UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA "GIORGIO FUÀ"

Corso di Laurea Magistrale o Specialistica in Scienze Economiche e Finanziarie
Curriculum Analista Finanziario

Strategie di valutazione d'azienda e analisi fondamentale nel settore del fashion luxury: il caso Moncler S.p.A.

Company valuation strategies and fundamental analysis in the fashion luxury: the case of Moncler S.p.A.

Relatore: Chiar.mo
Prof. Caterina Lucarelli

Tesi di Laurea di:
Giulia Anselmo

Anno Accademico 2025 – 2026

INDICE

INTRODUZIONE 5

PARTE 1 FONDAMENTI ANALITICI DEL SETTORE E MODELLI DI STIMA DEL VALORE INTRINSECO 7

CAPITOLO 1 ANALISI DELLA DOMANDA 8

1.1 I FATTORI DETERMINANTI DELLE SCELTE DI CONSUMO 9

1.1.1 Determinanti del consumo e key market insight 9

1.1.2 Segmentazione e targeting: criteri di ripartizione del mercato e identificazione del consumatore obiettivo 11

1.1.3 Elasticità della domanda: sensibilità della quantità domandata rispetto al prezzo e al reddito 13

1.1.4 L'analisi del ciclo di vita: evoluzione della domanda nelle fasi di introduzione, crescita, maturità e declino 14

1.1.5. Sostenibilità e valore di lungo periodo 16

CAPITOLO 2 CONFIGURAZIONE DELL'OFFERTA 19

2.1 DETERMINANTI DELLA STRUTTURA COMPETITIVA 19

2.1.1 La struttura della concorrenza: analisi del grado di concentrazione del mercato. 19

2.1.2 Le barriere all'entrata e all'uscita 20

2.1.3 La catena del valore 21

2.1.4 Modelli di posizionamento strategico: analisi della competitività secondo l'approccio di Porter 23

CAPITOLO 3 L'ANALISI FONDAMENTALE, LO STUDIO DELLE PERFORMANCE AZIENDALI E MODELLI E METODOLOGIA DI VALUTAZIONE D'AZIENDA 27

3.1.1 Obiettivi e fasi dell'analisi fondamentale: dall'analisi macroeconomica alla stima dei risultati aziendali futuri 27

3.1.2 Analisi di bilancio: riclassificazione degli schemi contabili e costruzione degli indici di solidità, liquidità e redditività. 29

3.1.3 La misurazione del rischio: determinazione del WACC e calcolo del Beta tramite il modello CAPM. 33

3.1.4 Approcci basati sui flussi: il Discounted Cash Flow (DCF) e il Dividend Discount Model (DDM). 35

3.1.5 Approccio relativo: la logica dei multipli di Borsa 39

3.1.6 Il ruolo degli asset intangibili e della Brand Equity nella determinazione del capitale economico 40

PARTE 2 ANALISI STRATEGICA DEL SETTORE FASHION LUXURY E VALUTAZIONE DEL GRUPPO MONCLER S.P.A 42

CAPITOLO 4 CONFIGURAZIONE INDUSTRIALE E DINAMICHE DI MERCATO 42

4.1 IL COMPORTAMENTO D'ACQUISTO NEL FASHION LUXURY: SEGMENTAZIONE E NUOVI TREND DI CONSUMO. 42

4.1.1 Definizione e contesto del lusso nel settore moda 42

4.1.2 Il principio di rarità e l'effetto culturale sulle scelte d'acquisto. 45

4.1.3 Segmentazione del mercato: dal mass-market al segmento Ultra-Luxury. 47

4.1.4 Il ciclo di vita nel comparto Fashion: il trade-off tra penetrazione del mercato e prestigio del brand. 51

4.1.5 Evoluzione della domanda: digitalizzazione e nuovi mercati geografici 54

4.2 L' ARCHITETTURA DEL SETTORE MODA: I GRANDI CONGLOMERATI E LA STRUTTURA DELL'OFFERTA 58

4.2.1 Struttura del settore: l'indice S&P Global Luxury e le operazioni di M&A. 58

4.2.2 Analisi dei competitors di riferimento: i gruppi LVMH, Kering ed Hermès. 61

4.2.3 La verticalizzazione della filiera e il controllo della distribuzione 73

4.3 Strategie competitive e barriere all'entrata nel comparto Fashion Luxury. 76
4.3.1 Il pricing power come driver di vantaggio competitivo.....76
4.3.2 Innovazione sostenibile e sfide dell'economia circolare tessile. 77

CAPITOLO 5 IL CASO MONCLER S.P.A 80

5.1 Profilo societario e *business analysis* di Moncler S.p.A. 80
5.1.1 Storia, struttura del Gruppo e assetto azionario 80
5.1.2 Modello di business "Luxury Outdoor", analisi della stagionalità e posizionamento di Moncler.....84
5.1.3 Analisi strategica applicata: Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats (SWOT) e 5 Forze di Porter per Moncler.....90

5.2 Analisi delle performance finanziarie e andamento del titolo (2020-2025)..... 95
5.2.1 Analisi della struttura patrimoniale e breakdown dei ricavi per area geografica e canale.....95
5.2.2 Analisi quantitativa delle serie storiche: rendimenti, volatilità e performance risk-adjusted rispetto al mercato.....101
5.2.3 Politica dei dividendi: stima del payout e dividend yield.....106

5.3 Stima del valore intrinseco tramite Discounted Cash Flow, valutazione relativa e analisi del consenso 108
5.3.1 Assunzioni del modello e formulazione delle ipotesi sui flussi di cassa 108
5.3.2 Applicazione del DCF e determinazione del Terminal Value.....112
5.3.3 Valutazione relativa mediante P/E ed EV/EBITDA 115
5.3.4 Analisi dei risultati e sensibilità del modello.....118
5.3.5 Considerazioni finali e confronto con il Target Price degli analisti.....120

CONCLUSIONE 124

BIBLIOGRAFIA 127

SITOGRAFIA 130

Introduzione

Il seguente elaborato si pone l'obiettivo di esaminare il settore del fashion luxury, focalizzandosi in modo specifico sul Gruppo Moncler S.p.A. Il lavoro adotta il punto di vista di un potenziale investitore azionario, interessato a valutare la convenienza di investire su un titolo analizzando concretamente lo stato del mercato e la solidità dei bilanci aziendali.

Nella prima parte vengono trattati i fondamenti teorici e metodologici del presente studio di valutazione. L'indagine inizia infatti con lo studio economico della domanda e del comportamento del consumatore, per poi concentrarsi sulla configurazione dell'offerta, sulle determinanti della struttura competitiva e sulle dinamiche della catena del valore. Sulla base di ciò si sviluppa l'analisi fondamentale, esaminando gli strumenti di riclassificazione di bilancio, la quantificazione del rischio tramite WACC e CAPM, e i principali modelli di stima del valore aziendale, dai flussi di cassa scontati (DCF) ai multipli di mercato, senza tralasciare il ruolo degli asset intangibili e della brand equity.

La seconda parte si concentra interamente sulla storia e sull'evoluzione di Moncler S.p.A., tracciando il percorso dalle origini a Monestier-de-Clermont fino al rebranding globale che ha trasformato il marchio in un gruppo multinazionale, arricchito dall'acquisizione di Stone Island e da una rete distributiva omnichannel. L'analisi si addentra poi nei tratti distintivi del brand, mettendo in luce il legame tra tradizione e creatività e l'importanza del modello Direct-to-Consumer, essenziale per presidiare il mercato, valorizzare l'offerta e consolidare il rapporto diretto con i consumatori. Chiude la sezione una riflessione sulle prospettive di crescita e sui rischi futuri del brand, fornendo così

le basi previsionali necessarie per impostare successivamente la stima del valore intrinseco aziendale.

Il capitolo conclusivo sposta l'attenzione sugli aspetti quantitativi e di valuation analizzando i dati finanziari storici (2020-2025), la suddivisione geografica dei ricavi, la solidità patrimoniale e la politica dei dividendi. Il valore intrinseco del Gruppo viene stimato attraverso il modello del Discounted Cash Flow, supportato da un'analisi comparativa basata sui multipli di mercato. L'elaborato si conclude con la discussione delle stime ottenute e delle relative raccomandazioni operative per chi intende investire nel titolo, confrontando i risultati emersi con le aspettative del consenso di mercato.

PARTE 1 Fondamenti analitici del settore e modelli di stima del valore intrinseco

La valutazione d'azienda è un complesso processo tecnico-economico volto a stimare il valore del capitale economico, inteso come espressione del valore intrinseco dell'azienda stessa. Secondo quanto teorizzato da Gino Zappa, tale valore "*non è un fondo di valori diversi sebbene coordinati, ma un valore unico, risultante dalla capitalizzazione dei redditi futuri*"[1]. Tuttavia, la capacità di un'azienda di generare suddetti flussi nel corso del tempo è strettamente connessa all'equilibrio tra le forze di mercato ossia tra domanda e offerta. Pertanto, l'indagine sulle dinamiche di consumo e sulla reattività della domanda costituisce il presupposto metodologico per qualsiasi processo valutativo: l'assenza di un'analisi rigorosa sui driver che guidano le decisioni dei consumatori compromette, infatti, la possibilità di formulare previsioni attendibili sulla la stabilità dei ricavi futuri. Parallelamente, lo studio della struttura dell'offerta (concentrazione competitiva, catena del valore, barriere all'entrata) permette di valutare se l'impresa abbia le risorse strategiche necessarie per difendere la propria redditività nel tempo. Soltanto integrando queste dimensioni è possibile comprendere efficacemente le performance aziendali e riuscire a formulare stime attendibili sui risultati futuri. In questo contesto si colloca l'analisi fondamentale, che si sviluppa a partire dall'analisi macroeconomica e di settore, per poi arrivare alla valutazione delle condizioni economico-finanziarie dell'azienda e alla quantificazione del rischio. Questo capitolo delinea un quadro analitico coerente, in cui lo studio della domanda e della struttura competitiva, elementi centrali dell'analisi di settore, fungono da pilastro per l'applicazione dei principali modelli di valutazione. Questi ultimi

[1] Zappa G., 1921, "Il reddito d'impresa", Giuffrè

includono sia i metodi basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa, sia quelli basati sui multipli di mercato, senza tralasciare un approfondimento sul ruolo degli asset intangibili nella creazione di valore.

Capitolo 1 ANALISI DELLA DOMANDA

L'analisi della domanda è un processo dettagliato ed esaustivo che si concentra sulla valutazione e sulla comprensione dei fattori che influenzano la quantità di un bene o servizio che i consumatori sono disposti ad acquistare in un mercato specifico e in un determinato periodo. Tutto ciò comporta uno studio approfondito di elementi come il prezzo, il reddito, le preferenze dei consumatori, le condizioni economiche e altri fattori esterni che possono influenzare la relazione tra domanda e offerta di un prodotto o servizio. Pertanto, svolge un ruolo fondamentale la comprensione del comportamento del consumatore che può essere definito come "*l'insieme dei processi impiegati da individui e gruppi per la valutazione, la scelta, l'utilizzo e l'eliminazione di prodotti, servizi o altri beni per la soddisfazione di bisogni e aspettative.*[2]"
Alla luce di tale consapevolezza, le aziende possono adottare decisioni strategiche per rispondere alle esigenze di mercato e mantenere un vantaggio competitivo.

[2] Dalli R., Romani S., 2011, Il comportamento del consumatore. Acquisti e consumi in una prospettiva di marketing, Franco Angeli, Milano

1.1 I fattori determinanti delle scelte di consumo

1.1.1 Determinanti del consumo e key market insight

Le determinanti del consumo comprendono l'insieme delle variabili, sia qualitative che quantitative, che guidano le scelte d'acquisto e definiscono la configurazione della domanda in un settore. La teoria microeconomica individua nel prezzo del bene il driver primario, stabilendo una relazione inversa con la quantità domandata così come enunciato dalla legge della domanda. Tuttavia, questa dinamica è strettamente legata al reddito dei consumatori, che ne determina la capacità di spesa. Oltre a ciò, il consumo è influenzato anche dalle seguenti categorie di fattori: economici, socio-culturali e psicologici. Per quanto riguarda i primi oltre al livello di reddito disponibile, un ruolo cruciale sulle dinamiche di consumo è esercitato dal prezzo dei beni correlati. Nel caso dei beni sostituti, l'aumento del prezzo di un bene alternativo porta il consumatore ad orientarsi verso il prodotto originale, visto come più vantaggioso. Al contrario, per i beni complementari, il consumo è interdipendente; pertanto, l'incremento del prezzo di un prodotto può ridurre la domanda del bene principale. Inoltre, non sono da trascurare, le aspettative dei consumatori: qualora l'acquirente preveda un rialzo futuro dei prezzi o un miglioramento delle proprie condizioni economiche, la domanda attuale tenderà a crescere per anticipare i benefici futuri. Invece, tra i fattori socio-culturali, rivestono un ruolo fondamentale i gusti e preferenze, spesso influenzati da mode e tendenze che possono spostare la curva di domanda indipendentemente dalle variazioni di prezzo. Studi sui fattori sociali che influenzano l'individuo sono stati condotti,

tra gli altri, da Duesenberry[3] e Veblen[4], che evidenziano il desiderio di emulazione verso le classi più ricche e quello dimostrativo come elementi fortemente condizionanti. Infine, intervengono tra i fattori psicologici le motivazioni profonde, la percezione del brand, le convinzioni e gli atteggiamenti personali che guidano l'individuo verso specifiche decisioni di acquisto.

Per interpretare queste determinanti, il marketing contemporaneo ricorre a un approccio metodologico fondato sulla raccolta e l'interpretazione sistematica dei dati. Attraverso le ricerche di mercato, che ricorrono all'utilizzo di sondaggi, questionari e focus group, le aziende individuano le preferenze del proprio target. Parallelamente, l'analisi comportamentale, avvalendosi di strumenti come la Market Basket Analysis, consente uno studio minuzioso delle abitudini di consumo. L'integrazione del marketing basato sui dati, tramite l'impiego di specifici indicatori chiave di prestazione (KPI), permette infine di valutare l'efficacia delle campagne e il ritorno sugli investimenti, trasformando i dati grezzi in informazioni utili nel processo decisionale e nell'attuazione di azioni strategiche. Il risultato di questo processo analitico costituisce i Key Market Insights, ossia conoscenze approfondite che offrono un quadro esaustivo sui comportamenti, le preferenze e le motivazioni dei consumatori. Tali insight costituiscono un elemento fondamentale per la gestione della Customer Experience, dato che permettono alle aziende di adottare strategie coerenti con le aspettative dei clienti, individuando i fattori che incidono sulla loro soddisfazione, sulla fidelizzazione e sulla propensione al riacquisto. Nella società digitale contemporanea i consumatori si avvicinano ai vari brand anche attraverso siti web, applicazioni e piattaforme di e-commerce. Tale evoluzione

[3] Duesenberry J.S., 1949, Income, Saving and the Theory of Consumer Behaviour, Harvard University Press, Cambridge, MA.
[4] Veblen T., The Theory of the Leisure Class: An Economic Study of Institutions, McMillan, New York.

tecnologica rende quindi necessaria un'analisi dettagliata di dati eterogenei, provenienti sia da fonti fisiche che digitali. Gli insight consentono quindi alle imprese di offrire un'esperienza coerente su tutti i canali migliorando il loro rapporto con il cliente.

1.1.2 Segmentazione e targeting: criteri di ripartizione del mercato e identificazione del consumatore obiettivo

La segmentazione rappresenta il processo analitico di suddivisione del mercato in gruppi omogenei di consumatori che presentano bisogni, caratteristiche o comportamenti d'acquisto simili. Smith[5] sostiene che, poiché la domanda è varia, la segmentazione è necessaria per personalizzare l'offerta. Ciò non costituisce solo una strategia di marketing, ma risponde anche all'esigenza di soddisfare l'eterogeneità della domanda. Le variabili utilizzate per segmentare i mercati dei beni di consumo possono essere classificate in tre gruppi:

1. Variabili descrittive
2. Variabili basate sul comportamento di acquisto e di consumo
3. Variabili basate sui benefici ricercati con l'uso del prodotto

Le prime realizzano la segmentazione del mercato tenendo conto delle caratteristiche dei consumatori che si suppongono connesse a processi decisionali differenti. Tra queste rientrano il genere, l'età, la religione, la composizione del nucleo familiare, il livello di istruzione, il reddito e l'occupazione. Le seconde invece spostano l'attenzione sulla condotta del

[5] Smith W.R., 1956, Product Differentiation and Market Segmentation as Alternative Marketing Strategies, in *Journal of Marketing*, Vol. 21, American Marketing Association.

consumatore come il suo rapporto con il prodotto, con la marca e con il fornitore. In questa prospettiva, l'analisi deve integrare il contributo di Nelson[6] sulle asimmetrie informative: la segmentazione dipende infatti dalla distinzione tra i "beni di ricerca" (*search goods*), valutabili tramite ispezione preventiva, e i "beni di esperienza" (*experience goods*), la cui qualità emerge solamente nella fase di consumo. Le ultime si focalizzano sui vantaggi specifici che il consumatore intende ottenere. Questo approccio prevede che la domanda non sia rivolta al bene come un'entità unitaria, ma alle sue caratteristiche intrinseche. Dopo l'attività di segmentazione, segue la fase di targeting, che consiste nella scelta strategica dei segmenti di mercato in cui l'azienda ha intenzione di operare. Identificare il consumatore obiettivo presuppone un'attenta valutazione dell'attrattiva di ciascun segmento, considerando dimensione, potenziale di crescita e compatibilità con le risorse aziendali. La scelta del target determina la strategia di segmentazione adottabile che può essere di tipo differenziato, nel caso in cui l'impresa tenda a soddisfare vari segmenti con offerte specifiche, o di tipo concentrato, qualora le aziende selezionino un segmento come mercato obiettivo puntando alla leadership in un segmento di nicchia. Definire il target corretto non è solo un esercizio di marketing, ma rappresenta l'elemento fondamentale per determinare il proprio vantaggio competitivo e formulare i propri obiettivi di mercato.

[6] Nelson P., 1970, Information and Consumer Behavior, in *Journal of Political Economy*, Vol. 78, University of Chicago Press.

1.1.3 Elasticità della domanda: sensibilità della quantità domandata rispetto al prezzo e al reddito

Risulta rilevante analizzare non solo come cambia la domanda al variare degli elementi che la influenzano, ma anche quanto essa sia sensibile a questi mutamenti. Il coefficiente di elasticità è lo strumento che permette di misurare il grado di reattività della domanda. Esso esprime il rapporto tra la variazione in termini percentuali della quantità domandata e la variazione percentuale di una sua determinante come il prezzo o il reddito. L'elasticità della domanda rispetto al prezzo indica la reattività dei consumatori a fronte di una variazione del 1% del prezzo di un bene. Se la quantità domandata varia più che proporzionalmente al prezzo, la domanda si definisce elastica, se varia meno che proporzionalmente, è definita anelastica o rigida. Allo stesso modo, l'elasticità della domanda rispetto al reddito quantifica il cambiamento del consumo rispetto al crescere della disponibilità economica, permettendo così di distinguere tra beni necessari (bassa elasticità) e beni di lusso (alta elasticità, dove il consumo cresce più che proporzionalmente rispetto al reddito). Tale classificazione della domanda risale allo studio teorico dell'economista Alfred Marshall, delineato nell'opera "Principi di Economia"[7]. Egli identifica il fondamento della sensibilità della domanda nel principio dell'utilità marginale decrescente. Poiché ogni ulteriore unità di un bene soddisfa un bisogno via via minore, il prezzo deve scendere in misura tale da compensare la minore utilità percepita. Un ulteriore contributo di Marshall consiste nell'integrazione della variabile tempo nell'analisi dell'elasticità. Egli dimostra come la reattività della domanda non sia immediata, dato che i consumatori necessitano di tempo per mutare le proprie abitudini di consumo e per individuare alternative presenti sul mercato. Tuttavia, l'elasticità

[7] Marshall A., 1890, Principi di Economia, in Library of Economics and Liberty.

non dipende unicamente dalla natura del bene o dal tempo, ma è profondamente condizionata anche dal contesto informativo in cui opera il consumatore. In merito a ciò, Nelson[8] evidenzia come l'elasticità sia una funzione della frequenza d'acquisto e del numero di "esperimenti" effettuati dai consumatori. Nei mercati caratterizzati da acquisti ricorrenti, i consumatori tendono a conoscere un maggior numero di sostituti, rendendo la domanda più elastica. Al contrario, per i cosiddetti beni di "esperienza", che vengono acquistati raramente, l'elasticità tende a diminuire poiché il consumatore, non potendo valutare facilmente la qualità in anticipo, preferisce rimanere fedele a marchi noti per ridurre al minimo il rischio informativo. In conclusione, la sensibilità della domanda non può essere considerata una costante, ma una variabile endogena condizionata dal contesto informativo, dalla frequenza con cui il consumatore interagisce con il mercato e dal costo che lo stesso deve sostenere per acquisire informazioni affidabili sulla qualità dei beni.

1.1.4 L'analisi del ciclo di vita: evoluzione della domanda nelle fasi di introduzione, crescita, maturità e declino

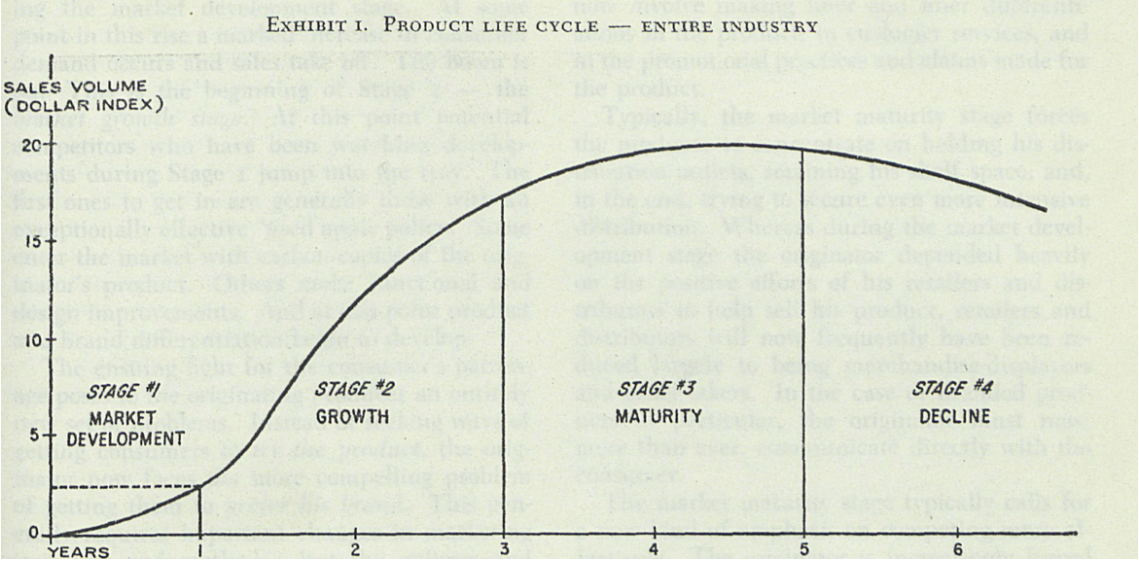
L'andamento della domanda non è lineare nel tempo, ma segue un'evoluzione sistematica rappresentata dal modello del Ciclo di Vita del Prodotto (PLC). Secondo il contributo dello studioso Theodore Levitt[9], il ciclo di vita deve essere interpretato come uno "strumento manageriale di potere competitivo". Il successo di un prodotto è infatti strettamente legato alla capacità dell'impresa di adottare azioni strategiche che possano garantire profitti riuscendo a contrastare

[8] Nelson P., 1970.
[9] Levitt T., 1965, Exploit the Product Life Cycle, in Harvard Business Review, Vol. 43, Harvard University Press

l’inevitabile declino del prodotto. L’analisi del ciclo di vita, ampiamente analizzata da George S. Day[10], si articola nelle quattro fasi illustrate nella figura 1.1: introduzione, crescita, maturità e declino. La prima fase è caratterizzata da una crescita lenta delle vendite a causa della scarsa notorietà del prodotto e da una domanda tendenzialmente rigida. In tale contesto risultano fondamentali le strategie adottate dall’azienda per ridurre le incertezze del consumatore e avvicinarlo al nuovo prodotto. La fase di crescita segna un punto di svolta in cui la domanda accelera e diventa più elastica, grazie alla progressiva riduzione delle incertezze e all'accumulo di esperienza da parte degli acquirenti. Il consumatore sposta l’attenzione verso il vantaggio comparativo tra le diverse alternative disponibili. La terza fase rappresenta il momento in cui il mercato raggiunge la saturazione e le vendite si stabilizzano. I consumatori, ormai pienamente informati, mostrano un'altissima sensibilità al prezzo. L’azienda deve mantenere la propria posizione ricorrendo a promozioni e cercando di conquistare nuovi segmenti di mercato. Infine, nella fase di declino, la domanda si contrae a causa di innovazioni tecnologiche o della diffusione di nuove tendenze. Risulta necessario che l’impresa metta in atto nuove strategie ricercando dei mercati di nicchia o decidendo di ritirare oculatamente il prodotto. In sintesi, il ciclo di vita non deve essere visto come un processo passivo, ma piuttosto come il risultato di un'interazione tra l'apprendimento del consumatore, la variazione dell’elasticità della domanda e le pressioni competitive del settore.

