.imf.org/en/publications/reo/apac/issues/2025/10/24/regional-economic-outlook-for-asia-and-pacific-october-2025>

Bain & Company – Altagamma, *Luxury Goods Worldwide Market Study 2025*, rapporto di settore, 2025, disponibile in: <https://www.bain.com/insights/finding-a-new-longevity-for-luxury/>

Bain & Company e Altagamma, comunicato stampa, *Global luxury spending to land near €1.5 trillion in 2024*, 13 novembre 2024. Disponibile in: <https://www.bain.com/about/media-center/press-releases/2024/global-luxury-spending-to-land-near-1.5-trillion-in-2024/>

Bain & Company, *Global luxury goods market takes 2022 leap forward and remains poised for further growth despite economic turbulence*, press release, 15 novembre 2022. Disponibile in: <https://www.bain.com/about/media-center/press-releases/2022/global-luxury-goods-market-takes-2022-leap-forward-and-remains-poised--for-further-growth-despite-economic-turbulence/>

Bain & Company; Fondazione Altagamma. *Luxury in Transition: Securing Future Growth (23^a Luxury Goods Worldwide Market Study)*. Bain, 2024. Disponibile in: <https://www.bain.com/insights/luxury-in-transition-securing-future-growth/>

Bank of Japan, *Price Stability Target of 2 Percent*, pagina istituzionale, s.d., disponibile in: <https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/target.htm>

BDO. (2025). *BLUEPRINT: A BDO Series – Accounting for Leases Under ASC 842* (aggiornato a gennaio 2025). Disponibile in: <https://arch.bdo.com/getContentAsset/9f7428e4-09d3-4ee2-a530-b026eb0bc16e/bb620d56-5e9c-4774-8d17-fb9323eefdf4/Accounting-for-Leases-Under-ASC-842-BDO-06-2025.pdf>

Boston Consulting Group; Fondazione Altagamma. *True Luxury Global Consumer Insight 2023*. BCG, 2023. Disponibile in: <https://web-assets.bcg.com/d7/7b/ac47bd5c4f018aa58d0449b96590/bcgxaltagamma-true-luxury-global-consumer-insight-2023-final4.pdf>

Brunello Cucinelli, *Preliminary Figures for the Year 2024*, comunicato stampa, 13 gennaio 2025, disponibile in: https://investor.brunellocucinelli.com/yep-content/media/BC_Prel_FY_24_EN.pdf

Burberry Group PLC, *Preliminary Results for 52 Weeks Ended 30 March 2024*, comunicato stampa, 15 maggio 2024, disponibile in: <https://www.investegate.co.uk/announcement/rns/burberry-group--brby/burberry-preliminary-results/8197033>

Caniato, F., Caridi, M., Castelli, C., Golini, R., *Supply chain Management in the luxury industry: a first classification of companies and their strategies*, International Journal of Production Economics, 133 (2), 2011, pp. 622–633.

Chris Leadley, *Business Growth Strategies – A Quick Guide to Organic & In-organic Growth*, Forbes Burton (online), s.d. [consultato a gennaio 2026], disponibile in: <https://www.forbesburton.com/insights/business-growth-strategies-a-quick-guide-to-organic-in-organic-growth>

Christopher J. Berry, *The Idea of Luxury: A Conceptual and Historical Investigation*, Cambridge, Cambridge University Press, 1994.

Chung, Y., Kim, A. J.. *Effects of mergers and acquisitions on brand loyalty in luxury Brands: The moderating roles of luxury tier difference and social media*. Journal of Business Research, 120, 2020, pp. 434-442.

Clear Value, *Blue Pool Capital Acquires 12% Stake in Footwear Brand Golden Goose at A\$3.7b Valuation*, 3 febbraio 2025, disponibile in: <https://www.clearvalue.co/deals-data-blog/blue-pool-capital-acquires-12-stake-in-footwear-brand-golden-goose-at-a37b-valuation>

Cohan, P. (2019). *Four reasons Tiffany acquisition makes LVMH stock a buy*. Forbes. Disponibile in: <https://www.forbes.com/sites/petercohan/2019/11/25/four-reasons-162b-tiffany-acquisition-makes-lvmh-stock-a-buy/>

Compagnie Financière Richemont SA, *Annual Report and Accounts 2023* (31 marzo 2023), Richemont, pp. 41 ss. Disponibile in: <https://www.richemont.com/media/vjjclruw/richemont-fy23-annual-report-en.pdf>

Connect CRE, *HBC to Acquire Neiman Marcus Group for \$2.65B; Amazon, Salesforce are Investors*, 8 luglio 2024, disponibile in: <https://www.connectcre.com/stories/hbc-to-acquire-neiman-marcus-group-for-2-65b-amazon-salesforce-are-investors/>

Corporate Finance Institute (CFI), *DCF Analysis Pros & Cons – Most Important Tradeoffs in DCF Models*, CFI Resources, s.d., disponibile in: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/dcf-pros-and-cons/>.

Corporate Finance Institute. (2026). *WACC Formula, Definition and Uses – Guide to Cost of Capital* – Publication date: n.d. Disponibile in: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-wacc-formula/>

CPP-Luxury, *LVMH-Controlled L Catterton Acquires Stake in Polène*, 2 settembre 2024, disponibile in: <https://cpp-luxury.com/lvmh-controlled-l-catterton-acquires-stake-in-polene/>

D. Pitta & L. Prevel Katsanis, *Understanding brand equity for successful brand extension*, Journal of Consumer Marketing, Vol. 12 No. 4, pp. 51-64 (1995).

D'Arpizio, C., Levato, F., Prete, F., & Montgolfier, J. d. (2023, January). *Renaissance in Uncertainty: Luxury Builds on Its Rebound*, Bain & Company. Disponibile in: <https://www.bain.com/insights/renaissance-in-uncertainty-luxury-builds-on-its-rebound/>

Deloitte Touche Tohmatsu Limited. (2022). *Global Powers of Luxury Goods 2019*. Deloitte. Disponibile in: <https://www.deloitte.com/global/en/Industries/consumer/research/global-powers-of-luxury-goods.html>

Deloitte, *2023 Global Powers of Luxury Goods*, dicembre 2023. Disponibile in: <https://www.deloitte.com/it/it/Industries/consumer/analysis/2023-global-powers-of-luxury-goods.html>

Deloitte. (2025). *Roadmap: Revenue Recognition (November 2025) – DART (ASC 606)*. Disponibile in: <https://dart.deloitte.com/USDART/home/publications/roadmap/revenue-recognition>

Dominique Muret (versione italiana di Laura Galbiati), *Lusso: quale futuro per i negozi multimarca, in declino da dieci anni?*, FashionNetwork Italia, 16 luglio 2025. Disponibile in: <https://it.fashionnetwork.com/news/Lusso-quale-futuro-per-i-negozi-multimarca-in-declino-da-dieci-anni-,1749641.html>

Ermenegildo Zegna Group, *Revenues Reach €1,947 Million in FY 2024*, comunicato stampa, 27 gennaio 2025, disponibile in: <https://secure.businesswire.com/news/home/20250127113377/en/Ermenegildo-Zegna-Group-Revenues-Reach-%E2%82%AC1947-Million1-in-FY-2024.-Q4-Revenues-up-3-Year-On-Year-Driven-by-ZEGNA-Brand-up-8-YoY>

EssilorLuxottica, *EssilorLuxottica to Acquire Supreme® from VF Corporation*, comunicato stampa, 17 luglio 2024, disponibile in: <https://www.essilorluxottica.com/en/newsroom/press-releases/essilorluxottica-to-acquire-supreme-from-vf-corporation/>

European Central Bank, *Macroeconomic Projections – December 2025*, proiezioni macroeconomiche, dicembre 2025, disponibile in: <https://www.ecb.europa.eu/press/projections/html/index.en.html>

European Central Bank, *Price Stability and the 2% Inflation Target*, pagina istituzionale, s.d., disponibile in: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html>

EY. (2025). *Financial reporting developments: Impairment or disposal of long-lived assets* (ASC 360-10) – Revised August 2025. Disponibile in: <https://www.ey.com/content/dam/ey-unified-site/ey-com/en-us/technical/accountinglink/documents/ey-frdbb1887-08-27-2025.pdf>

Federal Open Market Committee (FOMC), *Summary of Economic Projections – Longer-Run Real GDP Growth*, Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), s.d., disponibile in: <https://fred.stlouisfed.org/series/GDPC1CTMLR>