[10] Day G.S., 1981, The Product Life Cycle: Analysis and Applications Issues, in Journal of Marketing, Vol. 45, American Marketing Association

Figura 1.1: Il ciclo di vita del prodotto



Fonte: *Levitt, T., 1965, "Exploit the Product Life Cycle", in Harvard Business Review, VOL. 43, N. 6, Harvard Business Publishing, pag. 81.*

1.1.5. Sostenibilità e valore di lungo periodo

Il tema della sostenibilità rappresenta un fattore fondamentale per la creazione e il mantenimento del valore nel lungo periodo, condizionando il successo o il fallimento di un'impresa. Secondo il modello analitico ideato da Baldassarre e Campo, le imprese possono essere classificate in quattro gruppi frutto di una matrice basata sull'incrocio di due variabili: le strategie di comunicazione e le azioni realmente perseguite. Ne scaturiscono quattro profili aziendali, rappresentati nella figura 1.2, i cui nomi richiamano il concetto di trasparenza, intesa come grado di accountability verso il mercato.

Figura 1.2: Le possibili tipologie di aziende secondo l'approccio alla sostenibilità

Being sustainable			
		Translucent companies	**Transparent companies**
	High commitment	Sustainability is *de facto* realized, but is not exploited as a marketing opportunity. Sensitivity toward sustainable issues is demonstrated by definite actions, but the company is not completely aware of the strategic importance of communication. There is a gap between the sustainable performance and the perception of customers. ***"We should communicate better what we are. We are doing the hard work—why not celebrate it?"***	Sustainability is an important topic of the overall corporate strategy. Consequently, the marketing and communication approach to sustainable initiatives is consistent with what the company actually does. 'Sustainable value' is made up of definite activities, well-communicated to stakeholders, and the reputation of the company is supported by facts and figures. Sustainability is a competitive advantage. ***"We communicate what we are"***
		Dark companies	**Opaque companies**
	Low commitment	Companies are not at all aware of the relevance of sustainability as a strategic topic. There is no company website on sustainability and no possibility for stakeholders to know anything about the organization's mission, values, etc. Sustainability is not a concern. ***"What are you talking about?"***	Sustainability is used as opportunistic leverage. Management overpromises and underdelivers on sustainability, and this could put the company's reputation at risk. 'To appear' is more important than 'to be': the marketing and communication strategy regarding sustainable initiatives is emphasized, but is inconsistent with what the company actually does. ***"We are (we pretend to be) what we communicate"***
		Low-profile communication	High-profile communication
Appearing sustainable			

Fonte: *Baldassarre F., Campo R., 2016, "Sustainability as a marketing tool: To be or to appear to be?", Business Horizons, volume 59, pp. 421-429.*

Appartengono al primo gruppo le aziende oscure, generalmente rappresentato da piccole imprese, prive di consapevolezza in merito alla tematica ambientale. L'assenza di azioni pratiche si riflette in una totale carenza di comunicazione; pertanto, spesso non hanno neanche un sito web o un profilo sui social network. Tali aziende sono considerate le peggiori in quanto non prendono in considerazione il problema della sostenibilità. Le aziende opache costituiscono invece il secondo gruppo e pur non integrando la sostenibilità nei propri processi operativi, ne riconoscono il valore in termini di engagement[11]. Fanno ricorso a

[11] Inteso come attaccamento emotivo del pubblico verso un brand

strategie di marketing ingannevoli definite greenwashing che non hanno alcun riscontro nella realtà operativa rendendo l'azienda poco credibile. Tutto ciò ha delle ripercussioni economiche poiché viene compromessa la fiducia di clienti, investitori e partner commerciali. Un ulteriore profilo è rappresentato dalle aziende traslucide che, diversamente da quelle opache, agiscono con il massimo rispetto nei confronti dell'ambiente e sono guidate da una grande integrità morale. Tuttavia, scelgono di non comunicare pubblicamente i risultati del proprio operato restando spesso meno visibili al pubblico rispetto ad aziende che sfruttano i vantaggi della comunicazione. Segue l'ultimo gruppo, costituito dalle aziende trasparenti che sono considerate le migliori. Esse integrano azioni ambientali reali con la comunicazione trasparente, allo scopo di rafforzare la propria reputazione e favorire un ritorno di immagine e allo stesso tempo economico. La collocazione di un'azienda all'interno di questa matrice non deve essere considerata un dato statico poiché le scelte gestionali sono sempre reversibili. Ogni impresa ha la possibilità di evolvere verso il profilo delle aziende trasparenti, il migliore dei quattro, correggendo eventuali divari tra la condotta operativa e le strategie di comunicazione.

Capitolo 2 CONFIGURAZIONE DELL'OFFERTA

2.1 Determinanti della struttura competitiva

Dopo aver individuato le variabili che influenzano la domanda, l'analisi deve concentrarsi sullo studio dell'offerta, per ricorrere a delle strategie di posizionamento che rispondano alle dinamiche strutturali e alle caratteristiche del mercato. L'azienda orienta le proprie scelte con lo scopo di realizzare un prodotto che la distingua dalla concorrenza e le permetta di mantenere risultati positivi nel lungo tempo. Tutto ciò ha il suo riferimento teorico nel paradigma Structure-Conduct-Performance (SCP)[12], secondo il quale le caratteristiche del mercato guidano il comportamento delle imprese e, di conseguenza, i loro risultati economici. Obiettivo dell'impresa è pertanto riuscire a conquistare una posizione solida all'interno del mercato mostrando flessibilità e sensibilità al cambiamento per difendere il proprio vantaggio competitivo e i propri profitti.

2.1.1 La struttura della concorrenza: analisi del grado di concentrazione del mercato.

Per definire il quadro competitivo all'interno del quale l'azienda deve operare, è fondamentale la valutazione del grado di concentrazione di un settore. Ciò comporta un'analisi dettagliata della struttura competitiva che evidenzi la distribuzione delle diverse imprese all'interno di uno specifico settore e l'intensità della competizione esistente. Il grado di concentrazione, che quantifica la quota di mercato posseduta dalle imprese leader, consente di definire il settore come modello di concorrenza perfetta, oligopolio o monopolio. Tale misurazione si basa su due indicatori tecnici, quali il rapporto di

[12] Mason, E. S., "Price and Production Policies of Large-Scale Enterprise", in *The American Economic Review*, Vol. 29, n. 1, American Economic Association, 1939.

concentrazione delle prime n imprese e l'indice di Herfindahl-Hirschaman (HHI). Il primo indica la somma delle quote di mercato delle prime quattro imprese oscillando dallo 0%, considerato come concorrenza perfetta, al 100% ossia un monopolio. L'altro indicatore rappresenta invece la somma dei quadrati delle quote di mercato di tutte le imprese del comparto. Da tale analisi emerge che un mercato frammentato e fortemente competitivo è caratterizzato da un valore dell'HHI inferiore a 1000 punti; un valore compreso tra i 1000 e i 1800 punti indica invece una concentrazione moderata mentre il superamento della soglia dei 1800 punti identifica un settore fortemente concentrato che si avvicina al monopolio assoluto al raggiungimento dei 10.000 punti. L'analisi del quadro competitivo non si esaurisce però nella rilevazione di tali indici, ma deve tenere in considerazione anche la simmetria strategica tra le varie imprese. Un settore caratterizzato da aziende con dimensioni e strutture di costo simili, risulta soggetto a maggiore instabilità e a continue rivalità di prezzo, a differenza di un comparto in cui domina un leader che funge da stabilizzatore per l'intero mercato.

2.1.2 Le barriere all'entrata e all'uscita

L'insieme delle barriere all'entrata e all'uscita, che ostacola o facilita il movimento delle imprese, determina la stabilità dei profitti. Le barriere all'entrata hanno il compito di proteggere i profitti delle aziende già consolidate impendendo a nuove imprese di inserirsi nel mercato. Il tema è ampiamente trattato dall'economista statunitense Bain che nella sua opera Barriers to New Competition le identifica e le classifica. Tra le più significative emergono le economie di scala che impongono ai potenziali concorrenti di sostenere costi iniziali fortemente impegnativi rispetto alle imprese già consolidate. Si

aggiungono ad esse le barriere legate all'alto grado di differenziazione del prodotto che implicano la necessità di sostenere ingenti investimenti pubblicitari per conquistare quote di mercato. Altri fattori includono l'accesso privilegiato ai canali distributivi, l'elevato fabbisogno di capitale iniziale e i vantaggi di costo assoluto. Parallelamente, è necessaria un'analisi accurata delle barriere all'uscita che indicano le difficoltà di un'azienda di abbandonare un mercato poco redditizio in cui iniziano a vacillare le prospettive di mercato. Solitamente, tali barriere sono di natura strutturale come la presenza di asset specializzati o costi di riconversione. Non mancano però aspetti di natura strategica o istituzionale come le interdipendenze con altre unità di business del gruppo, gli elevati costi di liquidazione del personale o gli obblighi contrattuali a lungo termine. Sotto il profilo dell'analisi strategica, la combinazione tra queste due tipologie di barriere definisce il profilo di rischio del settore. La situazione migliore per le imprese consolidate è caratterizzata dalla presenza di alte barriere all'entrata e basse barriere all'uscita poiché garantisce una protezione dei profitti all'arrivo di nuovi rivali e permette una facile dismissione in caso di crisi. Al contrario, la presenza di elevate barriere in entrambe le direzioni crea un ambiente fortemente rischioso, in cui le imprese, impossibilitate a uscire facilmente dal mercato, potrebbero innescare guerre di prezzo che compromettono la stabilità dei margini.

2.1.3 La catena del valore

Il modello della catena del valore, introdotto da Michael Porter (1985), costituisce uno strumento analitico essenziale per decodificare i meccanismi attraverso cui un'organizzazione genera valore economico. Esso scompone l'azienda nelle sue articolazioni operative, permettendo al management di

identificare le attività cruciali su cui innestare un vantaggio competitivo sostenibile a lungo termine. Tale posizionamento di superiorità sul mercato può essere ottenuto alternativamente attraverso l'ottimizzazione dei costi o tramite la diversificazione dei prodotti. Lo scopo di questa analisi risiede nell'individuazione delle aree da migliorare e di quelle di eccellenza, offrendo un supporto decisionale orientato a soddisfare le richieste dei clienti. Tale strumento individua all'interno del processo di generazione del valore le attività primarie che comprendono la logistica, la produzione e il marketing e quelle di supporto, quali la gestione delle risorse umane, lo sviluppo tecnologico e l'approvvigionamento. Entrambe concorrono alla creazione di un valore per il cliente che risulti maggiore rispetto ai costi affrontati per produrlo, rappresentando così la redditività e il margine dell'impresa. Sebbene la configurazione operativa sia una caratteristica distintiva di ogni singola organizzazione, è possibile delineare un modello teorico universale che includa le attività generatrici di valore e il relativo margine.
L'analisi della Catena del Valore così come proposta da Porter può essere utilizzata come strumento descrittivo e allo stesso tempo di pianificazione strategica. Descrittivo, perché permette di tracciare un profilo dettagliato dell'assetto aziendale, offrendo al management una base informativa per individuare i segmenti operativi su cui focalizzare gli interventi strategici orientati al raggiungimento di obiettivi specifici. Di pianificazione strategica, poiché attraverso una quantificazione analitica dei costi e del valore generato da ciascun modulo operativo, il vertice aziendale è in grado di definire con precisione le priorità d'intervento. La scelta di configurazioni alternative all'interno della catena comporta infatti una ridefinizione della struttura dei costi e dei ricavi, incidendo direttamente sulla redditività finale.

Il modello della Catena del Valore riscontra numerose critiche da parte della dottrina economica contemporanea che ne sottolinea l'inadeguatezza sia come strumento descrittivo, in quanto la classificazione delle attività proposta dal modello tradizionale e la definizione di valore da esso fornita sembrano non riuscire a definire la complessità strutturale dell'impresa moderna, sia come strumento di pianificazione dinamica, a causa della sua eccessiva rigidità strutturale, inadeguata in un mercato in rapidissima evoluzione[13].

2.1.4 Modelli di posizionamento strategico: analisi della competitività secondo l'approccio di Porter

L'adozione di una strategia di sviluppo solida presuppone la disponibilità di basi informative accurate, ottenute attraverso metodologie analitiche in grado di guidare efficacemente l'agire decisionale del management.

In tale ottica l'analisi strategica è essenziale per esaminare la posizione competitiva dell'impresa, mettendone in evidenza i punti di forza e le sue debolezze.

Tra gli strumenti metodologici più autorevoli in questo ambito si colloca il modello delle Cinque Forze introdotto dal professore della Harvard Business School Michael Porter[14] alla fine degli anni '70. Esso permette di decodificare l'intensità della pressione competitiva guidando l'impresa verso azioni strategiche che le consentono di conseguire un vantaggio competitivo sostenibile nel lungo periodo. Come evidenziato da Porter (1980), l'attrattività di un settore e la sua capacità di generare rendimenti superiori al costo del capitale non sono

[13] Hofbauer, G., & Sangl, A., "A critical review of Porter's value chain concept and a proposal for a revised version", Technische Hochschule Ingolstadt, Working Paper Series (2020).
[14] Porter, M. E., "Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors", Free Press (1980).

elementi casuali, ma dipendono dall'azione congiunta di cinque forze competitive. Secondo questo paradigma, esiste una correlazione negativa tra la pressione esercitata da tali forze e la redditività media del comparto: quanto maggiore è l'intensità della competizione, tanto più ridotto sarà il margine di profitto disponibile per le imprese insediate. Le Cinque forze competitive, rappresentate graficamente nella figura 2.1, sono: i concorrenti diretti, i potenziali entranti, i produttori di prodotti sostitutivi, gli acquirenti e i fornitori. La concorrenza diretta riguarda le imprese che operano nello stesso settore e offrono lo stesso prodotto sul mercato. L'intensità di questa forza è determinata da diversi fattori quali il grado di concentrazione di aziende che operano in questo settore, la capacità di differenziazione dell'offerta e la presenza di barriere all'uscita. Queste ultime, in particolare, operano come vincoli strutturali che, rendendo oneroso l'abbandono del mercato, costringono le aziende consolidate a confrontarsi in un contesto di rivalità crescente. Per quanto riguarda la minaccia di nuovi entranti, essa riguarda le imprese esterne al settore che potrebbero strategicamente decidere di inserirsi nel mercato. Tale possibilità dipende direttamente dall'altezza delle barriere all'entrata che permettono alle aziende già consolidate di difendere la propria competitività. La possibilità che soggetti esterni facciano il loro ingresso nel mercato è mitigata da ostacoli quali il fabbisogno di ingenti capitali di avviamento, l'operatività delle economie di scala, le restrizioni normative e la forza consolidata dell'immagine del brand. Un'altra pressione competitiva è rappresentata dai produttori di prodotti sostitutivi, i quali pur operando con metodologie tecnologiche differenti, soddisfano i medesimi bisogni della clientela.

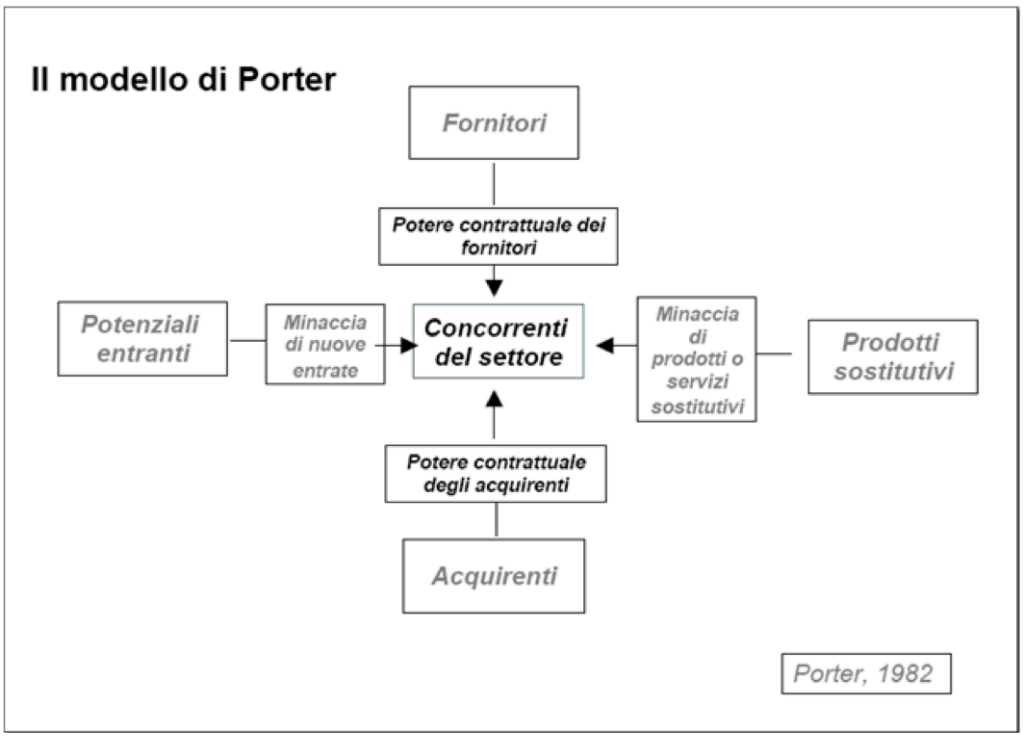
L'impresa può stimare il grado di sostituibilità del proprio prodotto attraverso l'indicatore dell'elasticità incrociata, il quale misura la variazione percentuale della quantità venduta di un prodotto (prodotto A) rispetto alla variazione

percentuale del prezzo di un altro prodotto (prodotto B). Nel caso in cui aumentando il prezzo del prodotto B si assiste a un incremento delle vendite del prodotto A, ciò significa che il consumatore percepisce l'esistenza di due prodotti perfettamente sostituibili.

Altra forza competitiva all'interno del modello di Porter è rappresentata dagli acquirenti, i primi in grado di condizionare i margini di profitto dell'impresa in virtù del proprio potere negoziale. I clienti, infatti, possono comprimere tali margini in base al loro volume di acquisto e alla possibilità di ricorrere a canali alternativi. Analogamente ai clienti, anche i fornitori esercitano una pressione competitiva significativa grazie al loro potere negoziale. Tale influenza è strettamente subordinata alla struttura dell'offerta: nello specifico, minore risulta il numero dei fornitori ai quali l'azienda può rivolgersi, maggiore sarà il potere contrattuale da essi detenuto. Nonostante la sua autorevolezza storica, il modello delle cinque forze è oggetto di significative critiche da parte della dottrina economica contemporanea. Diversi studiosi evidenziano come l'impostazione di Porter risulti inadeguata a interpretare i contesti ipercompetitivi odierni, caratterizzati da rapidi cambiamenti tecnologici e dalla digitalizzazione. In particolare, la letteratura recente sottolinea che il modello tende a trascurare il ruolo cruciale della cooperazione strategica e delle reti di alleanze tra concorrenti e non riconosce adeguatamente la tecnologia e l'innovazione continua come veri e propri driver capaci di ridefinire radicalmente i confini settoriali[15].

[15] Dälken, B., "Are Porter's Five Competitive Forces still Applicable? A Critical Examination concerning the Relevance for Today's Business", University of Twente, Master Thesis (2014).

Figura 2.1 Il modello della concorrenza allargata



Fonte: *Porter, M. E., 1982, La strategia competitiva: tecniche per analizzare i settori e i concorrenti, Edizioni della Tipografia Compositori, Bologna.*

Capitolo 3 L'ANALISI FONDAMENTALE, LO STUDIO DELLE PERFORMANCE AZIENDALI E MODELLI E METODOLOGIA DI VALUTAZIONE D'AZIENDA

3.1.1 Obiettivi e fasi dell'analisi fondamentale: dall'analisi macroeconomica alla stima dei risultati aziendali futuri

L'analisi fondamentale rappresenta una tipologia di analisi del prezzo delle azioni finalizzata a valutare l'opportunità di un investimento azionario attraverso la stima del valore intrinseco (detto fair value) delle azioni e il confronto con il suo valore di mercato[16]. La comparazione tra questi due paramenti costituisce il segnale operativo di base per l'investitore. Se il valore intrinseco stimato è superiore al prezzo attuale, il titolo è sottovalutato e rappresenta una potenziale opportunità di acquisto; se invece il prezzo di mercato è più alto del valore intrinseco, il titolo è sopravvalutato e consiglia un approccio di vendita prudente. L'analisi fondamentale si basa sullo studio di tutte le variabili economiche e finanziarie che condizionano, a lungo termine, la dinamica dei prezzi. Pertanto, vengono presi in esame tutti i dati quantitativi desumibili dalla riclassificazione di stato patrimoniale, conto economico e rendiconto finanziario e allo stesso tempo tutte le informazioni di tipo qualitativo come la governance e il posizionamento rispetto ai concorrenti. Integrando l'esame dei dati di bilancio con una valutazione prospettica del settore e delle dinamiche qualitative, l'analista fondamentale è dunque in grado di formulare stime coerenti sulla capacità di crescita dell'impresa, fornendo le basi necessarie per distinguere tra il valore intrinseco del titolo e il suo prezzo corrente di mercato. Alla base

[16] Glossario finanziario di Borsa Italiana

dell'analisi fondamentale poggia la convinzione che la redditività prospettica di un'impresa costituisca la variabile decisiva per l'andamento dei prezzi azionari e che pertanto, nel lungo periodo, le quotazioni di mercato dovranno riallenarsi al valore intrinseco del titolo che sia rappresentativo dei profitti dell'impresa. Tuttavia, la stima di tali ritorni futuri e la determinazione del valore intrinseco rappresentano sfide complesse, poiché non si basano su formule universali, ma richiedono interpretazioni analitiche che includono inevitabili margini di soggettività. Proprio questa componente discrezionale giustifica il motivo per cui diversi analisti, pur operando sugli stessi dati, possano giungere a conclusioni divergenti circa la valutazione di una medesima società. Il processo di stima del valore intrinseco di un'azione tramite l'analisi fondamentale si compone di quattro passaggi logici consequenziali. Innanzitutto, occorre tracciare il profilo strategico dell'azienda inserendola all'interno del quadro macroeconomico e delle specifiche dinamiche di settore. Successivamente si passa all'analisi dei principali indicatori di bilancio (ROE, ROI E ROA) confrontando le performance correnti sia con lo storico aziendale che con i dati dei competitor diretti per isolare i fattori determinanti della creazione di valore. La terza fase consiste nella stima previsionale di tutte le grandezze di Stato Patrimoniale e Conto Economico, al fine di quantificare i flussi finanziari futuri, attualizzati poi a un tasso congruo al profilo di rischio. Infine, a tali dati vengono applicati i vari metodi di valutazione (DCF, DDM) per determinare il valore complessivo dell'impresa.

3.1.2 Analisi di bilancio: riclassificazione degli schemi contabili e costruzione degli indici di solidità, liquidità e redditività.

In seguito alla valutazione degli aspetti qualitativi, risulta indispensabile procedere ad una accurata analisi del bilancio mediante il ricorso alla ratio analysis che permette di formulare un giudizio oggettivo sullo stato di salute economico-finanziaria dell'impresa. Il punto di partenza è innegabilmente rappresentato dalla riclassificazione dei bilanci d'esercizio che consiste in un processo finalizzato a rielaborare i prospetti di Stato Patrimoniale e di Conto Economico. Questa rielaborazione rende i dati più chiari, leggibili e funzionali all'analisi, offrendo numerosi vantaggi. In primo luogo, rende possibile l'isolamento della redditività operativa e la corretta interpretazione degli equilibri finanziari sottostanti alla gestione aziendale. Inoltre, la riclassificazione rende più agevole il confronto tra imprese appartenenti allo stesso settore, grazie a una rappresentazione standardizzata dei dati finanziari che permette di effettuare analisi comparative più precise e significative. Un ulteriore beneficio consiste nella possibilità di evidenziare i cambiamenti nel tempo, mettendo in luce trend e variazioni che possono risultare utili per valutare l'andamento dell'azienda ed eventualmente intervenire nelle aree di debolezza. Dal punto di vista della gestione del rischio, essa contribuisce a una valutazione più accurata dell'esposizione dell'impresa a fattori quali le variazioni dei tassi di interesse, le oscillazioni dei tassi di cambio e altri elementi che possono influenzarne l'equilibrio finanziario. Attraverso l'analisi per indici, si ottiene una misura oggettiva della solidità, della liquidità e della redditività aziendale, parametri fondamentali per valutare la capacità dell'impresa di creare valore nel tempo. Gli indici di solidità permettono di verificare l'efficienza e l'efficacia di un'azienda nel tempo grazie alla sua capacità di rispondere adeguatamente ai cambiamenti

che si verificano nell'ambiente interno ed esterno. I fattori che determinano la solidità patrimoniale di un'impresa sono la correlazione tra fonti e impeghi e il grado di indipendenza dai terzi. Gli indici di solidità più diffusi, che si ottengono confrontando i valori dell'attivo e del passivo contenuti nello stato patrimoniale, sono:

1) Il rapporto di indebitamento che è dato dal rapporto tra i mezzi di terzi e i mezzi propri:

$$\frac{Debt}{Equity} = \frac{posizione\ finanziaria\ netta}{patrimonio\ netto}$$

Un valore crescente del rapporto Debt/Equity indica un'esposizione finanziaria maggiore verso i creditori esterni e testimonia che l'espansione aziendale è stata sostenuta in larga misura attraverso l'indebitamento.

2) Il tasso di copertura delle immobilizzazioni mediante capitale proprio che è dato dal rapporto tra il patrimonio netto e le immobilizzazioni nette:

$$Autocopertura\ delle\ Immobilizzazioni = \frac{patrimonio\ netto}{immobilizzazioni\ nette}$$

Tale indice permette di valutare la capacità del capitale proprio di coprire adeguatamente le immobilizzazioni. Ciò avviene nel caso in cui il valore di tale rapporto sia superiore ad 1; qualora risulti invece inferiore a 0,5 è necessario monitorare oculatamente l'assetto finanziario dell'impresa.