Federal Reserve, *Personal Consumption Expenditures (PCE) Inflation and 2% Target*, pagina istituzionale, s.d., disponibile in: <https://www.federalreserve.gov/economy-at-a-glance-inflation-pce.html>

Filippetti, S. *LVMH conquista la griffe Bulgari*. Il Sole 24 Ore (8 marzo 2011). Disponibile in: <https://st.ilsole24ore.com/art/notizie/2011-03-08/lvmh-conquista-griffe-bulgari-063653.shtml>

Financial Accounting Standards Board (FASB), *Accounting Standards Update (ASU) 2015-11: Inventory (Topic 330) – Simplifying the Measurement of Inventory*, luglio 2015, disponibile in: <https://storage.fasb.org/ASU%202015-11.pdf>.

Financial Accounting Standards Board (FASB). (2015). *Accounting Standards Update (ASU) 2015-11: Inventory (Topic 330) – Simplifying the Measurement of Inventory*. Disponibile in: <https://storage.fasb.org/ASU%202015-11.pdf>

G. Müller-Stewens, M. Schuler, *Synergies versus Autonomy: Management of Luxury Brands at Richemont*, caso studio dell'Università di San Gallo (HSG), ed. aggiornata 2024

Gaughan, P. A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (Vol. 7. Edition). John Wiley & Sons. (2021)

Golden Goose Group, *FY 2024 Results Press Release*, comunicato stampa, 12 marzo 2025, disponibile in: https://ir.goldengoose.com/wp-content/uploads/Golden-Goose_FY24-results.pdf

Gomes, E., Angwin, D., & Weber, Y. (2013). *Critical Success Factors through the Mergers and Acquisitions Process: Revealing Pre- and Post-M&A Connections for Improved Performance*. Thunderbird International Business Review, 55(1), 19-22.

H. Hagtvedt, & V.M. Patrick, *The broad embrace of luxury: Hedonic potential as a driver of brand extendibility*, Journal of Consumer Psychology, 19(4), 608–618. (2009)

HBC, *HBC, Parent of Saks Fifth Avenue, to Acquire Neiman Marcus Group for \$2.65 Billion and Establish Saks Global*, comunicato stampa, 4 luglio 2024, disponibile in: <https://www.businesswire.com/news/home/20240704775954/en/HBC-Parent-of-Saks-Fifth-Avenue-to-Acquire-Neiman-Marcus-Group-for-%242.65-Billion-and-Establish-Saks-Global-a-Technology-Powered-Luxury-Retail-Company>

Hermès International, *2024 Full-Year Results*, comunicato stampa, 14 febbraio 2025, disponibile in: <https://live.euronext.com/en/products/equities/company-news/2025-02-14-hermes-international-2024-full-year-results>

HSBC, *EMEA Equity Research: Luxury Goods*, July 2012, HSBC Global Research (rapporto di ricerca del settore), luglio 2012.

Hugo Boss Group, *Full Year 2024 Results*, comunicato stampa, 13 marzo 2025, disponibile in: <https://group.hugoboss.com/en/investors/events/event-archived/publication-of-the-full-year-2024-results>

J. Sonnenfeld, S. Tian, *The secrets of what Arnault knows: How Bernard Arnault built the impossible, and his timeless, transferable lessons of leadership*, in *Fortune.com*, 23 dicembre 2025.

K. Gjerløv, *Value Creation through M&A in the Personal Luxury Goods Industry. A Case Study of LVMH and its Peers' Performance and M&A Strategies*, tesi di laurea magistrale, Copenhagen Business School, 15 maggio 2023.

Kapferer, Jean-Noël; Bastien, Vincent. *The Luxury Strategy: Break the Rules of Marketing to Build Luxury Brands*. Kogan Page, 2012 (2^a ed.).

Kering, *2024 Annual Results*, comunicato stampa, 10 febbraio 2025, disponibile in: <https://www.kering.com/en/news/2024-annual-results/>

Kering, Press release – 2023 Annual Results, 8 febbraio 2024. Disponibile in: https://www.kering.com/api/download-file/?path=Kering_Press_release_2023_Full_year_results_3388f09c4c.pdf

Khanh Linh, *What's Behind Japan's Luxury Boom?*, *The Business of Fashion*, luglio 2024. Disponibile in: <https://www.businessoffashion.com/articles/global-markets/whats-behind-japans-luxury-boom/>

Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company, 2010.