3) Il tasso di copertura delle immobilizzazioni mediante fonti durevoli (detto anche indice di copertura globale) che è dato dal rapporto tra il capitale permanente e le immobilizzazioni nette:

$$Copertura\ globale = \frac{capitale\ permanente}{immobilizzazioni\ nette}$$

Esso consente di valutare se il capitale permanente è in grado di coprire adeguatamente le immobilizzazioni. Un valore superiore ad 1 indica un buono equilibrio e una buona solidità dell'impresa che è in grado di coprire completamente il proprio fabbisogno economico; invece, un valore inferiore ad 1 indica una situazione critica.

Gli indici di liquidità permettono di stabilire se l'impresa sia in grado di produrre flussi di liquidità in entrata capaci di fronteggiare in modo adeguato e tempestivo gli impegni di breve periodo. I principali sono il quoziente di disponibilità e quello di liquidità. Il primo, detto anche "current ratio", indica il rapporto tra attività correnti e passività correnti, il cui valore ottimale dovrebbe attestarsi tra 1 e 2. Al di fuori di tale *range*, si riscontrano criticità gestionali: un valore inferiore a 1 indica una carenza di liquidità per far fronte agli impegni correnti, mentre un valore superiore a 2 evidenzia un impiego inefficiente delle risorse, caratterizzato da un eccesso di attività correnti.

$$Current\ Ratio = \frac{attività\ correnti}{passività\ correnti}$$

Il secondo, noto anche come "quick ratio" è dato dal rapporto tra la somma delle liquidità immediate e differite e le passività correnti. Tale indice dovrebbe essere almeno pari a 1 per poter rappresentare una situazione ideale.

$$Quick\ Rato = \frac{liquidità\ immediate + liquidità\ differite}{passività\ correnti}$$

Gli indici di redditività permettono di valutare la capacità dell'impresa di generare valore e produrre reddito in grado di remunerare i fattori produttivi impiegati. I più utilizzati sono:

1) Il ROE (Return on Equity) è considerato il fondamentale tra gli indici di redditività ed è dato dal rapporto tra l'utile d'esercizio e il patrimonio netto.

$$ROE = \frac{utile\ dell'esercizio}{patrimonio\ netto}$$

Esso misura il complessivo rendimento dell'impresa. Affinché l'investimento sia ritenuto soddisfacente, il ROE deve eccedere il rendimento di attività prive di rischio (*risk-free*), compensando adeguatamente il rischio sistemico e le peculiarità del settore operativo.

2) Il ROI (Return on Investment) viene calcolato come il rapporto tra il risultato operativo e il totale del capitale investito nell'impresa.

$$ROI = \frac{risultato\ operativo}{totale\ impieghi}$$

Esso permette di valutare il rendimento globale per gli investitori generato dall'attività tipica dell'azienda.

3) Il ROA (Return on Assets) è l'indice di redditività sugli asset e viene calcolato come il rapporto tra il reddito operativo e l'attivo netto. Per i potenziali investitori, il ROA rappresenta un elemento fondamentale, in quanto offre una visione immediata della capacità gestionale nel trasformare il capitale investito in ricchezza operativa, fattore fondamentale per valutare la validità di un investimento.

$$ROA = \frac{reddito\ operativo}{totale\ attivo}$$

3.1.3 La misurazione del rischio: determinazione del WACC e calcolo del Beta tramite il modello CAPM.

Dopo l'analisi di bilancio, fondamentale per verificare lo stato di salute attuale dell'impresa, è necessario quantificare il rischio associato ai flussi di cassa futuri. Il valore di un'azione, infatti, non dipende solamente da dati storici, ma è necessario proiettare le performance passate nel futuro, integrando il profilo di rischio specifico dell'azienda. Questo passaggio avviene attraverso la determinazione del tasso di attualizzazione, ovvero il Weighted Average Cost of Capital (WACC). La letteratura contemporanea[17], tuttavia, suggerisce che tale stima non sia un esercizio puramente matematico e statico, ma un processo di stima discrezionale e probabilistico influenzato dalle dinamiche macroeconomiche e al mutare del contesto competitivo. L'aspetto più complesso nella definizione del WACC consiste nel calcolo del costo dell'equity per il quale si ricorre al modello CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Esso trova le sue origini nel contributo di William F. Sharpe[18], il quale ha posto le basi per comprendere come il mercato determini il rischio in condizioni di incertezza. A tal proposito, Sharpe formalizza il CAPM come un modello di equilibrio dove il rendimento atteso dipende esclusivamente dal rischio sistematico (β), ineliminabile tramite diversificazione. Il rendimento atteso degli azionisti viene espresso dalla seguente equazione:

[17] Frey, S. & Heilmann, H., "Weighted Average Cost of Capital in Declining Interest Rate Environments (Part II)". Journal of Risk and Financial Management, 19 (2026).
[18] Sharpe, W. F., "Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk". The Journal of Finance, 19, 425-442 (1964).

$$K_e = R_f + \beta \cdot (E[R_m] - R_f)$$

In cui:

- R_f: (Risk-free Rate): rendimento di un'attività priva di rischio
- β: coefficiente di sensibilità che misura il rischio sistematico dell'azienda rispetto al portafoglio di mercato.
- $(E[R_m] - R_f)$: il premio per il rischio di mercato.

Il parametro fondamentale di tale modello è rappresentato dal coefficiente Beta che misura la sensibilità del titolo rispetto alle variazioni del mercato; pertanto, la sua determinazione richiede un'analisi molto rigorosa, spesso corretta attraverso il processo di *unlevering* e *relevering*, finalizzato a depurare il coefficiente dagli effetti della specifica struttura di debito dell'impresa[19]. Un beta superiore ad 1 indica una volatilità del titolo maggiore rispetto al mercato e allo stesso tempo un grado di rischio sistematico elevato. Sebbene l'impianto teorico del CAPM (Sharpe) fornisca una base metodologica rigorosa per la determinazione del costo dell'equity, essa trova un limite nel confronto con l'evidenza empirica. Infatti, la ricerca scientifica, come sottolineato da Fama e French[20], ha evidenziato numerose anomalie. In primo luogo, gli stessi asseriscono che il CAPM non colga pienamente le dinamiche di rendimento reale poiché esso non è collegato unicamente al Beta dei titoli. Gli autori suggeriscono la necessità di integrare il modello con ulteriori fattori di rischio legati alle dimensioni e alla struttura dell'impresa. Una volta definito il costo dell'equity, bisogna analizzare la struttura finanziaria complessiva determinando, quindi

[19] Damodaran, A., Applied Corporate Finance: A User's Manual. Wiley (2023).
[20] Fama, E. F. & French, K. R., "The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence". Journal of Economic Perspectives, 18, 25-46 (2004)

oltre il capitale proprio, anche il capitale di debito. A tal fine si ricorre al WACC (Weighted Average Cost of Capital) che è il modello che analizza il costo del capitale tramite la media ponderata dei due elementi sopracitati, espresso dalla formula:

$$WACC = \left(K_e \cdot \frac{E}{V}\right) + \left(K_d \cdot (1-t) \cdot \frac{D}{V}\right)$$

Nello specifico, la prima parentesi indica il costo del capitale di rischio, cioè l'onere che l'impresa sostiene per soddisfare le aspettative di rendimento degli azionisti in relazione al rischio assunto. La seconda, invece, rispecchia il costo effettivo dell'indebitamento, calcolato al netto del beneficio fiscale.
Il costo medio ponderato del capitale consente a un'impresa o a un investitore di definire il costo del capitale analizzandone tutte le componenti, permettendo quindi di discriminare tra un rendimento atteso accettabile o meno di un investimento[21].

3.1.4 Approcci basati sui flussi: il Discounted Cash Flow (DCF) e il Dividend Discount Model (DDM).

L'obiettivo dell'analisi fondamentale consiste nel determinare il capitale economico dell'impresa, elemento fondamentale per operare scelte di investimento consapevoli. A tal fine, si possono utilizzare diversi strumenti metodologici riconducibili a due categorie principali in base ai dati che vengono presi in considerazione. La prima comprende i metodi che si focalizzano sui fondamentali intrinseci dell'impresa, attualizzando i flussi di cassa o i dividendi attesi e sono rappresentati dal Discounted Cash Flow (DCF) e dal Dividend

[21] Borsa Italiana, Guida alla Valutazione degli Investimenti, Borsa Italiana (2025).

Discount Model (DDM). La seconda categoria comprende i modelli che utilizzano metodologie basate su logiche di tipo comparativo, che stimano il valore attraverso il confronto con i prezzi di mercato di imprese simili (i multipli di mercato). Tuttavia, tali approcci metodologici devono oggi confrontarsi con la crescente rilevanza degli asset intangibili, il cui peso nel contesto competitivo attuale suggerisce una necessaria revisione dei criteri di determinazione del capitale economico. Pertanto, non è più sufficiente limitarsi alla mera analisi contabile o finanziaria, poiché risulta indispensabile integrare nella valutazione driver strategici di valore, con particolare riferimento al ruolo della Brand Equity. Il Discounted Cash Flow permette di calcolare il valore reale di un titolo azionario proiettando e attualizzando i flussi di cassa futuri generati dall'azienda nel corso della sua intera operatività. Grazie alla sua natura analitica, esso rappresenta uno strumento fondamentale per analisti e investitori, i quali ne fanno ampio uso per pianificare l'allocazione delle risorse, valutare la solidità aziendale sul lungo periodo e determinare la redditività di un'operazione di investimento.

Viene espresso attraverso la seguente formula:

$$\text{DCF} = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF}{(1+r)}$$

Dove:

- CF: è il flusso di cassa previsto per l'anno t.
- r: è il tasso di sconto
- t: è l'anno in cui si genera il flusso di cassa

Tale espressione matematica sintetizza il processo di sconto finanziario: ogni flusso di cassa atteso in futuro viene ridotto in base al tempo che intercorre fino alla sua manifestazione e al profilo di rischio associato. Il parametro *r*, identificato spesso con il WACC, funge da correttore per l'incertezza, poiché riflette il rendimento minimo richiesto dagli investitori per compensare il rischio dell'operazione. Più il tasso di sconto è elevato, minore sarà il valore attuale del flusso, evidenziando come la stima del costo del capitale sia determinante quanto la precisione delle previsioni sui flussi di cassa stessi. In definitiva, la sommatoria dei flussi attualizzati consente di isolare il valore fondamentale dell'entità, permettendo al valutatore di confrontarlo con il prezzo corrente di mercato per individuare potenziali opportunità di sovra o sottovalutazione. Nello scenario della finanza aziendale, il DCF è universalmente riconosciuto come il modello più solido e rigoroso per la determinazione del valore intrinseco, proprio perché è in grado di determinare la valutazione facendo riferimento alle dinamiche operative reali dell'impresa piuttosto che a mere convenzioni contabili. Tuttavia, tale robustezza teorica non esclude l'esistenza di un dibattito scientifico in merito alla sua applicazione. Come evidenziato da Fernandez[22], l'utilizzo del DCF è spesso esposto a errori metodologici nella stima dei flussi e dei tassi di sconto che possono distorcere la valutazione finale. Nonostante tali criticità, la dottrina economica, che ha il suo riferimento in Damodaran[23], continua a considerare il DCF come lo strumento privilegiato per l'analisi fondamentale, a patto che l'analista operi con estrema coerenza tra le assunzioni strategiche e le variabili finanziarie, interpretando il risultato finale non come una verità assoluta, ma come una stima probabilistica fondata sulla qualità delle

[22] Fernandez, P., "Company Valuation Methods: The Most Common Errors in Valuations", in Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 14, Blackwell Publishing (2002).
[23] Damodaran, A., "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset", in Wiley Finance, Vol. 666, N. 1… John Wiley & Sons (2012).

ipotesi di partenza. Il Dividend Discount Model (DDM) rappresenta uno dei pilastri storici per stimare il valore intrinseco di un'azienda. A differenza del DCF, che analizza la capacità dell'azienda di produrre valore indipendentemente dalla sua struttura finanziaria, questo metodo si basa sul principio che il valore di un titolo azionario sia pari alla sommatoria dei dividendi futuri che l'impresa distribuirà ai propri azionisti, opportunamente attualizzati al momento presente.

La formula di base, nota come Gordon Growth Model, è:

$$V_0 = \frac{D}{r-g}$$

Dove:

- V_0: Valore intrinseco dell'azione
- D_1: Dividendo previsto per il prossimo anno
- r: tasso di rendimento richiesto dagli investitori (costo del capitale proprio)
- g: Tasso di crescita costante dei dividendi

Il fondamento logico del DDM risiede nel modello di Gordon[24], che ipotizza una crescita costante e perpetua dei dividendi nel tempo. Pertanto, tale approccio risulta uno strumento efficace per realtà aziendali stabili, caratterizzate da bassi profili di rischio e politiche di payout consolidate nel tempo. Tuttavia, il modello presenta delle criticità strutturali evidenti.

Risulta fortemente vincolato alla politica di distribuzione degli utili del management: nel momento in cui la società decida di non distribuire dividendi ma di ritenere gli utili ai fini di reinvestimento, la formula non è più in grado di riflettere in modo corretto il valore intrinseco dell'attività. Di conseguenza, il modello risulta inapplicabile per le azioni che operano nel settore tecnologico o

[24] Gordon, M. J., The Investment, Financing and Valuation of the Corporation, Irwin (1962).

in fase di start-up che scelgono di non distribuire cedole per investire le risorse in progetti di sviluppo. È in proprio in risposta a questa rigidità che si tende a prediligere sistematicamente il Discounted Cash Flow (DCF), capace di catturare il valore generato dall'azienda indipendentemente dalle scelte discrezionali in materia di dividendi.

3.1.5 Approccio relativo: la logica dei multipli di Borsa

A differenza dei modelli basati sui flussi di cassa, la valutazione relativa si fonda sul principio di non arbitraggio, stimando il valore di un'azienda attraverso una metodologia comparativa. In tale paradigma, il valore non è più un dato isolato, bensì una grandezza derivata che emerge dal confronto diretto con un campione di imprese omogenee, il cosiddetto peer group. Lo strumento operativo di questa analisi è rappresentato dai multipli di mercato: rapporti tra i prezzi di mercato (quotazioni) di uno strumento azionario e una data grandezza di bilancio[25], quali gli utili, il valore contabile del capitale proprio e le vendite. Ogni tipo di società può ricorrere all'utilizzo del metodo dei multipli di mercato; tuttavia, ogni settore deve scegliere oculatamente i multipli da prendere in considerazione poiché non tutti risultano ugualmente significativi per ogni contesto produttivo. Tra i principali multipli di mercato utilizzati dagli analisti rientrano il P/E, il P/CF e il P/BV. Il primo (Price/Earnings) è sicuramente il più utilizzato e deriva dal rapporto tra prezzo di mercato e l'utile netto. Esso in sostanza indica il numero di anni necessari alla società per recuperare, attraverso i proprio utili, l'investimento del titolo azionario. Non è possibile stabilire una soglia di riferimento universale per il rapporto P/E, poiché esso è strettamente condizionato dalle caratteristiche del settore di appartenenza. Pertanto, per

[25] Borsa Italiana, "Guida ai multipli di mercato", in Analisi e Valutazione delle Imprese, Vol. 1, Borsa Italiana S.p.A. (2024)

ottenere una valutazione significativa è necessario fare un confronto tra aziende simili tra loro che operano nello stesso segmento di mercato. Il P/CF (Price / Cash Flow) è dato dal rapporto tra il prezzo di mercato e il flusso di cassa netto ottenuto sommando gli ammortamenti all'utile netto. Questo multiplo esprime la capacità di un'impresa di rinnovare le proprie immobilizzazioni facendo ricorso all'autofinanziamento e riducendo la dipendenza da terzi. Dunque, con il P/CF viene calcolato il numero di anni necessari affinché il flusso di cassa generato dall'impresa sia in grado di ripagare l'investimento del titolo azionario. Trova particolare applicazione nei settori caratterizzati da elevati esborsi iniziali, dove gli ammortamenti incidono pesantemente sui costi. Il P/BV (Price / Book Value) è dato dal rapporto dal il prezzo di mercato e il patrimonio netto. Tale valore è oggetto di particolare attenzione da parte degli investitori, poiché permette di determinare quanto essi sono disposti a pagare per il titolo azionario rispetto al valore patrimoniale dell'azienda. Grazie alla sua facilità interpretativa, è uno strumento particolarmente utilizzato per la valutazione di società a forte intensità patrimoniale, come nel caso di banche e assicurazioni.

3.1.6 Il ruolo degli asset intangibili e della Brand Equity nella determinazione del capitale economico

Nei contesti attuali di valutazione d'impresa, i beni materiali e le immobilizzazioni tecniche non sono più sufficienti a spiegare in maniera esaustiva il valore reale di un'azienda. La maggior parte della ricchezza economica complessiva, soprattutto nella realtà di oggi, si basa infatti su elementi immateriali quali la reputazione, il posizionamento strategico e il capitale umano. Tra questi fattori, un ruolo di primaria importanza è svolto dalla Brand Equity, la quale non si limita a essere un segno distintivo, ma agisce come una vera e propria risorsa generativa basata sulla fiducia accumulata nel tempo

nel rapporto con i consumatori e gli stakeholder[26]. Questo capitale di fiducia si traduce a livello operativo in una maggiore fedeltà della clientela, in una ridotta elasticità della domanda e in barriere all'entrata più elevate contro i concorrenti. A tal proposito, la letteratura economico-aziendale contemporanea evidenzia come queste attività immateriali definite *market-based assets* rappresentino un innegabile moltiplicatore del valore economico, stabilendo un legame diretto e misurabile con la creazione di valore per gli azionisti[27]. La presenza di un marchio affermato e di relazioni commerciali si traduce operativamente in una maggiore generazione di flussi di cassa prospettici rispetto a competitor privi di un brand consolidato, caratterizzati da una minore volatilità e da un rischio percepito inferiore. Pertanto, i modelli di stima del capitale economico non possono prescindere da un'attenta analisi quantitativa e qualitativa di questi asset invisibili, che spesso rappresentano il vero pilastro della competitività e della redditività aziendale di lungo periodo.

[26] Vicari, S., "Brand equity. Il potenziale generativo della fiducia", Egea (1995)
[27] Srivastava, R. K., Shervani, T. A., & Fahey, L., "Market-based assets and shareholder value: A framework for analysis", Journal of Marketing, VOL. 62, 2–18 (1998).

PARTE 2 ANALISI STRATEGICA DEL SETTORE FASHION LUXURY E VALUTAZIONE DEL GRUPPO MONCLER S.P.A

Capitolo 4 CONFIGURAZIONE INDUSTRIALE E DINAMICHE DI MERCATO

4.1 Il comportamento d'acquisto nel Fashion Luxury: segmentazione e nuovi trend di consumo.

4.1.1 Definizione e contesto del lusso nel settore moda

Il mercato del lusso rappresenta uno dei settori più produttivi e proficui all'interno di ogni sistema economico[28]. Esso offre al consumatore dei beni che gli conferiscono prestigio e il raggiungimento di uno status sociale elevato. I brand di lusso, nella moda, si concentrano sulla vendita di abiti, scarpe, borse, gioielli ed altri tipi di accessori; si tratta solitamente di prodotti esclusivi, caratterizzati da un prezzo elevato e da un design unico e ricercato. Il termine *lusso* sfugge ad una definizione univoca, tuttavia esso richiama innegabilmente i concetti di "prestigio", "status sociale", "rarità" ed "esclusività". Etimologicamente esso ha origine nella parola latina "luxus" che, come indica il Dizionario Treccani, significa *sfoggio di ricchezza, di sfarzo, di magnificenza; tendenza (anche abituale, come tenore di vita) a spese superflue, incontrollate, per l'acquisto e l'uso di oggetti che, o per la qualità o per l'ornamentazione, non hanno una utilità corrispondente al loro prezzo, e sono volti a soddisfare l'ambizione e la vanità più che un reale bisogno*[29]. Secondo altri studiosi esso

[28] Bain & Company & Altagamma, 2026, "Worldwide Luxury Market Study", in Bain & Company Reports, Altagamma Publishing, pag. 4-10.
[29] Dizionario Treccani online, www.treccani.it/vocabolario/lusso

deriva dal termine "lux" cioè luce e questo richiamerebbe simbolicamente la lucentezza e la brillantezza che contraddistinguono alcuni prodotti pregiati come i gioielli[30]. Secondo la stilista parigina Gabrielle Coco Chanel "*il lusso è una necessità che inizia dove finisce la necessità"*[31], quindi è un bisogno dell'animo dell'essere umano che, dopo aver soddisfatto i bisogni primari, avverte il desiderio di gratificarsi ed esprimere la propria identità attraverso oggetto di pregio, di valore. Particolarmente critica risulta la concezione del concetto di lusso di Patrick Thomas, ex CEO di Hermès, secondo il quale *"più un marchio diventa desiderabile, più vende; ma più vende, meno diventa desiderabile"*[32]. Egli sottolinea una profonda contraddizione all'interno del mercato del lusso dove l'esclusività e la rarità di un marchio ne determinano la sua desiderabilità. Laddove un brand inizia a vendere i propri prodotti su larga scala, contestualmente perde il suo carattere elitario diventando comune e riducendo di conseguenza il proprio fascino e valore agli occhi dei consumatori. Un capo d'abbigliamento di lusso richiede una progettazione meticolosa e un'attenzione estrema ai particolari. In questo contesto qualsiasi bene di lusso è caratterizzato da due componenti, una di tipo funzionale e un'altra di tipo emozionale. La prima è legata alle caratteristiche del bene, mentre la seconda si collega allo stato psicologico del consumatore. Nello specifico, le caratteristiche funzionali che definiscono i beni di lusso comprendono: prezzo elevato, qualità eccellente, rarità e straordinarietà. La dimensione emozionale, invece, riflette l'anima della marca alla quale viene attribuita un'identità forte determinante nell'orientare le scelte dei consumatori. Mentre la componente funzionale risulta sostanzialmente

[30] Donà, M., 2002, "Lusso", in Enciclopedia Italiana Treccani (Appendice), Istituto della Enciclopedia Italiana, Roma.
[31] Chaney, L., 1996, "Chanel: An Intimate Life", Viking Adult, p. 114
[32] Thomas, P., 2012, "Intervista sul paradosso del settore del lusso", in *Financial Times*, vol. XLV, n. 3, Wealth-X Publishing, pag. 112

simile in quasi tutti i prodotti di lusso, quella emozionale li differenzia in virtù delle peculiarità di ciascun brand.

L'idea del lusso si è trasformata nel corso del tempo. Durante l'età imperiale esso ha una connotazione negativa poiché viene associato ad un tenore di vita basato sul proprio interesse, tipico di personalità egocentriche ed indifferenti. Nel corso del tempo la percezione del lusso si è evoluta diventando sinonimo di una vita piacevole, piena di agi e comodità. Ciò ha stimolato, durante la rivoluzione industriale, la nascita di imprese specializzate nella creazione di prodotti di alto pregio per le classi più abbienti che iniziano ad espandersi nei mercati di tutto il mondo. Nel 1900 l'attenzione delle aziende si focalizza sull'immagine del marchio, sul suo posizionamento nel mercato e sugli aspetti emotivi percepiti dal cliente. È proprio tra la fine dell'Ottocento e il ventesimo secolo che si colloca la nascita del moderno settore dei beni di lusso e il lancio di alcuni dei marchi di lusso oggi più noti come Chanel, Fendi, Gucci, Hermès e Prada. Negli ultimi anni si sta verificando la democratizzazione del lusso, dal momento che prodotti e servizi non sono più acquistabili solamente dall'élite come un tempo, ma anche dalle masse. Ciò si traduce in un drastico aumento della domanda da parte dei consumatori, non solo europei o nord americani, ma anche asiatici e sudamericani, favorendo un'espansione e una crescita dei brand.

4.1.2 Il principio di rarità e l'effetto culturale sulle scelte d'acquisto.

All'interno del mercato del fashion luxury, il valore di un bene non risiede unicamente nella sua funzionalità ma anche nella sua capacità di conferire prestigio e di generare distinzione sociale. Infatti, il prezzo non svolge soltanto una funzione economica, ma assume anche un valore simbolico, poiché comunica esclusività, status e appartenenza a una determinata élite. Questo aspetto è riconducibile alla teoria di Veblen[33], secondo la quale, per alcune categorie di prodotti, un prezzo elevato costituisce un elemento che ne accresce l'attrattività e il valore percepito. Alle fondamenta del lusso si trovano indiscutibilmente la rarità e l'esclusività poiché la limitata disponibilità di un prodotto contribuisce ad alimentarne il desiderio, mentre un'eccessiva diffusione può ridurne il fascino.

Questa dinamica è alla base di un acceso dibattito al livello economico e accademico. La ricerca sulla "formula del sogno"[34], condotta negli Stati Uniti nel 1995 da Dubois e da Paternault, dimostra che all'aumentare della penetrazione di mercato corrisponde un indebolimento della desiderabilità di acquisto del marchio che perde il suo alone di sogno agli occhi dei consumatori. Tuttavia, ricerche successive condotte da Wong e Zaichkowsky [35](1999) e Phau e Prendergast[36] (2000) a Hong Kong e Singapore mettono in discussione questa teoria e si interrogano sulla generalizzabilità del principio di rarità nel mondo orientale caratterizzato da una cultura più conformista e meno avversa alla

[33] Veblen, T., (1899), *The Theory of the Leisure Class: An Economic Study of Institutions*, Macmillan, New York.
[34] Dubois B., Paternault C. (1995), "Understanding the world of international luxury brands: The 'dream formula'", Journal of Adverising Research, volume 35, pp. 69-76.
[35] Wong A. C. Y., Zaichkowsky J. L. (1999), "Understanding luxury brands in Hong Kong", European advances in consumer research, volume 4, pp. 310-316.
[36] Phau I., Prendergast G. (2000), "Consuming luxury brands: Relevance of the rarity principle", Journal of Brand Management, volume 8, pp. 122-138.

diffusione del marchio. In seguito, Kapferer e Valette-Florence[37] (2018), attraverso una ricerca che si basa su un campione statisticamente più ampio, confermano la validità universale del principio di rarità pur mettendo in evidenza l'esistenza di marcate differenze culturali ed economiche tra oriente ed occidente. Secondo gli studiosi, un brand maggiormente conosciuto rientra più facilmente nelle scelte d'acquisto, tuttavia l'impatto della penetrazione sulla desiderabilità è mutevole a seconda del contesto culturale.

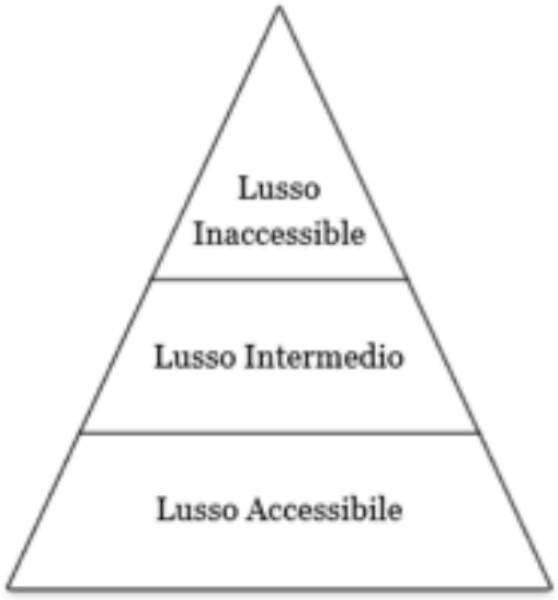
Infatti, nei paesi asiatici e sudamericani, caratterizzati da una cultura meno individualista, i consumatori si mostrano meno sensibili all'aumento della diffusione mentre in altri mercati come quello della Francia che esprimono una concezione elitaria del lusso, anche una minima flessione dei prezzi rischia di compromettere l'immagine del brand. Le evidenze empiriche dimostrano pertanto che la rarità costituisce uno dei principali determinanti del valore percepito nel settore del *fashion luxury*. Tuttavia, il suo impatto sulle scelte d'acquisto non può essere considerato universale, poiché risulta influenzato dalle caratteristiche culturali, sociali ed economiche dei diversi mercati di riferimento.

[37] Kapferer J.-N., Valette-Florence P. (2018), "The impact of brand penetration and awareness on luxury brand desirability: A cross country analysis of the relevance of the rarity principle", Journal of Business Research, volume 83, pp 38-50

4.1.3 Segmentazione del mercato: dal mass-market al segmento Ultra-Luxury.

La segmentazione del mercato rappresenta lo strumento manageriale essenziale attraverso cui le aziende gestiscono il trade-off tra volumi e prestigio. A tal proposito, l'economista francese Danielle Allérès, ha elaborato il modello della "piramide del lusso"[38], rappresentata nella figura 4.1, strutturando il mercato in una scala gerarchica divisa in tre categorie principali: lusso accessibile, lusso intermedio e lusso inaccessibile.

Figura 4.1 La piramide del lusso



Fonte: *Allérès, D., 2005, "Luxe. Stratégies, Marketing", Ed. Economica.*

[38] Allérès, D., *Luxe. Stratégies, Marketing*, Ed. Economica (2005).

Il primo livello (mass market) comprende i prodotti definiti masstige[39] realizzati con materiali pregiati e selezionati i quali, pur rappresentando un brand, vengono realizzati in produzione seriale, risultando alla portata di un consumatore che cerca un prodotto di lusso ad un prezzo accessibile. Ne costituisce un esempio la cintura in pelle Gucci con l'iconica fibbia con la doppia G (figura 4.2) che avendo un prezzo nettamente inferiore rispetto ad una borsa, permette a un'ampia clientela di avvicinarsi a un prodotto di punta della maison. Questo segmento è il più numeroso ed è in continua crescita, a conferma del fenomeno della democratizzazione del lusso.

Figura 4.2 Cintura Gucci



Fonte: *www.gucci.com*

Il lusso intermedio comprende prodotti che imitano quelli inaccessibili nel marchio e nello stile ma sono realizzati con materiali meno pregiati e fabbricati

[39] Indica prodotti di lusso a prezzi accessibili che favoriscono la democratizzazione del lusso

in tirature limitate. Un chiaro esempio è rappresentato da una borsa in pelle firmata Valentino (figura 4.3), che riprende l'eleganza dei grandi marchi dell'alta moda offerendo un'ottima qualità manufatturiera, pur posizionandosi su una fascia di prezzo accessibile alla classe media.

Figura 4.3 Borsa in pelle Valentino



Fonte: *www.valentino.com*

Infine, all'ultimo livello si collocano i beni di lusso inaccessibile che rappresentano il segmento più caro e comprendono prodotti unici, spesso realizzati su misura con materiali pregiati e selezionati. Tali prodotti godono di una distribuzione selettiva e possono raggiungere prezzi vertiginosi come un abito Dior (figura 4.4), inaccessibile ai più.

Figura 4.4 Abito Dior



Fonte: www.dior.com

Sostanzialmente, man mano che ci si sposta verso l'alto, i volumi di vendita diminuiscono in modo drastico, mentre i prezzi, la qualità, la personalizzazione e il prestigio simbolico crescono in modo esponenziale. Dunque, più ci si sposta verso l'Ultra-Luxury, più la rarità diventa estrema azzerando quasi la penetrazione di mercato a favore di un valore di "sogno" inarrivabile. Partendo proprio da questa evoluzione strutturale della piramide, Hana Ben-Shabat[40] si è dedicata allo studio dei nuovi consumatori del lusso, che si possono classificare tenendo conto di alcune varabili: il reddito, l'età, il genere, la provenienza geografica, la moda seguita e il valore percepito. Di fronte a tale complessità di variabili, le griffe devono operare delle scelte strategiche scegliendo se concentrare le proprie forze su un unico segmento di mercato o strutturarsi per soddisfare contemporaneamente anche gli altri e allo stesso tempo cercando di soddisfare le esigenze dei diversi consumatori evidenziati da Ben-Shabat.

[40] Ben-Shabat, H., 2021, "Gen Z 360: Preparing for the Inevitable Change in Culture, Work, and Commerce", Gen Z Planet.

4.1.4 Il ciclo di vita nel comparto Fashion: il trade-off tra penetrazione del mercato e prestigio del brand.

Come evidenziato precedentemente, la rarità e l'esclusività rappresentano i principali fattori che alimentano il valore percepito di un marchio di lusso. Da questa considerazione deriva una delle sfide strategiche più rilevanti per le imprese del fashion luxury: perseguire la crescita economica senza compromettere il prestigio del brand. A differenza delle imprese operanti nei mercati di massa, il cui obiettivo consiste prevalentemente nell'ampliare la base di clienti e massimizzare i volumi di vendita, i marchi del lusso sono chiamati a mantenere un delicato equilibrio tra espansione commerciale ed esclusività. Tale equilibrio costituisce il principale trade-off che caratterizza il ciclo di vita dei brand del settore.

Il concetto di ciclo di vita assume particolare rilevanza nel comparto moda, caratterizzato da una continua evoluzione degli stili, dei comportamenti di consumo e delle dinamiche di diffusione dei prodotti. Secondo Sproles[41] (1981), il ciclo di vita della moda, mostrato nella figura 4.5, può essere interpretato come un processo articolato in diverse fasi: introduzione, crescita, maturità e declino. Nella fase iniziale, il prodotto o lo stile viene adottato da un numero limitato di consumatori innovatori, mentre successivamente, attraverso processi di imitazione e diffusione sociale, raggiunge una maggiore accettazione sul mercato. La fase di maturità coincide invece con il massimo livello di diffusione, momento nel quale la crescente disponibilità può determinare una progressiva riduzione della capacità del prodotto di rappresentare novità e

[41] Sproles, G. B., 1981, "Analyzing Fashion Life Cycles: Principles and Perspectives", Journal of Marketing, Vol. 45, N. 4, American Marketing Association, pp. 116–124.

distinzione, conducendo infine alla fase di declino e alla sostituzione con nuove tendenze.

Tuttavia, nel comparto fashion luxury tale dinamica presenta caratteristiche peculiari. Il successo di un marchio non dipende esclusivamente dalla capacità di raggiungere una maggiore diffusione, ma dalla possibilità di gestire il processo di crescita preservando gli elementi simbolici che ne determinano il valore. Nelle prime fasi del ciclo di vita, infatti, il brand concentra i propri sforzi sulla costruzione di un'identità distintiva, fondata sull'eccellenza qualitativa, sull'artigianalità e sulla definizione di un posizionamento esclusivo. In questa fase, la limitata notorietà viene compensata dall'elevata capacità del marchio di trasmettere autenticità e desiderabilità a una clientela ristretta e altamente selezionata.

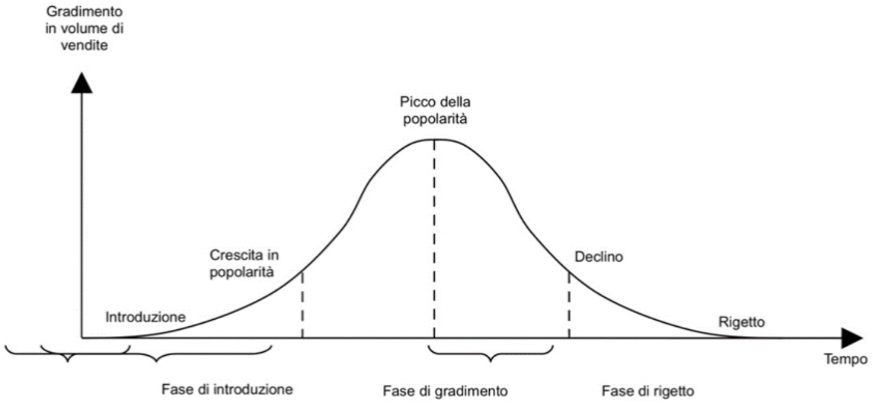
Con il progressivo consolidamento sul mercato, il marchio intraprende un percorso di crescita attraverso l'espansione geografica, l'apertura di nuovi punti vendita, l'ampliamento delle categorie di prodotto e l'ingresso in nuovi segmenti di clientela. Sebbene tali strategie consentano di incrementare il fatturato e rafforzare la presenza internazionale, esse comportano anche il rischio di una progressiva perdita di esclusività. Una diffusione eccessiva del marchio può infatti ridurre il valore simbolico attribuito dai consumatori e determinare un fenomeno di brand dilution, ossia l'indebolimento della forza distintiva e del prestigio del brand.

Per questo motivo, la fase di maturità rappresenta uno dei momenti più delicati del ciclo di vita di un marchio del lusso. In tale contesto, la capacità competitiva non dipende esclusivamente dalla crescita delle vendite, ma soprattutto dalla conservazione della desiderabilità del brand nel lungo periodo. Le imprese sono pertanto chiamate a bilanciare gli obiettivi economici con la tutela

dell'esclusività, evitando che l'aumento della penetrazione di mercato comprometta il valore percepito costruito nel tempo.

Per preservare tale equilibrio, i principali operatori del settore adottano strategie volte a mantenere elevata la scarsità percepita del marchio. Tra queste assumono particolare rilevanza la distribuzione selettiva, il controllo diretto dei canali di vendita, la limitazione delle quantità prodotte, l'introduzione di collezioni in edizione limitata e politiche di pricing coerenti con il posizionamento esclusivo del brand. Tali strumenti consentono di sostenere la crescita economica senza rinunciare ai valori di rarità e prestigio che costituiscono il fondamento competitivo del fashion luxury.

Figura 4.5 Il ciclo di vita della moda

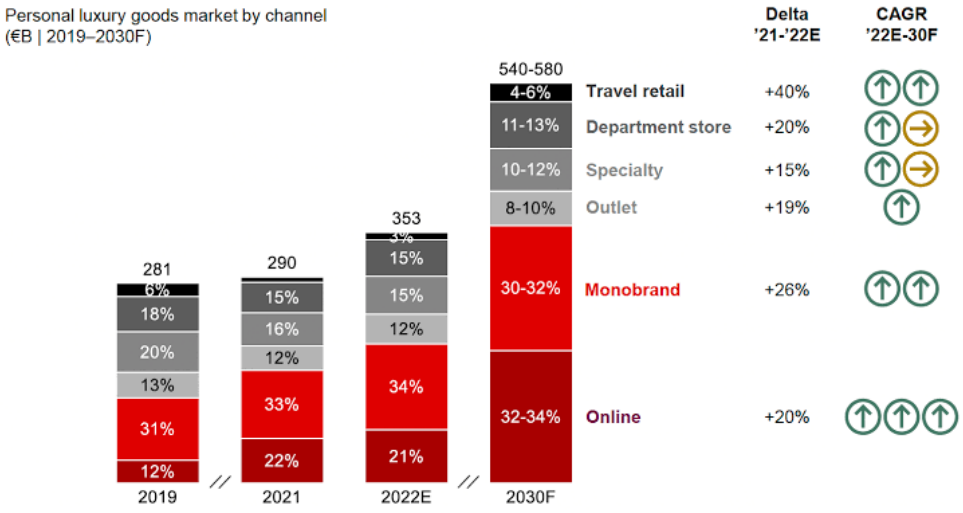


Fonte: *Foglio, A., 2011, "Il marketing della moda. Politiche e strategie di fashion marketing", Franco Angeli, pag. 63.*

4.1.5 Evoluzione della domanda: digitalizzazione e nuovi mercati geografici

Negli ultimi decenni il settore del Fashion Luxury ha vissuto una profonda evoluzione della domanda, determinata dall'interazione di molteplici fattori economici, tecnologici e socio-demografici. Tra i principali elementi responsabili di tale cambiamento, emergono la crescente digitalizzazione delle modalità di acquisto, lo spostamento della domanda verso nuovi mercati geografici e il ricambio generazionale della clientela. La digitalizzazione ha stravolto il sistema economico poiché se in passato l'esperienza di acquisto era legata quasi esclusivamente alla boutique fisica, oggi ad essa si affiancano siti e-commerce, social media e applicazioni che permettono al consumatore di raccogliere informazioni e confrontare i prodotti prima di effettuare l'acquisto.

Figura 4.6 Mercato dei beni personali di lusso per canale distributivo

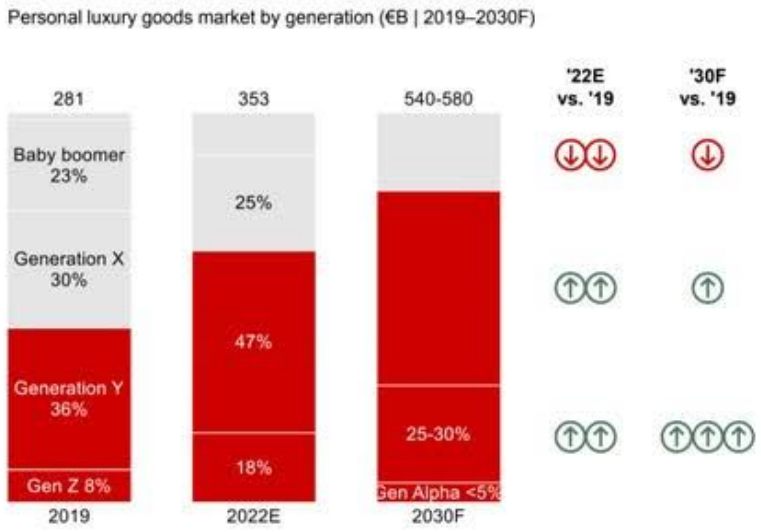


Fonte: D'Arpizio, C., Levato, F., Prete, F., Kamel, M., & Montgolfier, J., 2022, "Luxury Goods Worldwide Market Study, Fall 2022", in Bain & Company Report, Bain & Company, pag. 1-45.

Come evidenziato nella Figura 4.6 l'analisi della scomposizione del mercato per canale distributivo rivela una trasformazione strutturale profonda. Si osserva la crescita costante del canale online (che dal 12% del 2019 arriva a stabilizzarsi intorno al 21% nel 2022, con proiezioni di crescita a lungo termine stimate fino al 32-34% per il 2030) e del Monobrand fisico (34% nel 2022), a discapito dei canali wholesale tradizionali e dei department store. Secondo le più recenti analisi di McKinsey e Company, oltre l'80% degli acquisti di beni di lusso è influenzato da almeno un touchpoint digitale, indipendentemente dal fatto che la transazione finale venga conclusa online oppure all'interno del negozio fisico. Ciò dimostra come il digitale abbia assunto un ruolo determinante nelle fasi di ricerca delle informazioni, confronto tra prodotti e valutazione del marchio, contribuendo in modo significativo alla formazione della decisione d'acquisto. L'e-commerce continua ad aumentare il proprio peso sul mercato globale del lusso, pur mantenendo la boutique fisica un ruolo centrale nella costruzione dell'esperienza esclusiva offerta dal brand. Di conseguenza, i brand di alta gamma sono chiamati a sviluppare strategie omnicanale evolute e integrate, pensate per accompagnare il cliente attraverso un'esperienza d'eccellenza, omogenea e continua su tutti i touchpoint, eliminando ogni separazione tra spazi virtuali e negozi fisici. Accanto alla digitalizzazione dei canali, un ulteriore motore di cambiamento strutturale della domanda nel mercato del Fashion Luxury è rappresentato dal profondo ricambio generazionale della clientela (figura 2.7), esaminato approfonditamente nei report di Bain & Company. L'analisi si focalizza in particolare sui Millennials (Generazione Y, nati tra il 1981 e il 1995) e sulla Generazione Z (nati tra il 1996 e il 2015), identificati come i gruppi che maggiormente stanno influendo sulle tendenze attuali e future del lusso. I Millennials rappresentano la prima generazione digitale, multitasking e abituata a ricercare prodotti personalizzabili; la Generazione Z, d'altro canto, è

la prima a essere effettivamente "nativa digitale", caratterizzata da un approccio pragmatico, da una grande attenzione ai temi sociali e ambientali e da una fruizione rapida dei contenuti tramite social network come Instagram e TikTok. Come evidenziato nella Figura 4.7, se nel 2019 i Baby Boomers e la Generazione X coprivano una fetta predominante del mercato, le proiezioni verso il 2030 mostrano il peso crescente e trainante della Generazione Y e della Generazione Z, le quali pretendono esperienze immersive e un forte allineamento con i valori identitari e culturali dei brand.

Figura 4.7 Mercato dei beni personali di lusso per generazione

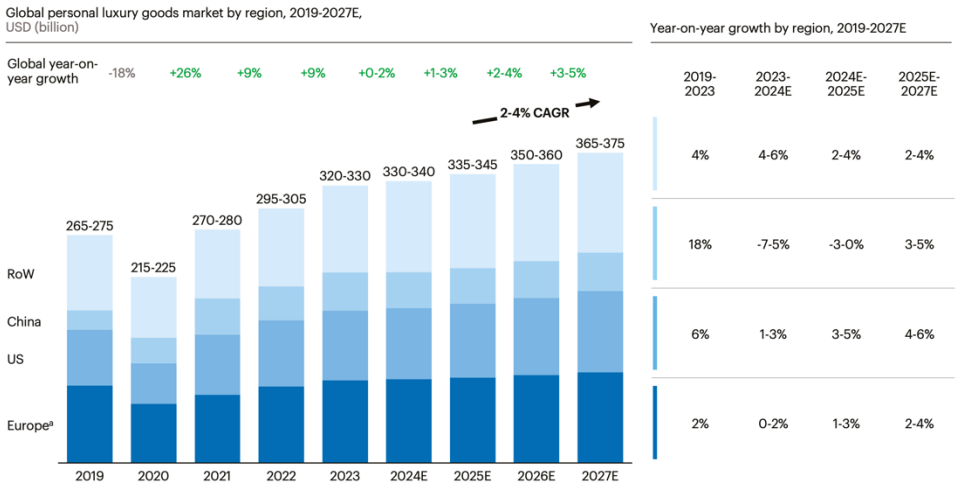


Fonte: D'Arpizio, C., Levato, F., Prete, F., Kamel, M., & Montgolfier, J., 2022, "Luxury Goods Worldwide Market Study, Fall 2022", in Bain & Company Report, Bain & Company, pag. 1-45

Un ulteriore elemento che ha profondamente modificato la domanda del Fashion Luxury riguarda la ridefinizione della geografia mondiale del lusso. Se infatti, fino al 2000 i principali mercati di riferimento erano costituiti da Europa, Stati Uniti e Giappone, oggi il baricentro geografico si è ampliato verso i mercati asiatici, in particolar modo la Cina. Come riportato nei monitoraggi congiunturali di Bain & Company e Fondazione Altagamma, il mercato si muove all'interno di un perimetro globale che vede l'Europa confermarsi storicamente come il primo mercato mondiale per valore assoluto dei beni di lusso (con un giro d'affari superiore ai 100 miliardi di euro), sostenuta anche dai flussi turistici internazionali. Parallelamente, il Nord America si consolida come il secondo pilastro geografico e si distingue per la forte resilienza della spesa locale. Sebbene la Cina continentale abbia attraversato una fase di profonda ricalibrazione e moderata contrazione dei consumi interni, l'intera macroregione asiatica (inclusi i mercati emergenti del Sud-Est asiatico e il dinamismo del Medio Oriente) continua a rappresentare un motore strategico imprescindibile per le strategie di espansione a lungo termine dei brand del lusso.

Come evidenziato nella Figura 4.8, l'analisi della distribuzione geografica del mercato globale mostra una fase di moderazione della crescita dopo i picchi post-pandemici, con un rallentamento congiunturale nel biennio 2024-2025 e una ripresa stimata a un CAGR del 2-4% verso il 2027. Sebbene Europa e Stati Uniti mantengano un ruolo di pilastri tradizionali solidi, l'espansione della domanda asiatica e cinese continua a rappresentare un motore strategico fondamentale per il settore, pur all'interno di dinamiche regionali sempre più selettive.

Figura 4.8 Mercato globale dei beni personali di lusso per regione



Fonte: McKinsey & Company, 2024, "The State of Fashion 2025", in The State of Fashion Report, McKinsey & Company and The Business of Fashion, pag. 1-120.

4.2 L' architettura del settore moda: i grandi conglomerati e la struttura dell'offerta

4.2.1 Struttura del settore: l'indice S&P Global Luxury e le operazioni di M&A.

La struttura del settore del Fashion Luxury attuale è caratterizzata da un alto tasso di concentrazione e da una notevole dinamicità finanziaria. Tradizionalmente frammentato in una miriade di realtà a gestione familiare, soprattutto in Europa, il settore ha conosciuto, a partire dagli anni 80, una fase di profonda trasformazione. In questo periodo si è assistito a una progressiva accelerazione delle operazioni di M&A (Mergers and Acquisitions) e di acquisizioni orizzontali, aumentando così il livello di concentrazione sul mercato. Tale dinamica ha favorito la nascita e l'affermazione di grandi

conglomerati industriali e finanziari — tra cui spiccano colossi come LVMH, Kering e Richemont — capaci di aggregare sotto un'unica guida portafogli di brand ampiamente diversificati. Per monitorare l'andamento economico e la performance borsista dei protagonisti che operano nel settore del lusso, un punto di riferimento fondamentale è costituito dall'indice S&P Global Luxury, il quale offre una rappresentazione sintetica della salute finanziaria, della capitalizzazione e della fiducia degli investitori. Esso è composto da 80 delle più grandi società quotate in borsa impegnate nella produzione o distribuzione di beni di lusso o nella fornitura di servizi di lusso che soddisfano specifici requisiti di investibilità[42]. La struttura di tale indice riflette la forte concentrazione del settore: analizzando i dati di un report mensile del paniere, infatti, le prime dieci aziende rappresentano complessivamente il 54,88% del peso totale sul benchmark (figura 4.9). All'interno di questa graduatoria si nota subito la rilevanza strategica del comparto della moda, dell'abbigliamento e del lusso personale, guidato saldamente ai vertici da giganti come Hermès International, CIE Financiere Richemo-A Reg e LVMH, che da sole occupano le prime posizioni con pesi percentuali particolarmente rilevanti sul totale dell'indice.

[42] S&P Dow Jones Indices, "S&P Global Luxury Index", Fact Sheet / Methodology Document, S&P Dow Jones Indices (2024).