Königs, A., & Schiereck, D. *Wealth creation by M&A activities in the luxury goods industry*. Working Paper No. 7, European Business School, Oestrich-Winkel (2006). Disponibile in: https://www.researchgate.net/publication/228591408_WEALTH_CREATION_BY_MA_ACTIVITIES_IN_THE_LUXURY_GOODS_INDUSTRY

L. Carcano e B. Rovetta, *Strategia multi-brand per i beni simbolici. Le condizioni di successo nel lungo periodo*, *Economia & Management* 5/2009, Egea Online. Disponibile in: <https://emplus.egeaonline.it/it/61/archivio-rivista/rivista/3330429/articolo/3330451>

Liuruojia Wu, *A Study on Merger and Acquisition (M&A) Strategy of Luxury Groups: Using LVMH as an Example*, in *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, vol. 146, n. 1, 2025, pp. 66–72.

LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE, *2022 Full Year Results*, press release pubblicato il 26 gennaio 2023, Parigi. Disponibile in: <https://www.lvmh.com/it/financial-calendar/2022-full-year-results>

LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE, *Financial Documents – Fiscal Year ended 31 December 2022*, LVMH, Parigi, 31 dicembre 2022. Disponibile in: https://lvmh-com.cdn.prismic.io/lvmh-com/ZmcHwJm069VX1mke_lvmh_document-financier-2022_uk-final.pdf

LVMH, *2024 Full Year Results*, comunicato stampa, 28 gennaio 2025, disponibile in: <https://www.lvmh.com/en/financial-calendar/2024-full-year-results>

LVMH. (2011). LVMH 2011 Annual Report. Disponibile in: https://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReportArchive/l/OTC_LVMUY_2011.pdf

LVMH. (2012). LVMH 2012 Annual Report. Disponibile in: https://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReportArchive/l/OTC_LVMUY_2012.pdf

LVMH. (2019). LVMH 2019 Annual Report. Disponibile in: https://www.lvmh.com/proxyApi/v1/wordpress/attachment/lvmh_rapport-annuel-2019_gb.pdf

LVMH. (2021). LVMH 2021 Annual Report. Disponibile in: https://www.lvmh.com/proxyApi/v1/wordpress/attachment/lvmh_rapport-annuel-2021-va.pdf

LVMH. (2022). LVMH 2022 Annual Report. Disponibile in: https://lvmh-com.cdn.prismic.io/lvmh-com/Zn1lix5LeNNTwmKk_lvmh_2022_annual-report.pdf

LVMH. (2023). LVMH 2023 Annual Report. Disponibile in: <https://www.lvmh.com/en/publications/2023-new-record-year-for-lvmh>

M. C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash flow, Corporate Finance, and Takeovers*, in *American Economic Review*, vol. 76, n. 2, 1986, pp. 323-329.

M. Castello, partner di KMPG advisory, *Le acquisizioni da investitori esteri nel fashion e luxury: quale valore per i marchi italiani?*, ricerca per il VI Luxury Summit dell'11 giugno 2014.

MarketScreener – S&P Capital IQ, *V.F. Corporation Completed the Acquisition of Supreme Holdings, Inc.*, 27 dicembre 2020, disponibile in: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/THE-CARLYLE-GROUP-INC-10531255/news/V-F-Corporation-completed-the-acquisition-of-Supreme-Holdings-Inc-for-a-group-of-shareholders-33573092/>

McKinsey & Company, *The Business of Fashion, The State of Fashion: Luxury 2024*, novembre 2024. Disponibile in: <https://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/state-of-luxury>

Milano Finanza – MFFashion, *Richemont Becomes Controlling Shareholder of Gianvito Rossi*, 31 luglio 2023, disponibile in: <https://www.milanofinanza.it/fashion/richemont-becomes-controlling-shareholder-of-gianvito-rossi-202307311246575332>

Modaes, *Quiet Luxury with Spanish Flair: Polène's Revolutionary Impact on Ubrique*, 16 ottobre 2025, disponibile in: <https://www.modaes.com/global/back-stage/polene-revolutionizes-ubrique-silent-luxury-made-in-spain>

Moncler Group, *FY 2024 Financial Results Presentation*, presentazione risultati, 13 febbraio 2025, disponibile in: <https://www.monclergroup.com/v3/assets/blt61bda6b71f29a239/blt69fff3babce0cb8b/68d260d6f9b53a62f5b7d94d/moncler-group-fy-2024-financial-results-presentation.pdf>

Niod. (2023, Marzo 16). *The Strategy Behind LVMH's Acquisitions: A Drive for Market Dominance*.