Figura 4.9 I primi dieci titoli dell'indice

	% del peso sul Benchmark
HERMES INTERNATIONAL	9,86%
CIE FINANCIERE RICHEMO-A REG	7,80%
LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUI	7,65%
FERRARI NV MILAN	6,59%
MERCEDES-BENZ GROUP AG	5,51%
MARRIOTT INTL-A	3,84%
NIKE INC -CL B	3,53%
DIAGEO PLC	3,42%
KERING	3,36%
HILTON WORLDWIDE HOLDINGS IN	3,33%
Totale	**54,88%**

Fonte: *Amundi, 2024, S&P Global Luxury UCITS ETF: Monthly Factsheet, Amundi Asset Management, pag. 2.*

La morfologia del settore della moda e del lusso è profondamente plasmata da imponenti strategie di crescita esterna, concretizzate attraverso continue operazioni di fusione e acquisizione (M&A). Più nello specifico, la fusione consiste nell'integrazione di più realtà giuridiche in un'unica entità, mentre l'acquisizione si concretizza nell'acquisizione del controllo di una società da parte di un'altra, con l'obiettivo fondamentale di generare valore economico**.** Tali operazioni rappresentano per i grandi gruppi uno strumento strategico poiché consente loro di incorporare brand storici e di fare proprio, in tempi rapidi, un patrimonio di reputazione e competenze d'eccellenza che altrimenti richiederebbe decenni per essere sviluppato in autonomia. Inoltre, permettono di ottimizzare i costi legati alla produzione, alla logistica e alla gestione della distribuzione e facilitano l'ingresso in nuove aree geografiche. Negli ultimi anni, le operazioni di M&A hanno raggiunto numeri considerevoli soprattutto grazie all'operato di tre grandi conglomerati sopra menzionati, quali LVMH, Kering, che hanno intrapreso le più importanti e costose operazioni a partire dagli anni

’90, acquisendo anche molte delle principali aziende del lusso Made in Italy. Dal 2008 al 2018, infatti, decine di marchi italiani di fascia alta sono passati a gruppi esteri — tra cui spiccano le maxi-acquisizioni di Bulgari e Loro Piana da parte di LVMH —, sebbene il panorama veda protagonisti anche gruppi di origine italiana (come Prada, OTB e Luxottica) attivi nel promuovere analoghe strategie di consolidamento e diversificazione sui mercati internazionali.

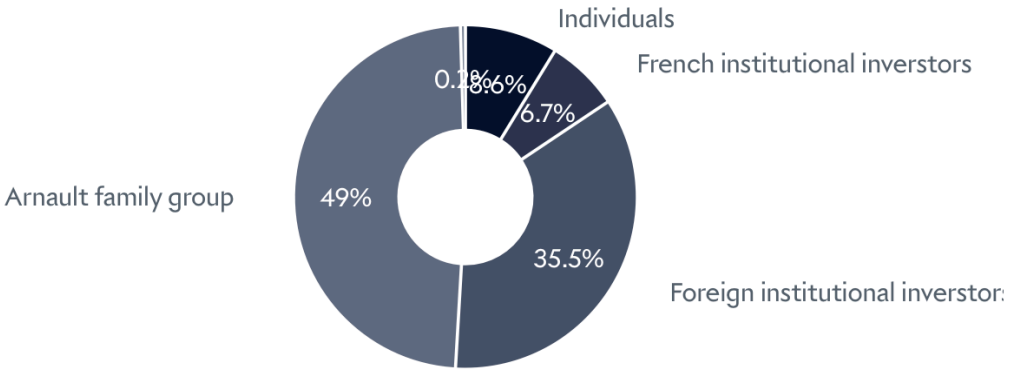
4.2.2 Analisi dei competitors di riferimento: i gruppi LVMH, Kering ed Hermès.

All'interno dello scenario competitivo globale del Fashion & Luxury, caratterizzato da una forte concentrazione e dalla polarizzazione del mercato, l'analisi economica non può prescindere dallo studio dei tre principali attori che dominano i vertici dei mercati borsistici e dei benchmark di settore: LVMH, Kering ed Hermès. Nonostante siano caratterizzati da strategie di crescita differenti — improntate prevalentemente sulla diversificazione aggressiva e sulle acquisizioni orizzontali i primi due, e su una crescita organica focalizzata sull'eccellenza artigianale il terzo —, questi tre gruppi detengono la leadership mondiale del lusso. Il gruppo LVMH, oggi principale attore mondiale nel segmento dei beni di alta gamma, trae le sue origini nel 1987 in seguito all'unione societaria tra la storica griffe di pelletteria Louis Vuitton e la holding di bevande alcoliche Moët Hennessy. La prima affonda le sue radici nella bottega di valigeria aperta a Parigi nel 1854 da Louis Vuitton, nata per far fronte alle crescenti esigenze di spostamento legate all'industrializzazione e protagonista di una forte espansione commerciale nel corso degli anni Ottanta. Già nel 1886 la maison della pelletteria prende il controllo della nota cantina di champagne Veuve Clicquot e di Parfums Givenchy. Dall'altra parte, Moët Hennessy viene fondata nel 1971 tramite l'aggregazione tra la celebre casa di champagne Moët et Chandon e la distilleria di cognac Jas. Hennessy & Company. La fusione tra

la maison Louis Vuitton e Moët Hennessy, resa possibile dall'intervento di due primarie banche francesi (Lazard Frères e Paribas), fornisce a Louis Vuitton, guidata dall'industriale Henri Racamier, il sostegno necessario per sostenere la crescita nel settore del lusso e contribuisce al contempo a proteggere Möet-Hennessy, guidata a sua volta da Alain Chevalier, da potenziali tentativi di scalata ostile esterni. Nonostante la fusione, in un primo momento viene preservata l'autonomia di ciascuna società sia con riferimento alla governance che alle politiche gestionali. Tuttavia, a partire dall'anno successivo alla fusione, iniziano accese contese interne per il controllo della sua gestione. Nel tentativo di consolidare la propria posizione, Racamier sollecita Bernard Arnault, uno spregiudicato immobiliarista e finanziere, ad acquisire una quota azionaria della società. Quest'ultimo, grazie al sostegno della banca d'investimento Lazard Frères e del produttore britannico di alcolici Guinness plc, avvia una rapida operazione di scalata finanziaria (*take-over)*, assicurandosi il controllo del 45% delle azioni LVMH e conquistando la maggioranza assoluta della società. Assunta la presidenza nel 1989, Arnault imprime una svolta drastica estromettendo dai vertici sia Racamier che Chevalier e rinnovando profondamente la struttura dirigenziale. Attualmente, l'assetto azionario vede la famiglia Arnault detentrice del 49% del capitale sociale, mentre la quota rimanente è ripartita prevalentemente tra investitori istituzionali esteri (35,5%), investitori istituzionali francesi (6,7%), azionisti privati (8,6%) e una minima frazione dello 0,2% costituita da azioni proprie (*treasury stock*)[43].

[43] LVMH, "LVMH Share: Capital Structure", in Investor Relations Report, LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton (2025).

Figura 4.10 Controllo sul capitale di LVMH



Fonte: LVMH, 2025, "LVMH Share: Capital Structure", Investor Relations Report, LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton.

Il titolo risulta quotato presso il listino Euronext Paris e trova collocazione all'interno dei principali indici borsistici di riferimento, quali il CAC 40 — il più importante indice della borsa francese, che fotografa la performance delle quaranta realtà economiche di maggior rilievo tra le cento con la più alta capitalizzazione a Parigi —, il DJ-Eurostoxx 50, l'MSCI Europe, il FTSE Eurotop 100 e l'Euronext 100. Il gruppo LVMH vanta un portafoglio di 75 prestigiose *Maison* fortemente radicate all'interno di sei differenti settori. Mantenendo intatto il legame con la tradizione, ognuno di questi marchi esalta la propria unicità patrimoniale, garantendo al contempo un'altissima qualità nella realizzazione dei prodotti. L'eccellenza produttiva del gruppo si fonda su competenze artigianali e su un savoir-faire di rara eccezione, la cui salvaguardia risulta imprescindibile; a tal fine, l'istituzione dell'Institut des Métiers d'Excellence (IME) persegue l'obiettivo strategico di valorizzare e incoraggiare

i percorsi professionali nell'ambito dell'artigianato e del design. Parallelamente, per garantire alle proprie Maison di moda e pelletteria un approvvigionamento costante di materiali d'eccellenza e competenze qualificate, LVMH instaura rapporti di partnership a lungo termine con la catena dei fornitori, stimolandone la crescita globale e sostenibile attraverso iniziative condivise conformi agli standard del gruppo. Analizzando la scomposizione dei ricavi e della redditività per singolo settore di business nel corso del 2025, emerge chiaramente come il peso economico e i margini operativi siano fortemente concentrati in specifiche divisioni. Il settore Fashion & Leather Goods si conferma il pilastro finanziario indiscusso del gruppo, generando da solo 37.770 milioni di euro di ricavi (nonostante una flessione del 5% su base organica rispetto al 2024) e un eccezionale profitto da operazioni ricorrenti pari a 13.209 milioni, con un margine operativo record del 35,0%. Seguono la divisione Selective Retailing (con 18.348 milioni di ricavi e una crescita organica del 4%) e il comparto Watches & Jewelry (10.486 milioni). Al contrario, il segmento Wines & Spirits ha registrato la contrazione più marcata, con una diminuzione del fatturato del 5% organico (5.358 milioni) e un calo del 25% nel profitto operativo, pur mantenendo una marginalità del 19,0%. Complessivamente, il totale dei ricavi del gruppo si attesta a 80.807 milioni di euro (-1% organico), con un utile operativo ricorrente di 17.755 milioni e un margine operativo medio del 22,0% a livello di conglomerato.

Figura 4.11 Ricavi e utile operativo per settore di business (LVMH)

REVENUE BY BUSINESS GROUP

(EUR millions)	2025	Change 2025/2024 Reported	Organic[1]
Wines & Spirits	5,358	–9%	–5%
Fashion & Leather Goods	37,770	–8%	–5%
Perfumes & Cosmetics	8,174	–3%	0%
Watches & Jewelry	10,486	–1%	+3%
Selective Retailing	18,348	0%	+4%
Other activities and eliminations	671	–	-
TOTAL LVMH	80,807	–5%	–1%

(1) On a constant consolidation scope and currency basis. For the Group, the impact of changes in scope with respect to 2024 was negligible and the impact of exchange rate fluctuations was –3%.

PROFIT FROM RECURRING OPERATIONS BY BUSINESS GROUP

(EUR millions)	2025	Change 2025/2024	Operating margin
Wines & Spirits	1,016	–25%	19.0%
Fashion & Leather Goods	13,209	–13%	35.0%
Perfumes & Cosmetics	727	+8%	8.9%
Watches & Jewelry	1,514	–2%	14.4%
Selective Retailing	1,780	+28%	9.7%
Other activities and eliminations	(491)	-	
TOTAL LVMH	17,755	–9%	22.0%

Fonte: LVMH, 2025, "Financial Statements and Business Review", Annual Report / Financial Report, LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton

Entrando nel dettaglio della divisione Fashion & Leather Goods, l'analisi dei dati evidenzia performance economiche di assoluto rilievo e una forte stabilità strutturale. Dal punto di vista dei ricavi, la divisione ha registrato 37.770 milioni di euro nell'intero esercizio 2025, mentre il confronto semestrale mostra un fatturato di 19.115 milioni di euro al 30 giugno 2025, che si attesta a 18.146 milioni di euro nel primo semestre del 2026. Per quanto riguarda la ripartizione geografica delle vendite, la mappa dei mercati mostra una straordinaria stabilità nei periodi considerati, con l'Asia (escluso il Giappone) che rappresenta il mercato di sbocco principale e in crescita, passando dal 36% del primo semestre 2025 al 38% al 30 giugno 2026. Gli Stati Uniti e l'Europa (esclusa la Francia) si confermano mercati chiave e stabili, attestandosi rispettivamente al 18%, seguiti dal Giappone al 10%, dalla Francia al 7% e dagli altri mercati al 9%. Dal punto di vista del canale distributivo, il modello di business della divisione è fortemente orientato alla vendita diretta, dato che il canale Retail incide per il

95% sul totale dei ricavi, mentre la componente Wholesale si ferma al 5%. Infine, sotto il profilo della redditività, il settore conferma un'eccellente capacità di generare valore, con il profitto da operazioni ricorrenti che ha raggiunto i 13.209 milioni di euro nel 2025, registrando un margine operativo del 35,0%, e che si è attestato a 6.195 milioni di euro nel primo semestre del 2026, con un margine operativo che si mantiene su livelli eccezionali pari al 34,1%.

Figura 4.12 Dati finanziari, ripartizione geografica e canali di vendita della divisione Fashion & Leather Goods (LVMH)

	June 30, 2026	Dec. 31, 2025	June 30, 2025
Revenue *(EUR millions)*	**18,146**	**37,770**	**19,115**
Revenue by geographic region of delivery *(%)*			
France	7	7	7
Europe (excl. France)	18	19	18
United States	18	18	18
Japan	10	11	11
Asia (excl. Japan)	38	35	36
Other markets	9	10	10
Total	**100**	**100**	**100**
Type of revenue *(as % of total revenue)*			
Retail	95	95	94
Wholesale	5	5	6
Total	**100**	**100**	**100**
Profit from recurring operations *(EUR millions)*	**6,195**	**13,209**	**6,636**
Operating margin *(%)*	**34.1**	**35.0**	**34.7**

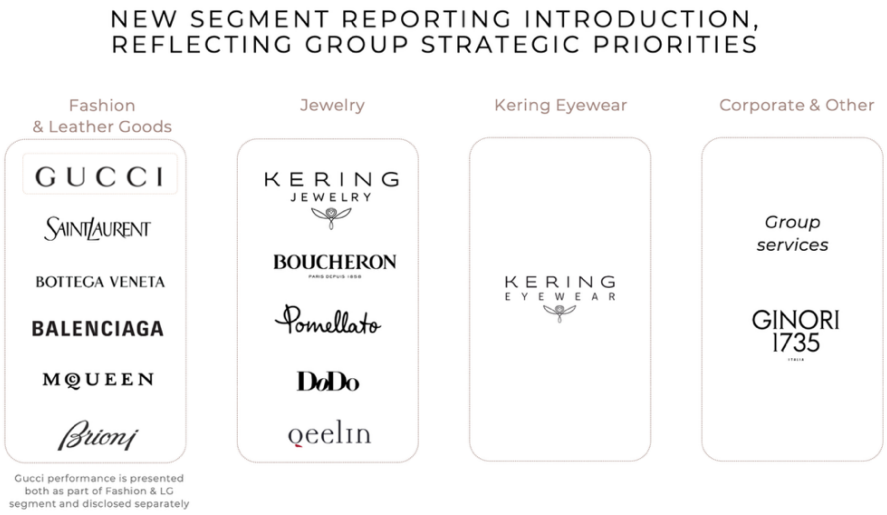
Fonte: LVMH, 2026, "Fashion & Leather Goods Business Group", Interim Financial Report / Press Release, LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton.

Il gruppo Kering rappresenta, sia per dimensioni che per fatturato, la seconda realtà mondiale nel settore dei beni di lusso, posizionandosi subito dopo LVMH. Fondato a Parigi nel 1963 da François Pinault, il quale inizialmente focalizza il business sul commercio di legname e successivamente nella vendita al dettaglio di mobili, arredi e beni di consumo, adottando la denominazione originaria di Pinault-Printemps-Redoute[44]. La svolta strategica verso il settore del lusso inizia nel 1999 con l'acquisizione di una quota del 42% in Gucci e il controllo totale di Yves Saint Laureant, a cui sono seguite nel giro di pochi anni le integrazioni di brand di primo piano come Bottega Veneta, Balenciaga, Alexander McQueen e Stella McCartney[45]. Nel 2005, a seguito del superamento del 99% delle quote di Gucci, il gruppo avvia un processo di riorganizzazione societaria per focalizzarsi prioritariamente sul lusso e sullo sportswear, culminato nel 2013 con il cambio di denominazione ufficiale in Kering. Sotto il profilo economico-finanziario e organizzativo, il gruppo Kering evidenzia una marcata centralità del suo brand di punta, Gucci, il quale produce da solo più della metà dei ricavi totali e una percentuale ancor più elevata del profitto operativo. In aggiunta a Gucci, l'offerta del conglomerato comprende marchi di fama internazionale attivi nei settori dell'abbigliamento, della pelletteria, della gioielleria e dell'orologeria di alta gamma. Per quanto concerne le linee guida strategiche, l'azienda punta decisamente sullo sviluppo organico dei brand già presenti nel proprio portafoglio, sulla sinergia e sulla trasmissione di competenze trasversali tra le varie case di moda, oltre che su un forte impegno nei confronti della sostenibilità ecologica e della responsabilità sociale.

[44] Kering Group, "History and Heritage: From Pinault to Kering", in Corporate Archives & Official Timeline, Kering S.A. (2013).
[45] Jackson T., Shaw D., "The Fashion Handbook", in Routledge Fashion manuals, Routledge (2009).

Il gruppo è strutturato in quattro divisioni principali: Fashion & Leather Goods (che comprende brand di spicco come Gucci, Saint Laurent, Bottega Veneta, Balenciaga, Alexander McQueen e Brioni), Jewelry (con maison quali Boucheron, Pomellato, DoDo e Qeelin), Kering Eyewear e la divisione Corporate & Other[46]. Nonostante la notorietà globale delle singole *Maison*, il nome Kering non possiede la medesima risonanza mediatica, pur mantenendo saldamente la posizione di secondo gruppo nel settore del lusso a livello mondiale, subito dopo LVMH.

Figura 4.13 La nuova segmentazione di gruppo e le divisioni strategiche di Kering



Fonte: Kering Group, 2026, "New Segment Reporting Introduction, Reflecting Group Strategic Priorities", in Kering Corporate Press Release & Financial Reporting, Kering S.A., pag. 12.

[46] Kering Group, "Relazione finanziaria annuale e assetto organizzativo", in Kering Corporate Reporting, Kering S.A. (2025).

La nuova segmentazione strategica del gruppo evidenzia i seguenti risultati per area di business nel Q1 2026:

- Kering Fashion & Leather Goods: registra ricavi per 2.852 milioni di euro, in calo del -3% su base comparabile (-9% *reported*), all'interno dei quali il marchio Gucci sviluppa 1.347 milioni di euro, evidenziando una flessione comparabile dell'8% (-14% *reported*).
- Kering Jewelry: segna una performance in forte crescita, raggiungendo i 269 milioni di euro, con un incremento del +22% su base comparabile (+14% *reported*).
- Kering Eyewear: registra un ulteriore aumento, attestandosi a 489 milioni di euro, pari a un incremento comparabile del +7% (+3% *reported*).
- Corporate & Other: totalizza 30 milioni di euro.

Figura 4.14 Ripartizione dei ricavi per segmento del Gruppo Kering (Q1 2026 vs Q1 2025)

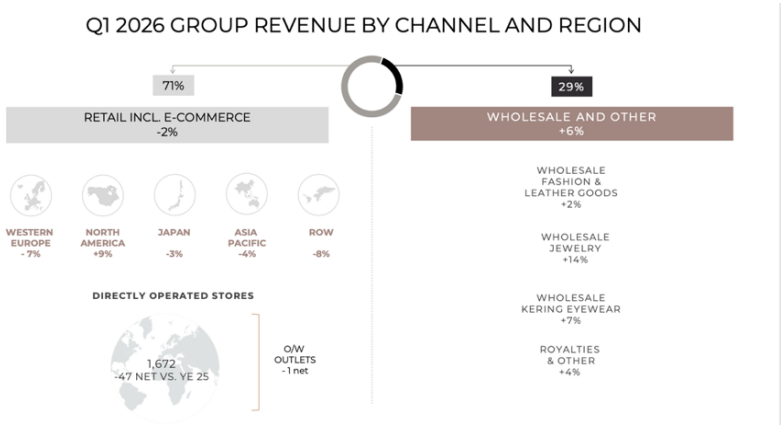
REVENUE BREAKDOWN BY SEGMENT

In €m			Change (%)	
	Q1 2026	Q1 2025	Reported	Comp.
Kering Fashion& Leather Goods	2,852	3,129	-9%	-3%
o/w Gucci	*1,347*	*1,571*	-14%	-8%
Kering Jewelry	269	236	+14%	+22%
Kering Eyewear	489	476	+3%	+7%
Corporate & Other	30	33	-7%	+10%
Eliminations	(72)	(61)	N/A	N/A
Kering	**3,568**	**3,813**	**-6%**	**0%**

Fonte: Kering Group, 2026, "Revenue Breakdown by Segment - Q1 2026", in Kering Financial Press Release & Interim Financial Reporting, Kering S.A., pag. 3.

Sotto il profilo della distribuzione e dei canali di vendita, il modello di business del gruppo vede il canale Retail (inclusivo dell'e-commerce) coprire il 71% del totale dei ricavi, a fronte di una componente Wholesale and Other pari al 29%. La rete di negozi gestiti direttamente (*Directly Operated Stores*) conta 1.672 punti vendita alla fine del periodo, con una riduzione netta di 47 unità rispetto alla chiusura del 2025. Dal punto di vista della ripartizione geografica delle vendite nel Q1 2026, l'Asia Pacific si conferma il principale mercato di sbocco con il 31% del totale dei ricavi, seguita dalla Western Europe al 29%, dal North America al 23%, dal Japanall'8% e dalla categoria *Rest of World* (RoW) al 9%.

Figura 4.15 Fatturato di Gruppo per canale e area geografica nel primo trimestre del 2026



Fonte: Kering Group, 2026, "Q1 2026 Group Revenue by Channel and Region", in Kering Financial Press Release & Interim Financial Reporting, Kering S.A., pag. 5.

La divisione Fashion & Leather Goods riveste un'incidenza predominante sul business totale, sebbene l'andamento recente dei ricavi abbia risentito di una fase di contrazione. Analizzando le performance del primo trimestre del 2026, i ricavi complessivi del gruppo si attestano a 3.568 milioni di euro, registrando una flessione del -6% a livello *reported* e una variazione comparabile del 0% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.
Hermès International rappresenta la terza e ultima grande realtà d'eccellenza analizzata all'interno del panorama globale del lusso, distinguendosi per una filosofia rigorosa e intransigente basata sull'esclusività e sull'artigianato tradizionale di altissima qualità. L'azienda adotta un posizionamento di mercato che rifiuta categoricamente qualsiasi compromesso con le logiche della cultura *masstige*[47], puntando su lavorazioni manuali che richiedono decine di ore per singolo prodotto e sull'impiego dei materiali più nobili al mondo. Questa visione elitaria non ha frenato la crescita aziendale, permettendo a Hermès di espandersi a livello internazionale — vantando oggi circa 300 negozi in 45 paesi — pur preservando la propria identità di marchio storico fondato nel 1837 e controllato storicamente dalla famiglia Dumas. A differenza dei conglomerati multi-brand come LVMH e Kering, la strategia di Hermès si concentra in via quasi esclusiva sul proprio marchio originario, evitando imponenti operazioni di M&A e puntando su una crescita organica sostenuta. Il fulcro dell'offerta commerciale risiede storicamente nella pelletteria e nei prodotti iconici, come le celebri borse Birkin e Kelly, la cui scarsità artificiale e i lunghi processi produttivi artigianali alimentano un autentico status di oggetto del desiderio.
Con l'avanzamento dei dati finanziari aggiornati al primo semestre del 2026, il gruppo ha registrato un fatturato consolidato pari a 8,2 miliardi di euro, segnando

[47] Thomas, P., 2012, “Intervista sul paradosso del settore del lusso”, in Financial Times, vol. XLV, n. 3, Wealth-X Publishing, pag. 112.

una crescita del 6% a tassi di cambio costanti rispetto allo stesso periodo dell'esercizio precedente. Tale slancio economico è supportato dalla forte desiderabilità delle collezioni e dalla solidità del modello artigianale integrato, che ha permesso di raggiungere un utile operativo ricorrente di 3,4 miliardi di euro, attestandosi al 41,0% delle vendite[48].

Figura 4.16 Principali indicatori economici e finanziari del Gruppo Hermès (H1 2026)

In millions of euros	**H1 2026**	**2025**	**H1 2025**
Revenue	**8,163**	**16,002**	**8,034**
Growth at current exchange rates vs. n-1	*1.6%*	*5.5%*	*7.1%*
Growth at constant exchange rates vs. n-1 (1)	*6.1%*	*8.9%*	*8.1%*
Recurring operating income (2)	**3,351**	**6,569**	**3,327**
As a % of revenue	*41.0%*	*41.0%*	*41.4%*
Operating income	**3,351**	**6,569**	**3,327**
As a % of revenue	*41.0%*	*41.0%*	*41.4%*
Net profit – Group share	**2,238**	**4,524**	**2,246**
As a % of revenue *	*27.4%*	*28.3%*	*28.0%*
Operating cash flows	2,694	5,607	2,733
Operating investments	344	1,161	316
Adjusted free cash flows (3)	2,182	3,880	1,847
Equity – Group share	19,023	18,840	16,602
Net cash position (4)	12,310	12,239	10,319
Restated net cash position (5)	12,926	12,773	10,723
Workforce (number of employees) (6)	27,107	26,494	25,697

Fonte: Hermès International, 2026, "H1 2026 Results - Main Results and Financial Statements", in Hermès Financial Press Release & Interim Financial Reporting, Hermès International S.A., pag. 2.

[48] Hermès International, 2026, "First Half 2026 Financial Results", in Hermès Financial Press Release, Hermès International S.A., pag. 2-6.

Dal punto di vista della ripartizione geografica, tutte le aree hanno registrato andamenti positivi — a eccezione del Medio Oriente —, con performance particolarmente rilevanti in America (+15%), Europa esclusa la Francia (+9%) e Giappone (+11%). Al contempo, la redditività netta di gruppo si è mantenuta su livelli eccellenti, confermando la validità della strategia a lungo termine fondata sulla gestione rigorosa della produzione, sull'espansione selettiva della rete distributiva e sul costante rafforzamento delle capacità artigianali locali in Francia.

Figura 4.17 Fatturato del Gruppo Hermès per area geografica al 30 giugno 2026

	At the end of June		Evolution /2025	
In millions of Euros	**2026**	**2025**	**Published**	**At constant exchange rates**
France	753	740	1.8%	1.8%
Europe (excl. France)	1,165	1,088	7.1%	8.8%
Total Europe	***1,918***	***1,828***	***4.9%***	***6.0%***
Japan	798	815	(2.1%)	11.0%
Asia-Pacific (excl. Japan)	3,533	3,574	(1.2%)	2.4%
Total Asia	***4,330***	***4,389***	***(1.3%)***	***4.0%***
Americas	1,585	1,455	8.9%	15.3%
Other (Middle East)	330	362	(8.9%)	(4.2%)
TOTAL	**8,163**	**8,034**	**1.6%**	**6.1%**

Fonte: Hermès International, 2026, "H1 2026 Results - Revenue by Geographical Area", in Hermès Financial Press Release & Interim Financial Reporting, Hermès International S.A., pag. 3.

4.2.3 La verticalizzazione della filiera e il controllo della distribuzione

Uno dei principali cambiamenti che hanno interessato il settore della moda di lusso negli ultimi decenni riguarda il progressivo processo di integrazione

verticale della filiera produttiva e distributiva. Per integrazione verticale si intende la strategia attraverso la quale un'impresa internalizza attività precedentemente affidate a fornitori o distributori esterni, acquisendo un controllo diretto sulle diverse fasi della catena del valore[49]. Nel settore del lusso questa dinamica ricopre un'importanza strategica particolare, poiché il valore competitivo non dipende esclusivamente dall'efficienza produttiva, ma soprattutto dalla qualità, dall'esclusività e dalla capacità di preservare il patrimonio simbolico del marchio. Secondo Delpal[50] (2011), la crescente verticalizzazione osservata nei grandi gruppi del lusso costituisce una risposta alla necessità di controllare sia la produzione sia la distribuzione, riducendo i rischi connessi all'esternalizzazione e garantendo una maggiore coerenza tra identità del brand e prodotto finale. L'autore sottolinea come l'acquisizione di manifatture specializzate, concerie, laboratori artigianali e fornitori di materie prime rappresenti una leva strategica per salvaguardare il savoir-faire, garantire la continuità delle competenze manifatturiere e conservare elevati standard qualitativi. Gli studi sul luxury management sottolineano quanto il controllo della produzione rappresenti nel lusso, un elemento irrinunciabile per preservare l'autenticità del brand. Kapferer e Bastien[51] (2012) sostengono che la manifattura non costituisca soltanto una fase operativa, bensì una componente essenziale dell'identità della marca: delocalizzare o perdere il controllo delle competenze produttive può compromettere la percezione di rarità, eccellenza e autenticità che contraddistingue un bene di lusso. In questa prospettiva, la verticalizzazione

[49] Porter M. E., "Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance", The Free Press (1985).
[50] Delpal F., "Vertical Integration in Luxury Companies: Objectives and Effects", Université Paris-Dauphine, Institut Français de la Mode (2011).
[51] Kapferer J.-N., Bastien V., "The Luxury Strategy: Break the Rules of Marketing to Build Luxury Brands", Kogan Page (2012).

assume una funzione non solo economica, ma anche simbolica, contribuendo a rafforzare il valore immateriale del brand. Parallelamente al controllo della produzione, i grandi conglomerati del lusso perseguitano un'intensa integrazione verso il consumatore finale, privilegiando la distribuzione diretta attraverso boutique monomarca e piattaforme digitali proprietarie. Tale strategia ha progressivamente ridotto il peso dei distributori indipendenti e dei rivenditori multimarca, consentendo alle maison di governare direttamente la relazione con il cliente. Come evidenziato da Fionda e Moore[52] (2009), il punto vendita rappresenta uno degli elementi fondamentali della luxury brand identity, poiché favorisce un'esperienza d'acquisto coerente con i valori del marchio. Il controllo della distribuzione produce innegabili vantaggi competitivi. In primo luogo, permette di mantenere una rigorosa politica dei prezzi, evitando fenomeni di sconto che potrebbero compromettere l'esclusività del marchio. In secondo luogo, consente di garantire uniformità nella comunicazione, nell'allestimento dei negozi e nella qualità del servizio offerto al cliente. Infine, la gestione diretta dei canali distributivi offre la possibilità di raccogliere dati sui comportamenti dei consumatori, favorendo strategie di Customer Relationship Management (CRM), personalizzazione dell'offerta e sviluppo di modelli omnicanale sempre più sofisticati. La recente letteratura evidenzia inoltre come l'integrazione verticale ricopra un ruolo centrale anche in relazione agli obiettivi di sostenibilità. Arcuri e Giolli[53] (2022) dimostrano che un maggiore controllo della filiera facilita la tracciabilità delle materie prime, migliora il monitoraggio delle condizioni produttive e consente alle imprese di implementare più

[52] Fionda A. M., Moore C. M., "The Luxury Brand: The Case of Chanel", International Journal of Retail & Distribution Management, Vol. 37 Issue: 4, pp. 347-363 (2009).
[53] Arcuri A., Giolli L., "The relationship between upstream vertical integration and environmental sustainability in the luxury fashion industry", SN Business & Economics, Vol. 2 Issue 7, Springer (2022).

efficacemente politiche ambientali e sociali. In un contesto in cui i consumatori attribuiscono crescente importanza alla trasparenza e alla responsabilità delle imprese, la verticalizzazione contribuisce quindi non solo alla qualità del prodotto, ma anche alla credibilità delle strategie ESG adottate dai gruppi del lusso. In conclusione, la verticalizzazione della filiera e il controllo diretto della distribuzione rappresentano oggi due delle principali fonti di vantaggio competitivo nel settore del lusso. Attraverso tali strategie, i grandi conglomerati riescono a coniugare efficienza operativa, tutela del know-how manifatturiero, valorizzazione dell'identità del marchio e miglioramento della customer experience.

4.3 Strategie competitive e barriere all'entrata nel comparto Fashion Luxury

4.3.1 Il pricing power come driver di vantaggio competitivo.

Con l'espressione pricing power nel settore del fashion luxury si intende la capacità di un'azienda di aumentare i prezzi dei proprio prodotti senza che ciò comprometta una riduzione della domanda, rivelandosi al tempo stesso come una potentissima barriera all'entrata per i potenziali concorrenti. Diversamente dai mercati di massa, caratterizzati dalla normale elasticità della domanda rispetto al prezzo, i beni di lusso sono legati a delle logiche economiche in cui il valore e la desiderabilità del prodotto crescono in modo direttamente proporzionale al suo costo. Come sottolineato da Kapferer e Bastien[54] le maison competono sulla creazione di un valore esclusivo del proprio marchio che lo sottrae alle leggi della concorrenza di prezzo. Il pricing power pertanto rappresenta un pilastro fondamentale attraverso il quale i grandi marchi

[54] Op. cit. Kapferer J.-N., Bastien V., 2012

conservano la propria distanza competitiva rispetto alle aziende entranti e ai segmenti di mercato inferiori. Tale dinamica trova conferma negli studi condotti da istituti come KPMG [55](2022), i quali evidenziano il fatto che le maison del lusso utilizzano gli incrementi di prezzo non solo per tutelare i profitti, ma per rafforzare nei consumatori la percezione di esclusività e la consapevolezza che i loro prodotti siano dei veri e propri beni di investimento. Studi di mercato incentrati sulle strategie di prezzo confermano che l'aumento costante dei listini non registra una riduzione quantitativa dei consumatori ad alto reddito, ma ne rafforza l'attrattiva sociale e lo status symbol. Tuttavia, ciò richiede da parte delle aziende, il monitoraggio di un delicato equilibrio. Infatti, l'applicazione intensiva del potere di prezzo deve essere costantemente supportata da un'eccellente qualità artigianale e da un rigoroso controllo della filiera produttiva, poiché un rincaro sproporzionato rispetto al reale valore percepito potrebbe a lungo termine mettere alla prova la fiducia e la fedeltà della clientela.

4.3.2 Innovazione sostenibile e sfide dell'economia circolare tessile.

Negli ultimi decenni, il settore del Fashion luxury ha subito una radicale trasformazione rispondente a un quadro normativo internazionale sempre più orientato alla tutela ecologica. L'industria della moda rappresenta un pilastro fondamentale dell'economia, ma non piò essere ignorato il suo significativo impatto ambientale. Come sottolineato da recenti analisi, la produzione tessile determina un notevole sfruttamento delle risorse naturali, un'ingente richiesta idrica e l'occupazione di vaste aree di terreno per la coltivazione delle fibre, fattori che posizionano l'industria tessile tra i principali responsabili del

[55] KPMG International, "How strong is the pricing power of luxury goods", Advisory Report (2022).

deterioramento ambientale al livello mondiale. Ad aggravare ciò si aggiungono le rilevanti emissioni di carbonio, che superano quelle generate dal trasporto marittimo e dai voli internazionali e lo scarso riciclo degli abiti usati per la produzione di nuovi capi. Inoltre, processi quali la tintura e la finitura di prodotti tessili, contribuiscono in modo rilevante all'inquinamento idrico.

Considerato quanto detto, è evidente che l'industria tessile necessiti di un sostanziale miglioramento del suo sistema produttivo e delle sue dinamiche di consumo. In risposta a tali criticità, si inserisce il pacchetto di proposte sul Green Deal Europeo[56] presentato nel 2022 dall'Unione Europea con l'obiettivo di rendere i prodotti tessili più sostenibili, circolari durevoli e riparabili entro il 2030. Gli interventi normativi puntano inoltre alla riduzione dei rifiuti e a rendere la maggioranza dei beni più ecologici, circolari ed energicamente efficienti lungo l'intera filiera. È prevista inoltre l'introduzione dei passaporti digitali[57] dei prodotti, concepiti per assicurare piena trasparenza informativa e tracciabilità ai consumatori. Tali norme prevedono l'applicazione uniforme a tutti i prodotti commercializzati nell'UE, indipendentemente dal fatto che vengano prodotti internamente o che siano importati. In un contesto così normato, la tematica ecologica non rappresenta più soltanto un obbligo di conformità, ma è diventata un elemento centrale nelle strategie dei grandi marchi della moda. Tale orientamento trova riscontro nei bilanci di sostenibilità analizzati dall'Area Studi Mediobanca[58], i quali confermano un progressivo e tangibile miglioramento delle performance ambientali dei principali gruppi del settore, sempre più impegnati nella costruzione di un futuro produttivo orientato

[56] Piano strategico globale presentato dalla Commissione Europea con l'obiettivo generale di raggiungere la neutralità climatica in Europa entro il 2050.

[57] È un sistema che raccoglie, digitalizza e rende accessibili le informazioni su un prodotto lungo tutto il suo ciclo di vita: dalla produzione alla distribuzione, dall'uso allo smaltimento.

[58] www.areastudimediobanca.com

alla salvaguardia dell'ambiente. Infatti, i report evidenziano una contrazione delle emissioni di anidride carbonica, una riduzione di rifiuti, di consumi di acqua e parallelamente un aumento di prodotti riciclati e di fonti rinnovabili. In sintesi, la sostenibilità non rappresenta per i grandi marchi soltanto una risposta ai vincoli normativi, ma deve configurarsi come parte integrante della propria identità perché la responsabilità ambientale rappresenta il valore aggiunto di ogni brand.

Capitolo 5 IL CASO MONCLER S.P.A

5.1 Profilo societario e *business analysis* di Moncler S.p.A.

L'analisi strutturale del Gruppo Moncler collega struttura societaria, catena del valore, controllo distributivo e posizionamento, poiché la crescita discende dall'integrazione fra patrimonio storico, innovazione di prodotto e costruzione di comunità.

5.1.1 Storia, struttura del Gruppo e assetto azionario[59]

Moncler nacque nel 1952 a Monestier-de-Clermont, villaggio montano vicino a *Grenoble* dal quale derivò l'abbreviazione che identificò il marchio, inizialmente dedicato a piumini per lavoratori d'alta quota. La specializzazione tecnica emerse quando i piumini furono scelti per la spedizione italiana sul K2 del 1954, per il Makalu nel 1955 e per ulteriori missioni in Alaska, consolidando il legame tra protezione, affidabilità e performance estrema. Nel 1968 la fornitura ufficiale alla squadra francese di sci alpino durante i Giochi olimpici invernali di *Grenoble* trasferì tale competenza nel sistema simbolico dello sport, mentre negli anni Ottanta il piumino entrò stabilmente nello spazio urbano e divenne un capo iconico generazionale. La svolta imprenditoriale intervenne nel 2003, quando Remo Ruffini rilevò il marchio e avviò un riposizionamento globale che conservò le radici montane, ma elevò Moncler nel segmento del lusso integrando funzione, stile e riconoscibilità. La quotazione del 16 dicembre 2013, accompagnata da un rialzo superiore al 40% nel primo giorno, trasformò peraltro il percorso di marca in una storia di crescita osservabile dal mercato dei capitali. Il lancio di Moncler *Genius* nel 2018 introdusse infine un progetto creativo e comunicativo fondato su collaborazioni ideali per raggiungere pubblici differenti

[59] Moncler Group, Relazione finanziaria annuale 2025.

nell'era digitale, preparando la successiva articolazione del marchio in tre componenti complementari. La traiettoria di Moncler si inserì nella trasformazione che, fra gli anni Ottanta e il primo ventennio del XXI secolo, convertì numerose maison europee in imprese globali fondate sul controllo del marchio, della distribuzione e della narrazione storica[60]. In tale processo, l'*heritage* non rimase una elementare eredità documentaria, ma venne selezionato, ordinato e reso riconoscibile attraverso prodotti iconici, boutique monomarca e messaggi idonei per collegare il passato alle aspettative del consumo contemporaneo. La crescita internazionale richiese pertanto investimenti prolungati prima che l'ampliamento della rete e il controllo delle categorie accessorie producessero una redditività stabile, come mostrò l'esperienza delle imprese che internalizzarono progressivamente attività prima affidate a licenziatari e distributori. La presente dinamica chiarisce perché il rilancio avviato nel 2003 non consistette soltanto nel rinnovamento estetico del piumino, ma comportò la costruzione di una struttura organizzativa capace di governare immagine, assortimento e relazione commerciale su scala mondiale[61]. Il valore storico del marchio divenne pertanto una risorsa economica soltanto quando venne tradotto in competenze, standard operativi e continuità decisionale, evitando che l'espansione internazionale diluisse i codici distintivi originari. La seconda trasformazione coincise con l'accordo del 2020 per Stone Island, concepito per unire due identità autonome entro una visione di lusso orientata a esperienzialità, inclusività, appartenenza e intersezione fra arte,

[60] P.-Y. Donzé, Selling Europe to the World: The Rise of the Luxury Fashion Industry, 1980-2020, Londra-New York, Bloomsbury Visual Arts, 2023, pp. 43-50.
[61] Cfr. A. Som e C. Blanckaert, The Road to Luxury: The New Frontiers in Luxury Brand Management, 2ª ed., Singapore, Wiley, 2021, pp. 184-202.

cultura, musica e sport[62]. L'operazione attribuiva a *Sportswear* Company un *equity value* di 1,15 miliardi di euro, corrispondente a 16,6 volte l'*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) 2020 e a 13,5 volte l'EBITDA 2021 atteso, con denaro e reinvestimento in azioni Moncler. Il completamento del 31 marzo 2021 creò il Gruppo Moncler, preservando la ricerca sui materiali di Stone Island e condividendo competenze nei mercati, nel canale *Direct-to-Consumer* (DTC) e nella distribuzione digitale[63]. Al 31 dicembre 2025 il perimetro consolidato comprendeva Moncler S.p.A., Industries S.p.A., *Sportswear* Company S.p.A. e 52 società controllate, alle quali si aggiungeva ALS Luxury Logistic S.r.l., contabilizzata con il metodo del patrimonio netto. La capogruppo possedeva entrambi i marchi, mentre Industries S.p.A. e *Sportswear* Company S.p.A. coordinavano le rispettive attività operative, preservando identità indipendenti e condividendo servizi corporate idonei a generare economie di scala. Alla medesima data la presenza internazionale superava 70 Paesi, combinando negozi diretti con *department store*, operatori multimarca ed *e-tailer* selezionati. Nel 2025 il governo societario adottava il modello tradizionale italiano, con Assemblea, Consiglio di amministrazione e Collegio sindacale, affiancati dai comitati Controllo, Rischi e Sostenibilità, Nomine e Remunerazione e Operazioni con Parti Correlate[64]. Alla data della relazione il capitale risultava suddiviso in 274.805.954 azioni ordinarie quotate su Euronext Milan, prive di limitazioni alla trasferibilità e senza strumenti che conferissero diritti speciali di controllo. Double R S.r.l., riferibile a Remo Ruffini, deteneva il 18,2%, affiancata da investitori

[62] Moncler S.p.A. e Sportswear Company S.p.A., Beyond Fashion, Beyond Luxury: Stone Island Joins Moncler, Milano, Moncler S.p.A., 2020, p. 1.
[63] Moncler Group, Relazione finanziaria annuale 2025, pp. 9-12.
[64] Moncler S.p.A., Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari. Esercizio 2025, Milano, Moncler S.p.A., 2026, pp. 7-8.

istituzionali, mentre la partnership con Moët Hennessy Louis Vuitton (LVMH) attraverso White Investissement rafforzava la stabilità dell'azionista di riferimento. Continuità della *leadership*, apertura al capitale istituzionale e autonomia dei marchi convergono così in un equilibrio funzionale all'operatività. La configurazione proprietaria riflette peraltro un equilibrio tipico delle imprese del lusso che conservarono una guida imprenditoriale pur introducendo procedure, capitale e professionalità proprie delle società quotate[65]. La corporatizzazione risultò efficace quando la formalizzazione dei processi non sostituì la visione creativa, ma la rese replicabile attraverso sistemi di controllo, pianificazione internazionale e responsabilità manageriali definite. L'ingresso di investitori istituzionali e la presenza di un azionista di riferimento possono pertanto svolgere funzioni complementari. I primi impongono disciplina finanziaria e trasparenza, mentre il secondo tutela l'arco temporale necessario alla costruzione del marchio. La descritta configurazione riveste particolare importanza in un settore nel quale la componente globale postula risorse elevate, poiché le imprese indipendenti di minore scala incontrano maggiori difficoltà nel sostenere simultaneamente commercio elettronico, comunicazione internazionale, approvvigionamento e apertura di boutique[66]. Moncler combinò così autonomia strategica e accesso ai mercati finanziari, predisponendo una base proprietaria compatibile con investimenti pluriennali e acquisizioni selettive.

[65] Op. cit. Som A. e Blanckaert C., 2021.
[66] A. Cabigiosu, *Digitalization in the Luxury Fashion Industry: Strategic Branding for Millennial Consumers*, Cham, Palgrave Macmillan, 2020, pp. 24-27.

5.1.2 Modello di business “Luxury Outdoor”, analisi della stagionalità e posizionamento di Moncler

Il posizionamento di Moncler scaturisce dalla trasformazione dell’*outerwear* tecnico in un lusso versatile, idoneo ad attraversare generazioni, identità e occasioni d’uso senza abbandonare il principio secondo cui il marchio «nasce in montagna, vive in città»[67]. La presente architettura combina tradizione, unicità, qualità e innovazione, facendo del capospalla un codice identificativo anziché un limite merceologico. Nel settore del lusso, infatti, il valore non coincide con l’elementare miglioramento funzionale di un bene *premium*, ma discende dalla capacità di costruire eccezionalità, significato, identità e distanza simbolica rispetto all’offerta ordinaria[68]. Moncler occupa pertanto uno spazio ibrido nel quale la prestazione *outdoor* viene elevata mediante linguaggi estetici, artigianalità e selettività distributiva. Nel 2025 l’offerta era organizzata intorno a Moncler *Collection*, Moncler *Grenoble* e Moncler *Genius*, tre componenti distinte ma complementari che rispondevano a differenti funzioni economiche e culturali. *Collection* costituiva il nucleo metropolitano e contemporaneo, progettato oltre le stagioni e le tendenze mediante capi che combinavano eleganza, funzionalità e maestria artigianale. *Grenoble* conservava il rapporto più diretto con le origini montane, estendendo però la proposta dallo sci all’*après-ski* e alle attività all’aperto attraverso collezioni adatte a diverse stagioni e condizioni atmosferiche. *Genius* operava invece come piattaforma di co-creazione fra design, musica, intrattenimento, tecnologia, sport e cultura, trasformando le collaborazioni in rinnovamento creativo e connessione con comunità eterogenee. La coesistenza delle tre componenti associava un’offerta

[67] Moncler Group, Relazione finanziaria annuale 2025, p. 9.
[68] M. Chevalier e G. Mazzalovo, Luxury Brand Management in Digital and Sustainable Times: A New World of Privilege, Hoboken, Wiley, 2021, pp. 1-4 e 38-43.

continuativa a momenti di elevata visibilità, riducendo la dipendenza dal piumino invernale. L'articolazione in *Collection*, *Grenoble* e *Genius* può essere interpretata anche come una risposta alla frammentazione dei pubblici e alla necessità di generare contenuti con ritmi più frequenti rispetto al calendario tradizionale delle collezioni[69]. Le collaborazioni, le *capsule* e il *co-branding* avvicinano infatti il marchio a comunità culturali differenti, ma conservano efficacia soltanto quando l'associazione fra partner risulta comprensibile e rafforza il riconoscimento reciproco delle identità coinvolte. Il presente meccanismo non sostituisce l'offerta continuativa, perché un'eccessiva proliferazione di novità potrebbe indebolire rarità e coerenza; esso opera piuttosto come livello sperimentale dal quale trasferire linguaggi, relazioni e apprendimento alle linee permanenti[70]. Una marca di lusso deve infatti mantenere qualità elevata, autenticità, immagine prestigiosa, capacità di sostenere un prezzo superiore e una connessione profonda con il consumatore, elementi che postulano coordinamento anziché elementare visibilità. Nel caso Moncler, la pluralità creativa risultò pertanto compatibile con il posizionamento perché ciascuna collaborazione venne ricondotta a un nucleo stabile di tecnicità, protezione e riconoscibilità del prodotto. La funzione economica delle tre componenti consiste anche nel distribuire l'attenzione lungo l'anno, alimentando ingressi ripetuti nei punti vendita e riducendo la dipendenza comunicativa da un unico lancio invernale. Il modello produttivo risultava integrato e flessibile perché Moncler controllava direttamente le fasi a maggior valore aggiunto, dalla creatività alla ricerca e sviluppo, dallo sviluppo del prototipo all'acquisto delle materie prime e al controllo qualità. Capispalla e maglieria venivano realizzati

[69] Op. cit. Cabigiosu A., 2020.
[70] Cfr. E. Ko, J. P. Costello e C. R. Taylor, "What is a luxury brand? A new definition and review of the literature", in Journal of Business Research, 2019, 99, pp. 405-413.

sia internamente sia attraverso *façonisti* indipendenti, mentre calzature e accessori ricorrevano prevalentemente a fornitori esterni selezionati. Oltre 300 fornitori contribuivano all'approvvigionamento, ma i primi 36 rappresentavano più dell'80% del valore acquistato, rendendo centrali qualificazione, diversificazione e controllo delle prestazioni. La produzione interna in Italia e Romania, gli investimenti nell'automazione e il nuovo impianto veneto dedicato alla maglieria accrescevano il presidio di qualità, efficienza e sostenibilità lungo la catena del valore. La configurazione conservava internamente le competenze che incidevano maggiormente sulla differenziazione. Nel 2025 la distribuzione traduceva questo controllo industriale in una relazione diretta con il cliente, attraverso boutique monomarca, negozi online, *e-concession*, partner selezionati e spazi *wholesale* ad alta coerenza reputazionale[71]. Il marchio Moncler disponeva di 295 punti vendita *retail* e 49 presenze *wholesale* monomarca, mentre l'87% dei ricavi del *brand* proveniva dal canale DTC[72]. La prevalenza del DTC consente un controllo più accurato su prezzo, assortimento, inventario, rappresentazione del prodotto e qualità dell'esperienza, ma accresce l'esposizione ai costi fissi della rete e alla produttività delle singole localizzazioni. Il negozio non opera dunque soltanto come luogo transazionale, poiché ciascun punto di contatto viene concepito come una destinazione di marca collegata a una piattaforma digitale integrata. Il passaggio dal multicanale all'*omnicanale* implica una trasformazione più profonda della elementare aggiunta di un sito di commercio elettronico, poiché postula integrazione di cataloghi, prezzi, inventari, sistemi informativi e responsabilità organizzative[73]. Il cliente deve poter iniziare il percorso in un ambiente digitale, proseguirlo in

[71] Moncler Group, Corporate Presentation FY 2025, Milano, Moncler S.p.A., 2026, pp. 8-10.
[72] Op. cit Moncler Group, Corporate Presentation FY 2025
[73] Op. cit. Cabigiosu A., 2020, pp. 71-82.