Nocke, V., & Yeaple, S. (2007). *Cross-border mergers and acquisitions vs. greenfield foreign direct investment: The role of firm heterogeneity*. Journal of International Economics, 72, 3363-365

OECD, *OECD Economic Outlook, Volume 2025 Issue 2 – Japan*, rapporto di previsione, 2025, disponibile in: https://www.oecd.org/en/publications/oecd-economic-outlook-volume-2025-issue-2_9f653ca1-en/full-report/japan_ea7efd0c.html

Ortelli, M., *European Luxury Goods: The M&A Wave 4 All the Targets, Multiples, and Possible Outcomes*. Bernstein Research (2014)

Prada Group, *Full Year 2024 Financial Results*, comunicato stampa, 4 marzo 2025, disponibile in: <https://www.pradagroup.com/en/news-media/press-releases-documents/2025/25-03-04-prada-group-2024-fy-results.html>

PriceWaterhouseCoopers (PwC), *Business combinations guide: Overview of the goodwill impairment model (ASC 350)*, PwC Viewpoint, 31 maggio 2024, disponibile in: https://viewpoint.pwc.com/dt/us/en/pwc/accounting_guides/business_combination/business_combination_28_US/chapter_9_accounting_US/95_impairment_model_US.html.

PriceWaterhouseCoopers (PwC), *Fair value guide: Key concepts in ASC 820*, PwC Viewpoint, 31 marzo 2022, disponibile in: https://viewpoint.pwc.com/dt/us/en/pwc/accounting_guides/fair_value_measureme/fair_value_measureme_9_US/chapter_1_introducti_1_US/15_key_concepts_in_a_US.html.

PriceWaterhouseCoopers (PwC), *Leases guide (ASC 842)*, PwC Viewpoint, ed. aggiornata dicembre 2024, disponibile in: https://viewpoint.pwc.com/dt/us/en/pwc/accounting_guides/leases/assets/pwcleasesguide1224.pdf.

Private Equity Info, *Limitations of discounted cash flow valuation models*, Private Equity Info Blog, 25 gennaio 2024, disponibile in: <https://privateequityinfo.com/blog/limitations-of-discounted-cash-flow-valuation-models>.

PwC. (2022). *Fair value guide: Key concepts in ASC 820* – Publication date 31 Mar 2022. Disponibile in: https://viewpoint.pwc.com/dt/us/en/pwc/accounting_guides/fair_value_measureme/fair_value_measureme_9_US/chapter_1_introducti_1_US/15_key_concepts_in_a_US.html

PwC. (2024). *Business combinations guide: Overview of the goodwill impairment model (ASC 350)* – Publication date 31 May 2024. Disponibile in: https://viewpoint.pwc.com/dt/us/en/pwc/accounting_guides/business_combination/business_combination__28_US/chapter_9_accounting_US/95_impairment_model_US.html

PwC. (2024). *Leases guide (ASC 842)* – Viewpoint (PwC Leases guide, updated December 2024). Disponibile in: https://viewpoint.pwc.com/dt/us/en/pwc/accounting_guides/leases/assets/pwcleasesguide1224.pdf

Quartr. *The story of Richemont: From tobacco to luxury dominance* (2024). Disponibile in: <https://quartr.com/insights/company-research/the-story-of-richemont-from-tobacco-to-luxury-dominance>

R. F. Bruner, *Applied Mergers and Acquisitions*, Hoboken, John Wiley & Sons, 2004, pp. 120-135, 248-265, 323-340.

Rani, N., Yadav, S. S., Jain, P. K.. *Mergers and Acquisitions A Study of Financial Performance, Motives and Corporate Governance*, Vol. India Studies in Business and Economics, 2016, Springer.