boutique e concluderlo mediante consegna o ritiro senza percepire discontinuità fra i punti di contatto. Per Moncler, questa continuità accresce la probabilità di convertire l'interesse generato da eventi e *social media* in una relazione misurabile, ma postula visibilità tempestiva delle disponibilità e coordinamento logistico fra magazzini e negozi. L'integrazione produce peraltro dati utilizzabili per segmentare le preferenze, personalizzare il servizio e programmare gli assortimenti, sebbene la raccolta informativa debba essere accompagnata da protezione e responsabilità nell'uso dei dati. La componente fisica conserva comunque una funzione determinante, perché la boutique consente di percepire materiali, vestibilità e qualità del servizio, mentre l'ambiente digitale amplia accessibilità e preparazione dell'acquisto. La strategia *phygital* integra queste componenti mediante appuntamenti, strumenti mobili, contenuti immersivi e assistenza personalizzata, facendo del punto vendita una parte dell'esperienza complessiva. Il vantaggio non scaturisce dalla quantità di tecnologie installate, bensì dalla loro capacità di ridurre attriti, riconoscere il cliente e preservare la qualità relazionale tipica del lusso. L'*omnicanalità* può migliorare la rotazione delle scorte e la conversione commerciale, ma accresce la complessità dei sistemi, della formazione e dell'ultimo tratto. La crescita del DTC è sostenibile soltanto quando logistica, dati e servizio mantengono coerenza su scala internazionale. La digitalizzazione rafforza la continuità fra spazi fisici, comunicazione e commercio elettronico, convertendo i dati di relazione in una conoscenza più precisa delle preferenze e dei comportamenti. L'esperienza digitale, quando mantiene autenticità e coerenza identitaria, può consolidare attaccamento e fedeltà perché integra stimoli visivi, narrazione e interazione con

la presenza materiale del marchio[74]. Nel caso Moncler, eventi, campagne e collaborazioni non sono pertanto attività separate dal *retail*, ma componenti di un ecosistema volto a trasformare *audience* internazionali in comunità coinvolte. La rilevanza culturale alimenta la domanda, mentre la rete diretta converte l'attenzione in vendite e informazioni proprietarie. Nel periodo osservato la stagionalità rimaneva una caratteristica strutturale, poiché il marchio conservava un'elevata esposizione ai capispalla e alle vendite autunnali e invernali, con fabbisogni finanziari e logistici che richiedevano una pianificazione coerente. Il secondo semestre rivestiva conseguentemente un peso superiore, mentre clima, turismo internazionale e tempistica delle consegne *wholesale* potevano modificare la distribuzione infrannuale dei ricavi. La destagionalizzazione veniva perseguita ampliando *Collection*, rendendo *Grenoble* una proposta per tutte le stagioni e sviluppando maglieria, calzature, accessori e soluzioni leggere per le attività *outdoor*. L'evoluzione non eliminava il legame con l'inverno, ma ne riduceva la rigidità attraverso più occasioni d'uso. Il posizionamento si fonda peraltro sulla combinazione di autenticità, rarità percepita e capacità di innovare senza interrompere la continuità con l'origine[75]. La rarità naturale, collegata a materiali e lavorazioni, sostiene contemporaneamente valore funzionale, sociale ed emozionale, mentre una scarsità meramente artificiale produce effetti più limitati se non è accompagnata da qualità riconoscibile. Nel 2025 Moncler integrava questa logica mediante selezione delle materie prime, competenza tecnica, *capsule* limitate e collaborazioni, senza trasformare l'esclusività in pura inaccessibilità. La protezione della proprietà intellettuale e il sistema di

[74] F.-L. Lin e T.-H. Ku, "Effect of digital brand experience on luxury fashion brand authenticity, attachment and loyalty", in South African Journal of Business Management, 2023, 54/1, pp. 1-3.
[75] X. Wang, B. Sung e I. Phau, "How rarity and exclusivity influence types of perceived value for luxury", in Journal of Brand Management, 2024, 31, pp. 576-581.

autenticità basato su codice univoco e Near Field Communication (NFC) difendevano peraltro la riconoscibilità contro la contraffazione fisica e digitale. Sostenibilità, tracciabilità e responsabilità di filiera completano tale posizionamento, poiché nel lusso contemporaneo l'autenticità discende anche dalla coerenza fra promessa, processo produttivo e comportamento aziendale[76]. I presenti elementi definiscono le risorse distintive sulle quali misurare la solidità competitiva del Gruppo. L'autenticità riveste forme meno appariscenti quando i consumatori maturi ricercano segnali discreti, qualità riconoscibile e appartenenza culturale anziché loghi immediatamente visibili, soprattutto nei mercati culturalmente più maturi[77]. Le strategie di lusso inconspicuous costruiscono valore attraverso origine dei materiali, artigianalità, continuità del design e narrazioni sincere, rendendo la competenza leggibile soprattutto a chi possiede conoscenze specifiche. La descritta prospettiva è rilevante per Moncler perché il marchio deve conciliare riconoscibilità globale e profondità tecnica, evitando che l'elevata diffusione trasformi il piumino in un segnale puramente ostentativo. *Grenoble* e le lavorazioni specialistiche possono sostenere questo equilibrio quando prestazione, provenienza e durata costituiscono prove concrete della promessa di marca. Anche la personalizzazione postula una gestione selettiva, poiché può accrescere espressione individuale, unicità e attaccamento, ma può generare il timore di essere percepiti come orientati all'esibizione[78]. Per un marchio fondato sull'equilibrio fra funzione e status, la personalizzazione dovrebbe privilegiare dettagli coerenti e soluzioni tecniche utili, anziché aggiunte che interrompano l'integrità estetica del prodotto.

[76] Op. cit. Chevalier M. e Mazzalovo G., 2021.
[77] Z. Wu, "Crafting inconspicuous Luxury Brands Through Brand Authenticity in China", in Frontiers in Psychology, 2022, 13, art. 826890, pp. 1-4.
[78] A.-M. O'Rourke, J. Lin, B. Sung e F. Septianto, "Social dynamics of luxury customization: The unique impact of name personalization", in Psychology & Marketing, 2025, 42/2, pp. 493-496.

Esclusività e relazione discendono pertanto dalla precisione con cui il marchio riconosce bisogni e competenze del cliente.

5.1.3 Analisi strategica applicata: Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats (SWOT) e 5 Forze di Porter per Moncler

Applicando il modello delle 5 forze, lo spazio competitivo va definito ben oltre la semplice categoria dei piumini, includendo il lusso personale, il *fashion retail*, l'*outerwear* tecnico di fascia alta e i marchi *premium* capaci di competere per spesa, attenzione e localizzazioni commerciali[79]. La redditività potenziale discende dall'interazione fra minaccia di entrata, potere di fornitori e acquirenti, sostituti e intensità della rivalità, mentre la sostenibilità del vantaggio postula risorse difficili da trasferire o imitare. Per Moncler, la competizione riguarda simultaneamente qualità tecnica, reputazione, accesso distributivo e rilevanza culturale. Nel periodo osservato la minaccia di nuovi entranti era contenuta dalle risorse necessarie per costruire un marchio, sviluppare competenze manifatturiere, ottenere spazi nelle destinazioni del lusso e sostenere investimenti continuativi in comunicazione. L'*heritage* accumulato dal 1952 e la trasformazione guidata dal 2003 costituivano barriere temporali che non potevano essere acquistate rapidamente, mentre la rete di boutique e il controllo della catena del valore richiedevano capitale e capacità organizzative. Le piattaforme digitali riducevano però i costi di accesso alla notorietà, consentendo a marchi emergenti, specialisti *outdoor* e operatori *direct-to-consumer* di intercettare nicchie sensibili a sostenibilità, funzionalità o estetiche innovative[80]. La barriera restava elevata nella costruzione di un sistema globale, ma risultava più permeabile nella conquista iniziale dell'attenzione. Il potere dei fornitori

[79] R. M. Grant, Contemporary Strategy Analysis, 11ª ed., Hoboken, Wiley, 2022, pp. 54-59.
[80] Op. cit. Lin F.-L. e Ku T.-H., 2023.

appariva moderato, poiché la qualità richiesta per piuma, nylon, lana, cotone, maglieria e componenti tecnici restringeva il numero di controparti idonee, soprattutto quando erano necessarie tracciabilità e conformità sociale. La concentrazione degli acquisti presso i principali fornitori poteva rafforzare la dipendenza, mentre tensioni sull'offerta, cambiamento climatico e incremento dei costi potevano comprimere margini o rallentare la produzione. Moncler attenuava tale pressione attraverso *multi-sourcing*, programmazione di medio periodo, audit, produzione interna e contratti che imponevano standard di qualità, composizione e prestazione, mentre il presidio diretto delle fasi strategiche impediva ai fornitori di controllare integralmente il *know-how* che determinava il valore finale. Il potere contrattuale degli acquirenti finali risultava limitato dalla frammentazione della clientela, ma aumentava per effetto dei bassi costi di passaggio fra marchi e della trasparenza digitale, poiché il cliente del lusso confronta prezzo e qualità con autenticità, esperienza, valori e possibilità di esprimere un'identità attraverso il prodotto[81]. Il modello DTC attenua il potere degli intermediari e consente di gestire direttamente assortimento, relazione e dati, sebbene il *wholesale* mantenga rilevanza per visibilità, copertura selettiva e accesso a specifici mercati. La fedeltà viene pertanto costruita attraverso qualità costante, servizio, *community* e continuità fra esperienza online e fisica, piuttosto che mediante competizione di prezzo[82]. Nel periodo 2020-2025 la minaccia dei sostituti comprendeva capi *premium*, *sportswear* tecnico, *streetwear*, lusso casual, mercato secondario ed esperienze alternative, soprattutto quando la fragilità economica e la correlazione fra domanda di lusso, ricchezza e stabilità dei mercati rendevano più probabile la sostituzione o il rinvio dell'acquisto. Anche temperature più miti potevano ridurre l'utilità

[81] Op. cit. Wang X., Sung B. e Phau I., 2024, pp. 577-581.
[82] Op. cit. Chevalier M. e Mazzalovo G., 2021, pp. 417-451.

immediata dei capispalla pesanti, mentre l'ampliamento verso *Collection*, *Grenoble* annuale e categorie complementari accresceva le occasioni d'uso e attenuava il rischio climatico. Il simbolo Moncler attenua la sostituibilità funzionale, senza eliminare quella economica e culturale.
La rivalità risultava elevata perché gruppi diversificati e marchi specialistici competevano per clienti globali, talenti creativi, materie prime, visibilità digitale e localizzazioni *retail* prestigiose. Moncler doveva confrontarsi sia con operatori del lusso dotati di portafogli ampi e risorse finanziarie superiori, sia con *brand outdoor* idonei a rivendicare autenticità tecnica e sostenibilità; la differenziazione riduceva la comparabilità diretta, ma richiedeva investimenti continui in prodotto, eventi, comunicazione e protezione della proprietà intellettuale. La contraffazione intensificava indirettamente la pressione, poiché poteva erodere esclusività, fiducia e riconoscibilità senza generare una competizione legittima sul prodotto. L'analisi delle risorse documenta nondimeno un insieme coerente di vantaggi: heritage montano, leadership creativa, controllo del DTC, competenze produttive, liquidità, rete internazionale e capacità di trasformare collaborazioni in rilevanza culturale. Le risorse sostengono prezzi elevati, qualità percepita e relazione diretta, risultando rare e difficili da replicare[83]. Nel periodo analizzato le debolezze derivavano da stagionalità, concentrazione asiatica, costi fissi *retail* e diversa maturità di Stone Island, mentre opportunità e minacce emergevano dall'espansione annuale, dalla digitalizzazione, dal clima e dalla volatilità geopolitica. La solidità competitiva discende dalla capacità di mantenere congiuntamente attributi che, considerati separatamente, sarebbero imitabili da concorrenti specializzati. Qualità tecnica senza prestigio collocherebbe l'offerta nel solo abbigliamento funzionale,

[83] Op. cit. Grant R. M., 2022.

mentre prestigio privo di autenticità renderebbe il prezzo vulnerabile alle variazioni della moda e della reputazione. Moncler protegge il proprio spazio combinando prodotto, *heritage*, distribuzione selettiva e risonanza culturale, cosicché il valore emerge dall'interazione del sistema e non da una singola risorsa. La crescita tramite Stone Island non deve pertanto essere valutata soltanto in termini di ricavi aggiuntivi, ma considerando la possibilità di condividere competenze senza uniformare identità e comunità. La storia dell'industria documenta che i gruppi di maggiori componenti ottennero vantaggi dall'accesso al capitale, dagli spazi commerciali e dalla condivisione di competenze produttive e distributive, ma conservarono valore soltanto evitando una centralizzazione capace di appiattire i marchi. Per Moncler, la dimensione aziendale rappresenta pertanto un'opportunità nella logistica, nel digitale e nelle funzioni centrali, mentre la differenziazione resta affidata a direzione creativa, cultura di prodotto e comunità distinte. La tensione fra sinergia e autonomia determina quanta parte delle risorse di Gruppo possa essere convertita in vantaggio senza indebolire la specificità dei due marchi.

Tabella 5.1. Sintesi SWOT del Gruppo Moncler e implicazioni strategiche

Dimensione SWOT	**Evidenze principali**	**Implicazione competitiva**	**Variabile da monitorare**
Punti di forza (*Strengths*)	*Heritage tecnico; brand equity;* DTC *dominante; margini elevati; liquidità; controllo delle fasi strategiche*	*Pricing power, coerenza dell'esperienza e capacità di finanziare crescita e innovazione*	Traffico DTC, margine operativo, conversione di cassa
Punti di debolezza (*Weaknesses*)	Stagionalità; dipendenza dai capispalla; esposizione asiatica; costi fissi *retail*;	Maggiore sensibilità a clima, turismo,	*Mix stagionale, vendite comparabili,*

Dimensione SWOT	Evidenze principali	Implicazione competitiva	Variabile da monitorare
	sviluppo incompleto di Stone Island	domanda regionale e produttività della rete	*redditività Stone Island*
Opportunità (*Opportunities*)	*Grenoble* annuale; ampliamento di *Collection*; calzature e accessori; crescita in Americhe e Asia; gestione cliente e *omnicanalità*	Destagionalizzazione, incremento della frequenza d'acquisto e migliore conoscenza del cliente	*Mix di categoria, nuovi clienti, quota digitale*
Minacce (*Threats*)	Rallentamento del lusso; cambi; dazi; contraffazione; materie prime; *cyber risk*; concorrenza per spazi e attenzione	Pressione su ricavi, costi, reputazione e capitale investito	Volatilità valutaria, costi di fornitura, produttività dei negozi

Fonte: Moncler Group, 2026, pp. 15-25 e 43-49; R. M. Grant, 2022, pp. 59-73 e 97-105; X. Wang, B. Sung e I. Phau, 2024, pp. 576-592.

La matrice documenta che il vantaggio scaturisce dalla complementarità fra identità, prodotto, distribuzione, comunità e disciplina finanziaria[84]. La descritta complementarità implica investimenti rilevanti e postula di verificare struttura patrimoniale, resilienza dei flussi di cassa e remunerazione del capitale nel periodo 2020-2025, considerando anche la composizione geografica e distributiva dei ricavi consolidati per marchio e canale.

[84] Cfr. Moncler Group, Relazione finanziaria annuale 2025, pp. 15-18 e 43-49.

5.2 Analisi delle performance finanziarie e andamento del titolo (2020-2025)

Il periodo 2020-2025 consente di osservare Moncler attraverso 3 fasi differenti: lo shock pandemico, il consolidamento di Stone Island e la successiva normalizzazione della domanda mondiale di lusso. L'interpretazione dei risultati postula nondimeno cautela, poiché il 2020 riguardò soltanto il marchio Moncler, mentre dal 1° aprile 2021 il bilancio consolidò anche Stone Island e modificò pertanto il perimetro economico del Gruppo[85].

5.2.1 Analisi della struttura patrimoniale e breakdown dei ricavi per area geografica e canale

Nel 2020 i ricavi furono pari a 1.440,4 milioni di euro, in diminuzione rispetto al 2019 per effetto delle chiusure dei negozi, delle limitazioni alla mobilità internazionale e della contrazione del turismo, ma il Gruppo mantenne un margine operativo del 25,6% e un utile netto di 300,4 milioni. Nel 2021 la riapertura delle economie e il recupero del canale diretto portarono i ricavi consolidati a 2.046,1 milioni, mentre l'*Earnings Before Interest and Taxes* (EBIT) raggiunse 603,1 milioni, con un'incidenza del 29,5%[86]. Il confronto incorporava Stone Island soltanto dal 1° aprile, rendendo il 2021 non pienamente omogeneo con il 2020. Nel 2022 i ricavi raggiunsero 2.602,9 milioni, l'EBIT 774,5 milioni e il margine operativo il 29,8%[87]. Nel 2023 i ricavi salirono a 2.984,2 milioni e l'EBIT raggiunse 893,8 milioni, pari al 30,0%, livello massimo del periodo considerato. Nel 2024 il fatturato aumentò a 3.108,9 milioni, ma rallentò al 4% a cambi correnti per la fragilità del lusso e della

[85] Moncler Group, Annual Report 2021, Milano, Moncler S.p.A., 2022, pp. 64-69 e 123-126.
[86] Op. cit. Moncler Group, Annual Report 2021
[87] Moncler Group, Annual Report 2023, Milano, Moncler S.p.A., 2024, pp. 38-44.

domanda cinese[88]. Il margine lordo salì comunque al 78,1% grazie al maggiore peso del DTC, mentre l'EBIT si attestò a 916,3 milioni e il margine operativo scese lievemente al 29,5% per l'aumento dei costi di vendita e degli investimenti organizzativi. Nel 2025 i ricavi raggiunsero 3.132,1 milioni, con un incremento dell'1% a cambi correnti e del 3% a tassi di cambio costanti (*constant foreign exchange*, cFX), mentre l'EBIT diminuì marginalmente a 913,4 milioni, pari al 29,2% dei ricavi[89]. L'utile netto diminuì da 639,6 a 626,7 milioni. La struttura patrimoniale evidenziò una progressiva espansione degli attivi immateriali dopo l'acquisizione di Stone Island, poiché marchi e avviamento rappresentarono una componente rilevante del capitale investito. Il valore degli intangibili dipendeva dalle prospettive dei due marchi e dalle verifiche periodiche di recuperabilità[90]. Le immobilizzazioni materiali e i diritti d'uso aumentarono con l'espansione della rete diretta e delle infrastrutture. La crescita degli attivi immateriali rende necessario distinguere il valore contabile dal capitale economico effettivamente prodotto dal marchio, poiché reputazione, competenze artigianali, relazioni distributive e memoria storica non vengono integralmente riconosciute nello stato patrimoniale[91]. Una parte rilevante della capacità di applicare prezzi superiori scaturisce infatti da qualità percepita, autenticità e risonanza, componenti che generano flussi ma non rivestono automaticamente la forma di attività separatamente misurabili. L'avviamento emerso con Stone Island rappresenta pertanto soltanto una sintesi contabile dell'eccedenza pagata, mentre la sua recuperabilità discende dalla futura conversione di identità, innovazione e distribuzione in risultati operativi. L'esperienza storica del lusso documenta peraltro che la costruzione di una rete diretta può attraversare periodi di

[88] Moncler Group, Annual Report 2024, Milano, Moncler S.p.A., 2025, pp. 31-34.
[89] Moncler Group, Annual Report 2025, Milano, Moncler S.p.A., 2026, pp. 32 e 36-37.
[90] Moncler Group, Relazione finanziaria annuale 2025, pp. 308-311.
[91] Cfr. Op. cit. Ko E., Costello J. P. e Taylor C. R., 2019, pp. 405-413.

redditività ridotta prima di produrre maggiore controllo e produttività, poiché boutique, competenze e organizzazione postulano investimenti anticipati. La descritta osservazione è segnatamente utile per interpretare Stone Island, la cui conversione verso il DTC può comprimere temporaneamente i risultati pur rafforzando assortimento, dati e coerenza nel medio termine. L'analisi patrimoniale deve pertanto verificare non soltanto l'entità degli intangibili, ma la presenza di segnali operativi che ne sostengano il valore, come crescita comparabile, produttività dei negozi, margini e conversione in cassa. Il capitale circolante netto passò da 165,0 milioni nel 2020 a 148,8 milioni nel 2021, beneficiando del recupero delle vendite e di un controllo più accurato delle scorte[92]. Nel 2022 salì a 191,7 milioni e nel 2023 a 240,2 milioni, soprattutto per la programmazione produttiva[93]. Nel 2024 raggiunse 255,5 milioni e nel 2025 303,6 milioni, pari rispettivamente all'8,2% e al 9,7% dei ricavi, segnalando un maggiore assorbimento di risorse nelle rimanenze[94]. La posizione finanziaria netta, esclusi i leasing, migliorò da 855,3 milioni nel 2020 a 1.458,0 milioni nel 2025[95]. Il *free cash flow* aumentò da 195,5 milioni nel 2020 a 550,3 milioni nel 2021, scese a 327,7 milioni nel 2022 per effetto del capitale circolante, delle imposte e del riallineamento del valore di Stone Island, pertanto risalì a 549,4 milioni nel 2023 e a 587,5 milioni nel 2024[96]. Nel 2025 il flusso diminuì a 529,0 milioni per il maggiore assorbimento del circolante, pur mantenendosi sufficiente a finanziare 193,2 milioni di investimenti e 353,2 milioni di

[92] Op. cit. Moncler Group, 2022, pp. 67-68.
[93] Op. cit. Moncler Group, 2024, pp. 42-43.
[94] Moncler Group, Relazione finanziaria annuale 2025, pp. 37-39.
[95] Op. cit. Moncler Group, 2022, pp. 67-69; Moncler Group, Relazione finanziaria annuale 2025, pp. 38-40.
[96] Op. cit. Moncler Group, 2022, pp. 68-69; Op. cit. Moncler Group, 2024, pp. 43-44; Op. cit. Moncler Group, 2025, pp. 43-44.

dividendi[97]. La liquidità netta confermò la conversione dei risultati operativi in cassa.

Tabella 5.2. Evoluzione economico-finanziaria, distributiva e azionaria del Gruppo Moncler, 2020-2025

Indicatore	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
Ricavi consolidati (milioni di euro)	1.440,4	2.046,1	2.602,9	2.984,2	3.108,9	3.132,1
Margine EBIT	25,6%	29,5%	29,8%	30,0%	29,5%	29,2%
Utile netto (milioni di euro)	300,4	411,4	606,7	611,9	639,6	626,7
Free cash flow (milioni di euro)	195,5	550,3	327,7	549,4	587,5	529,0
Liquidità netta (milioni di euro)	855,3	729,6	818,2	1.033,7	1.308,8	1.458,0
DTC sui ricavi Moncler	75,6%	78,3%	80,5%	84,1%	86,1%	86,7%
Asia sui ricavi Moncler	49,8%	49,1%	46,8%	50,2%	50,9%	52,0%
Rendimento annuo Moncler	+25,1%	+27,7%	-22,7%	+12,5%	-8,5%	+7,7%
Rendimento annuo FTSE MIB	-5,4%	+23,0%	-13,3%	+28,0%	+12,6%	+31,5%
Dividendo per azione (euro)	0,45	0,60	1,12	1,15	1,30	1,40
Payout ratio stimato	40,2%	39,3%	49,9%	50,8%	55,0%	61,0%
Dividend yield stimato	0,90%	0,94%	2,26%	2,06%	2,55%	2,55%

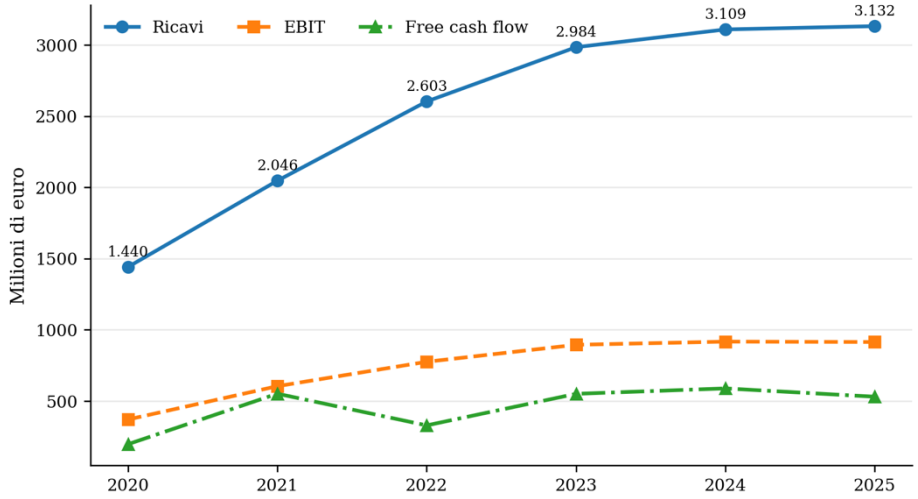
Fonte: Moncler Group, 2022, pp. 49-50, 64-69 e 125-126; Moncler Group, 2024, pp. 34-44 e 63-64; Moncler Group, 2025, pp. 27-44 e 53; Moncler Group, 2026, pp. 27-40 e 58. Elaborazioni sui dati societari; i rendimenti 2020 e 2022 sono ricavati dalle performance cumulative ufficiali, mentre payout e dividend yield sono stime basate rispettivamente sull'utile consolidato e sul prezzo di fine esercizio.

[97] Moncler Group, *Relazione finanziaria annuale 2025*, pp. 39-40.

La composizione geografica dei ricavi confermò la preminenza dell'Asia nel modello Moncler. Nel 2020 l'area rappresentò il 49,8% dei ricavi del marchio, scese al 46,8% nel 2022 a causa delle restrizioni in Cina e tornò a crescere fino al 52,0% nel 2025[98]. L'Europa, Medio Oriente e Africa (Europe, Middle East and Africa, EMEA) scese al 33,6% nel 2025, penalizzata dai flussi turistici. Le Americhe conservarono una quota compresa fra il 14% e il 17%, con un recupero del 5% a cFX nel 2025. Il canale *Direct-to-Consumer* (DTC) divenne il principale pilastro della crescita, passando dal 75,6% dei ricavi Moncler nel 2020 all'86,7% nel 2025[99]. Il maggiore peso del DTC accrebbe il margine lordo e il controllo distributivo, ma richiese costi, investimenti e scorte superiori. Stone Island seguì una trasformazione ancora più marcata, poiché il DTC salì dal 37,2% nel 2022 al 55,1% nel 2025, mentre il *wholesale* diminuì conseguentemente. La diversa maturità dei due marchi spiegò parte delle differenze di redditività e del rischio esecutivo.