Reuters (via MarketScreener), *Richemont Buys Majority Stake in Italian Luxury Shoemaker Gianvito Rossi*, 28 luglio 2023, disponibile in: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/COMPAGNIE-FINANCIERE-RICH-14354614/news/Richemont-buys-majority-stake-in-Italian-luxury-shoemaker-Gianvito-Rossi-44451352/>

Richemont to Sell e-Commerce Business YNAP to Mytheresa, The Wall Street Journal, 7 ottobre 2024. Disponibile in: <https://www.wsj.com/business/retail/richemont-to-sell-e-commerce-business-ynap-to-mytheresa-1111f3d3>

Richemont, *Richemont Acquires a Controlling Stake in Gianvito Rossi*, comunicato stampa, 28 luglio 2023, disponibile in: <https://www.richemont.com/news-media/press-releases-news/richemont-acquires-a-controlling-stake-in-gianvito-rossi-starting-a-partnership-with-its-founder/>

Richemont. (2019). *Richemont acquires Buccellati*. Richemont. Disponibile in: <https://www.richemont.com/news-media/press-releases-news/richemont-acquires-buccellati/>

S. A. Kaplan, R. S. Ruback, *The Valuation of Cash flow Forecasts: An Empirical Analysis*, in The Journal of Finance, vol. 50, n. 4, 1995, pp. 1059-1093.

S.C. Reed, A.R. Lajoux, H.P. Nesvold, *The Art of M&A: A Merger Acquisition Buyout Guide*, 5ª ed., McGraw-Hill Education, New York, 2019, cap. 1, pp. 45-62.

Salvatore Ferragamo, *Q4 and FY 2024 Group Preliminary Consolidated Revenue Figures*, comunicato stampa, 30 gennaio 2025, disponibile in: <https://group.ferragamo.com/resource/blob/1079210/81a646b42d11b9152834e11eb56084e4/03-2025-01-30-press-release-preliminary-fy-2024-data.pdf>

Socha, M. *LVMH Acquires French Tannery*. Women's Wear Daily (2012). Disponibile in: <https://wwd.com/accessories-news/leather-goods/lvmh-acquires-french-tannery-5889962/>

Sotheby's. (n.d.). *Buccellati*. Sotheby's. Disponibile in: <https://www.sothebys.com/en/brands/buccellati> (Ultimo accesso Gennaio 2026).

T. Bajaj, *M&A Deals in the Luxury Sector: Revealing Hidden Links Between Acquisition Drivers and Value Creation*, International Journal of Engineering Development and Research (IJEDR), vol. 13, n. 2, Maggio 2025.

The Business of Fashion; McKinsey & Company. *The State of Fashion 2024: Finding Pockets of Growth as Uncertainty Reigns*. BoF & McKinsey, 2023. Disponibile in: <https://cdn.luxe.digital/download/business+of+fashion+mckinsey+-The+State+of+Fashion+2024.pdf>.

The Estée Lauder Companies Inc., *Annual Report on Form 10-K* per l'esercizio chiuso il 30 giugno 2023, depositato il 18 agosto 2023. Disponibile in: <https://media.elcompanies.com/files/e/estee-lauder-companies/global/investors/investor-resources/toolkit/form-10k-08182023.pdf>

Valentino, *Corporate Information*, pagina istituzionale, s.d., disponibile in: <https://www.valentino.com/en-gb/experience/corporate-information>

VF Corporation – SEC Filing, *Q4 FY2025 Earnings – Discontinued Operations (Supreme)*, 21 maggio 2025, disponibile in: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/103379/000010337925000021/q425earningssex991.htm>

VF Corporation, *VF Corporation Announces Definitive Agreement to Acquire Iconic, Global Streetwear Leader Supreme®*, comunicato stampa, 9 novembre 2020, disponibile in: <https://www.vfc.com/investors/news-events-presentations/press-releases/detail/1738/vf-corporation-announces-definitive-agreement-to-acquire>

Vogue Business. *Tiffany was a “sleeping beauty”, says Bernard Arnault, as the flagship reopens*. Vogue Business (2023, April 23). Disponibile in: <https://www.vogue.com/article/tiffany-was-a-sleeping-beauty-says-bernard-arnault-as-flagship-reopens>