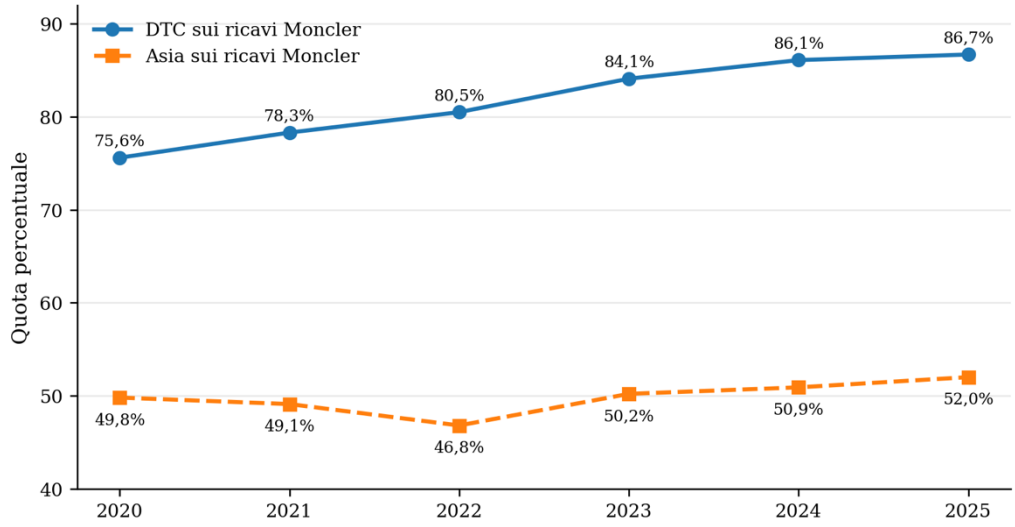
[98] Op. cit. Moncler Group, 2024, pp. 38-39; Moncler Group, Relazione finanziaria annuale 2025, pp. 32-33.
[99] Op. cit. Moncler Group, 2022, p. 126; Moncler Group, Relazione finanziaria annuale 2025, pp. 33-34.

Figura 5.1. Evoluzione dei ricavi, dell'EBIT e del *free cash flow* del Gruppo Moncler, 2020-2025



Fonte: elaborazione propria su Moncler Group, 2022, pp. 64-69; Moncler Group, 2024, pp. 38-44; Moncler Group, 2025, pp. 31-44; Moncler Group, 2026, pp. 32-40.

Figura 5.2. Evoluzione del peso del canale DTC e dell'Asia sui ricavi del marchio Moncler, 2020-2025



Fonte: elaborazione propria su Moncler Group, 2022, pp. 125-126; Moncler Group, 2024, pp. 38-40; Moncler Group, 2025, pp. 31-36; Moncler Group, 2026, pp. 32-35.

Globalmente, la struttura patrimoniale risultò più ampia e liquida, mentre il DTC migliorò il controllo senza eliminare stagionalità e rischio d'inventario. Le presenti caratteristiche chiariscono perché il titolo non coincise sempre con la progressione dei risultati contabili.

5.2.2 Analisi quantitativa delle serie storiche: rendimenti, volatilità e performance risk-adjusted rispetto al mercato

L'analisi utilizzò i rendimenti annuali di fine esercizio comunicati da Moncler e il *Financial Times Stock Exchange Milano Indice di Borsa* (FTSE MIB) quale *benchmark* domestico, mantenendo separati i dividendi per evitare sovrapposizioni con la successiva valutazione della politica distributiva. I rendimenti 2020 e 2022 furono ricostruiti dalle variazioni cumulative ufficiali, applicando la composizione geometrica, mentre le misure di volatilità furono calcolate sulla deviazione standard campionaria delle sei osservazioni[100]. La limitata numerosità non consente inferenze statistiche robuste, ma consente di confrontare direzione, dispersione e sensibilità del titolo durante fasi di mercato differenti. Moncler realizzò rendimenti positivi del 25,1% nel 2020 e del 27,7% nel 2021, sovraperformando il FTSE MIB rispettivamente di 30,6 e 4,7 punti percentuali[101]. Il risultato rifletté la rapida ripresa della domanda di lusso, la tenuta della Cina e l'aspettativa che il controllo digitale e il DTC avrebbero sostenuto la crescita successiva. Nel 2022 il titolo perse invece il 22,7%, contro il -13,3% del *benchmark*, poiché inflazione, rialzo dei tassi, guerra e restrizioni cinesi ridussero la propensione degli investitori verso i titoli discrezionali.

[100] Z. Bodie, A. Kane e A. J. Marcus, *Investments*, 13ª ed., New York, McGraw Hill, 2024, pp. 126-158.
[101] Op. cit. Moncler Group, 2022, pp. 49-50.

Nel 2023 Moncler recuperò il 12,5%, ma rimase molto distante dal +28,0% del FTSE MIB, favorito dalla rivalutazione del mercato italiano e dal miglioramento delle aspettative sui tassi. Nel 2024 il titolo diminuì dell'8,5%, mentre l'indice salì del 12,6%, perché il rallentamento cinese e la normalizzazione del lusso provocarono revisioni degli utili e maggiore selettività fra i marchi. Nel 2025 Moncler tornò positivo con il 7,7%, ma il FTSE MIB avanzò del 31,5%, sostenuto soprattutto dal settore bancario e dal miglioramento delle condizioni finanziarie. La sottoperformance osservata dal 2022 non implicò pertanto un deterioramento equivalente degli strutturali, ma evidenziò una compressione relativa delle aspettative incorporate nel prezzo. La scomposizione del periodo confermò una discontinuità marcata. Nel biennio 2020-2021 il titolo accumulò circa il 59,8%, contro il 16,3% del FTSE MIB, mentre nel quadriennio 2022-2025 perse circa il 14,3% a fronte di un progresso dell'indice vicino al 64,4%[102]. La differenza dipese anche dalla composizione del *benchmark*, nel quale banche, utilities e gruppi industriali reagirono a tassi e ciclo economico in modo diverso dai produttori di lusso. Il confronto misura, pertanto, il costo opportunità dell'investimento. Globalmente, 100 euro investiti nel titolo a fine 2019 sarebbero diventati circa 137,0 euro alla fine del 2025, contro 191,1 euro nel FTSE MIB[103]. Il rendimento cumulato fu pertanto pari al 37,0% per Moncler e al 91,1% per il mercato, corrispondente a un tasso annuo composto del 5,4% e dell'11,4%. Il rendimento medio aritmetico si attestò al 7,0% per Moncler e al 12,7% per l'indice, mentre la volatilità annuale campionaria risultò rispettivamente del 19,5% e del 18,4%. Il titolo offrì dunque un rendimento inferiore con una dispersione leggermente superiore, configurazione sfavorevole

[102] Elaborazione sulle performance cumulative ufficiali riportate nelle relazioni annuali 2021 e 2025.
[103] Elaborazione sui dati riportati nella Tabella 3.2.

sull'ambito del rapporto rischio-rendimento. Assumendo un rendimento minimo accettabile pari a 0, il rapporto fra rendimento medio e volatilità, equivalente a uno Sharpe semplificato, risultò 0,36 per Moncler e 0,69 per il FTSE MIB[104]. La deviazione negativa fu pari al 9,9% per Moncler e al 5,9% per l'indice, producendo un Sortino semplificato di 0,71 e 2,17. Il massimo arretramento misurato sui valori annuali raggiunse il 22,7% per Moncler nel 2022 e il 13,3% per il *benchmark*, sebbene l'impiego di osservazioni giornaliere avrebbe verosimilmente mostrato *drawdown* infrannuali più profondi. Le misure confermarono che il rischio rilevante non derivò soltanto dall'ampiezza complessiva delle oscillazioni, ma soprattutto dalla maggiore intensità delle perdite nelle fasi avverse. La regressione dei rendimenti annuali Moncler su quelli del FTSE MIB produsse un beta di circa 0,44 e una correlazione di 0,42[105]. Il beta inferiore a 1 indicò una sensibilità sistematica moderata, coerente con la solidità patrimoniale e con la natura globale dei ricavi, che ridusse la dipendenza diretta dal ciclo italiano. La bassa correlazione mostrò però che una quota rilevante della volatilità dipese da fattori specifici, fra cui Cina, turismo, valuta, stagionalità e valutazione del settore del lusso. Con tasso privo di rischio posto convenzionalmente a 0, l'alpha annuale del modello di mercato fu positivo per circa 1,3 punti percentuali, ma la stima risultò instabile per il numero ridotto di osservazioni. Il rendimento attivo medio rispetto al FTSE MIB fu pari a -5,8 punti percentuali annui, con un tracking error del 20,5% e un'information ratio di -0,28 La sequenza fu segnatamente significativa perché Moncler sovraperformò nel 2020-2021, ma rimase dietro al *benchmark* in ciascun esercizio dal 2022 al 2025. Il dato non dimostrò una perdita strutturale di competitività, ma segnalò una compensazione insufficiente del rischio specifico.

[104] Elaborazione sui dati riportati nella Tabella 3.2.
[105] Elaborazione sui dati riportati nella Tabella 3.2.

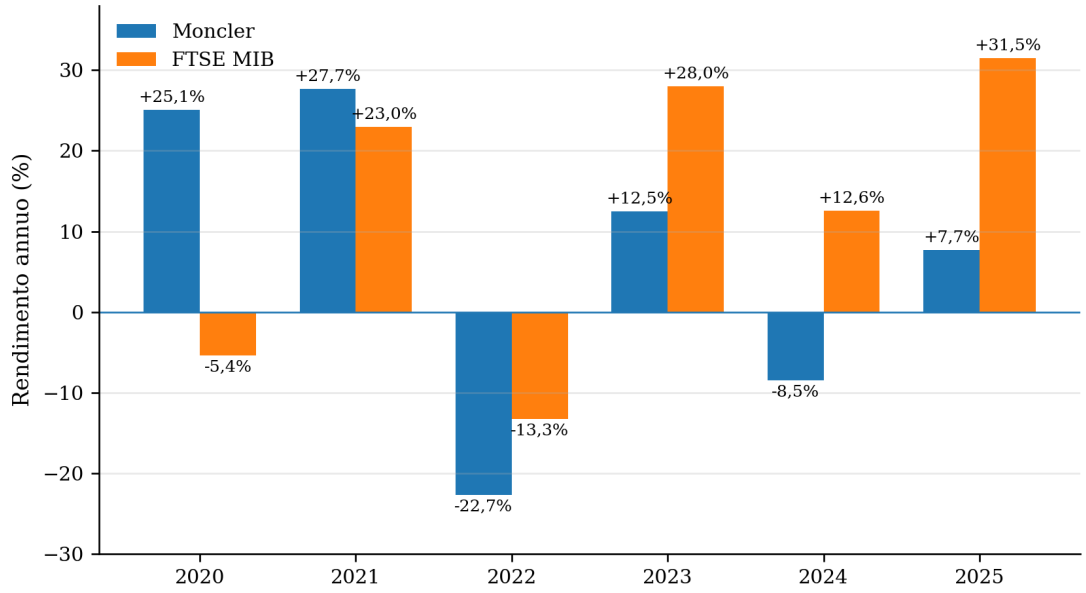
Gli indicatori complessivi confermarono pertanto che, nel periodo 2020-2025, Moncler offrì un rendimento inferiore al mercato con una volatilità lievemente superiore, mentre le misure relative segnalarono una marcata discontinuità fra la sovraperformance iniziale e il successivo rendimento attivo negativo.

Tabella 5.3. Sintesi degli indicatori di rendimento e rischio di Moncler rispetto al FTSE MIB, 2020-2025

Indicatore	**Moncler**	**FTSE MIB**	**Differenziale o relazione**
Rendimento cumulato	37,0%	91,1%	-54,1 p.p.
Tasso annuo composto (CAGR)	5,4%	11,4%	-6,0 p.p.
Rendimento medio annuo	7,0%	12,7%	-5,7 p.p.
Volatilità annua	19,5%	18,4%	+1,1 p.p.
Deviazione negativa	9,9%	5,9%	+4,0 p.p.
Indice di Sharpe semplificato	0,36	0,69	-0,33
Indice di Sortino semplificato	0,71	2,17	-1,46
Massima perdita annua	-22,7%	-13,3%	-9,4 p.p.
Beta rispetto al mercato	0,44	1,00	Sensibilità inferiore
Correlazione con il mercato	0,42	1,00	Relazione moderata
Alpha stimato	+1,3 p.p.	—	Positivo, ma poco robusto
Tracking error	20,5%	—	Elevata dispersione attiva
Information ratio	-0,28	—	Rendimento attivo negativo

Fonte: Moncler Group, 2022, pp. 49-50; Moncler Group, 2024, pp. 34-35; Moncler Group, 2025, pp. 27-28; Moncler Group, 2026, pp. 27-28; Z. Bodie, A. Kane e A. J. Marcus, 2024, pp. 126-158, 251-282 e 827-866.

Figura 5.3. Confronto dei rendimenti annuali di Moncler e del FTSE MIB, 2020-2025



Fonte: elaborazione propria su Moncler Group, 2022, pp. 49-50; Moncler Group, 2024, pp. 34-35; Moncler Group, 2025, pp. 27-28; Moncler Group, 2026, pp. 27-28.

L'interpretazione quantitativa deve pertanto distinguere la resilienza economica dalla performance borsistica, dato che ricavi, liquidità e margini migliorarono mentre il prezzo attraversò fasi di correzione. La presente divergenza costituisce il presupposto per la valutazione intrinseca, ma prima postula di verificare come la crescente capacità di generare cassa sia stata trasferita agli azionisti.

5..2.3 Politica dei dividendi: stima del payout e dividend yield

La politica distributiva cambiò sensibilmente dopo la fase pandemica, passando da una remunerazione prudente a un *payout* progressivamente più elevato. Sul risultato 2020 venne approvato un dividendo lordo di 0,45 euro per azione, mentre per il 2021 la proposta salì a 0,60 euro, per un esborso complessivo di circa 161,7 milioni. Il *payout* stimato rimase vicino al 40%, consentendo di preservare risorse per l'acquisizione di Stone Island, gli investimenti nella rete e il rafforzamento della struttura patrimoniale. Per il 2022 il dividendo aumentò a 1,12 euro per azione e l'esborso raggiunse circa 302,5 milioni, portando il *payout* a quasi il 50% dell'utile consolidato[106]. Sul risultato 2023 vennero deliberati 1,15 euro per azione, equivalenti a circa 310,7 milioni e a un *payout* dichiarato del 51%. Nel 2024 il dividendo crebbe a 1,30 euro, per circa 351,8 milioni e un *payout* del 55%, mentre sul risultato 2025 la proposta raggiunse 1,40 euro, 380,2 milioni complessivi e il 61% dell'utile netto consolidato[107]. Il *dividend yield*, calcolato rapportando il dividendo di competenza al prezzo di fine esercizio, rimase inferiore all'1% nel 2020-2021 e salì in un intervallo compreso fra il 2,1% e il 2,6% nel 2022-2025[108]. L'aumento dipese sia dalla crescita del dividendo per azione sia dalla valutazione azionaria meno espansiva rispetto al massimo del 2021. La progressione del *payout* non ridusse la liquidità netta, che aumentò di oltre 600 milioni fra il 2021 e il 2025, confermando che le distribuzioni furono sostenute dalla generazione di cassa e non da un incremento dell'indebitamento finanziario[109].

---

[106] Op. cit. Moncler Group, 2024, pp. 57 e 63-64.
[107] Op. cit. Moncler Group, 2025, p. 53; Moncler Group, Relazione finanziaria annuale 2025, p. 58.
[108] Elaborazione sui dati riportati nella Tabella 3.2.
[109] Op. cit. Moncler Group, 2022, pp. 67-69; Moncler Group, Relazione finanziaria annuale 2025, pp. 38-40.

In termini di teoria finanziaria, il dividendo attenua le risorse lasciate alla discrezionalità manageriale, ma può limitare la capacità di finanziare opportunità future quando la crescita richiede innovazione, capitale umano e investimenti commerciali[110]. Una distribuzione stabile può comunque segnalare fiducia nella persistenza dei flussi. Anche l'integrazione degli obiettivi ambientali, sociali e di governance può incidere sulle decisioni di *payout*, poiché sostenibilità e dividendi competono per una parte delle stesse risorse, pur contribuendo entrambi alla fiducia degli investitori[111]. Nel caso Moncler, l'incremento del dividendo avvenne insieme a investimenti nella filiera, nei negozi, nel digitale e nella sostenibilità, suggerendo un equilibrio fra remunerazione corrente e conservazione della capacità strategica. Il passaggio dal 40% al 61% indicò maggiore maturità finanziaria, ma legò le distribuzioni future a margini e cassa. La liquidità netta offriva sicurezza, ma stagionalità e sviluppo di Stone Island impedivano di considerare automatica la crescita del dividendo. L'interazione fra flussi operativi, investimenti, *payout* e rischio di mercato fornisce pertanto la base empirica per stimare il valore intrinseco del Gruppo mediante flussi di cassa prospettici e valutare, in prospettiva prudenziale, la sostenibilità economica del successivo valore terminale.

[110] Z. Cao, S. X. Chen, M. Harakeh ed E. Lee, "Do non-financial factors influence corporate dividend policies? Evidence from business strategy", in International Review of Financial Analysis, 2022, 82, art. 102211, pp. 1-5.
[111] R. M. A. Zahid, A. Taran, M. K. Khan e I.-C. Chersan, "ESG, dividend payout policy and the moderating role of audit quality: Empirical evidence from Western Europe", in Borsa Istanbul Review, 2023, 23/2, pp. 350-353.

5.3 Stima del valore intrinseco tramite Discounted Cash Flow, valutazione relativa e analisi del consenso

La valutazione del Gruppo Moncler consiste nel trasformare i risultati storici in una previsione coerente dei flussi finanziari, distinguendo il valore prodotto dall'attività operativa dalla liquidità già disponibile agli azionisti[112]. Il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF) stima, infatti, il valore dell'impresa attualizzando i flussi futuri mediante un tasso compatibile con il rischio operativo e finanziario, mentre l'analisi dei multipli verifica se il risultato sia coerente con le valutazioni riconosciute dal mercato a società comparabili[113]. Il confronto conclusivo con il consenso degli analisti non sostituisce la stima autonoma, ma consente di riconoscere le ipotesi nelle quali il modello si discosta dalle aspettative prevalenti[114].

5.3.1 Assunzioni del modello e formulazione delle ipotesi sui flussi di cassa

La valutazione è stata impostata al termine dell'esercizio 2025 e ha adottato un campo analitico compreso fra il 2026 e il 2030, seguito da una fase di crescita stabile rappresentata dal valore terminale. L'intero Gruppo è stato considerato come un'unica entità operativa, poiché la liquidità, i servizi centrali e parte delle funzioni distributive risultavano condivisi, benché Moncler e Stone Island mantenessero identità, redditività e traiettorie commerciali differenti. Il modello ha utilizzato il *Free Cash Flow* to Firm (FCFF), cioè il flusso disponibile per tutti i finanziatori prima delle distribuzioni a debitori e azionisti, in modo da separare le scelte operative dalla politica di finanziamento. Il 2025 ha costituito

[112] J. M. Wahlen, S. P. Baginski e M. T. Bradshaw, *Financial Reporting, Financial Statement Analysis, and Valuation: A Strategic Perspective*, 10ª ed., Boston, Cengage, 2021, pp. 157-181.
[113] J. E. Pinto, E. Henry, T. R. Robinson e J. D. Stowe, con S. E. Wilcox, *Equity Asset Valuation*, 4ª ed., Hoboken, Wiley, 2020, pp. 383-390 e 455-461.
[114] G. Erkilet, G. Janke e R. Kasperzak, "How valuation approach choice affects financial analysts' target price accuracy", in *Journal of Business Economics*, 2022, 92, pp. 741-748.

la base di normalizzazione perché i ricavi raggiunsero 3.132,1 milioni di euro, l'EBIT si attestò a 913,4 milioni e il margine operativo risultò pari al 29,2%. Il flusso di cassa libero riportato dal Gruppo fu pari a 529,0 milioni, dopo 215,6 milioni di investimenti netti, un assorbimento di capitale circolante di 48,1 milioni e imposte per 260,5 milioni. Il dato venne assunto come riferimento economico, ma non fu proiettato meccanicamente, poiché incorporava effetti annuali relativi a scorte, debiti operativi, risultato finanziario e tempistica fiscale. La normalizzazione ha pertanto ricostruito il FCFF a partire dal risultato operativo netto delle imposte, aggiungendo ammortamenti e componenti non monetarie e sottraendo investimenti e variazione del capitale circolante. Per il 2026 e il 2027 sono state adottate come riferimento le stime medie diffuse dal Gruppo, che indicavano ricavi rispettivamente pari a 3.272 e 3.508 milioni, EBIT di 957 e 1.037 milioni e utili netti di 649 e 706 milioni. La crescita attesa risultava pertanto pari al 4,5% nel 2026 e al 7,2% nel 2027, con margini EBIT del 29,2% e del 29,5%[115]. Il recupero più pronunciato previsto per il 2027 è stato interpretato come effetto congiunto della normalizzazione della domanda del lusso, dello sviluppo del canale diretto e del progressivo rafforzamento di Stone Island[116]. Dal 2028 al 2030 la crescita dei ricavi è stata gradualmente ridotta dal 6,5% al 4,5%, evitando di prolungare indefinitamente ritmi superiori alla maturità del mercato di riferimento[117]. I ricavi prospettici sono stati conseguentemente stimati in 3.736 milioni nel 2028, 3.942 milioni nel 2029 e 4.119 milioni nel 2030[118]. L'ipotesi incorpora un'espansione moderata della rete, una crescita delle vendite comparabili, una maggiore penetrazione nelle

[115] Moncler Group, "Consensus and Analyst Coverage", aggiornamento del 6 luglio 2026.
[116] Moncler Group, *Relazione finanziaria annuale 2025*, pp. 15-18 e 42-49.
[117] Op. cit. Wahlen J. M., Baginski S. P. e Bradshaw M. T., 2021, pp. 134-156.
[118] Elaborazione sui dati Moncler Group, 2026, pp. 32-40, e sul consenso aggiornato al 6 luglio 2026.

Americhe e il mantenimento dell'Asia quale principale area commerciale. Non è stata invece attribuita una crescita straordinaria a nuove acquisizioni, poiché un DCF autonomo deve evitare di capitalizzare operazioni non ancora definite o finanziariamente quantificabili[119]. Il margine EBIT è stato mantenuto al 29,2% nel 2026 e portato progressivamente al 30,0% entro il 2029, livello coerente con il massimo raggiunto nel 2023 ma non superiore alla redditività storicamente dimostrata[120]. La stabilizzazione presuppone che il maggiore peso del DTC e le economie di scala compensino l'incremento dei costi del personale, delle locazioni, del marketing e delle strutture digitali. La previsione non considera pertanto un'espansione illimitata del margine, poiché il controllo diretto della distribuzione accresce il margine lordo ma richiede investimenti ricorrenti nella rete e nell'esperienza del cliente. L'aliquota fiscale è stata mantenuta al 29,4%, valore effettivamente registrato nel 2025 e prossimo al 29,7% del 2024. Gli ammortamenti e le altre componenti non monetarie, esclusi gli effetti specifici dell'International Financial Reporting Standard 16 (IFRS 16), sono stati stimati fra il 3,7% e il 3,8% dei ricavi, in continuità con i 119,7 milioni rilevati nel 2025. Gli investimenti netti sono stati inizialmente posti al 6,5% dei ricavi e successivamente ridotti al 5,6%, assumendo che la fase di ampliamento della rete e delle strutture produttive lasci progressivamente spazio a investimenti di mantenimento. Il rapporto fra capitale circolante e ricavi è stato ridotto dal 9,7% del 2025 al 9,0% del 2030, ipotizzando un miglioramento prudente della rotazione delle scorte e della programmazione degli approvvigionamenti.

[119] Op. cit. Pinto J. E., Henry E., Robinson T. R. e Stowe J. D., 2020, pp. 401-407.
[120] Op. cit. Moncler Group, 2024, pp. 38-44; Moncler Group, Relazione finanziaria annuale 2025, pp. 36-37.

Tabella 5.4. Previsione economico-finanziaria e costruzione del FCFF, 2025-2030

Voce (milioni di euro)	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Ricavi	3.132,1	3.272,0	3.508,0	3.736,0	3.942,0	4.119,0
Crescita dei ricavi	0,7%	4,5%	7,2%	6,5%	5,5%	4,5%
EBIT	913,4	955,4	1.034,9	1.113,3	1.182,6	1.235,7
Margine EBIT	29,2%	29,2%	29,5%	29,8%	30,0%	30,0%
NOPAT	—	674,5	730,6	786,0	834,9	872,4
Ammortamenti e componenti non monetarie	119,7	124,3	133,3	142,0	145,9	152,4
Investimenti netti	215,6	212,7	217,5	224,2	228,6	230,7
Variazione del capitale circolante	48,1	7,2	15,4	17,5	15,0	12,0
FCFF	529,0	579,0	631,0	686,3	737,1	782,2

Fonte: Moncler Group, 2026, pp. 32-40 e 302-304; Moncler Group, 2026, sezione "Consensus and Analyst Coverage"; J. D. Stowe et al., 2020, pp. 383-407.

La progressione del FCFF da 579,0 milioni nel 2026 a 782,2 milioni nel 2030 scaturisce soprattutto dalla crescita del NOPAT, mentre il contributo del capitale circolante rimane prudenzialmente negativo durante tutto l'arco temporale esplicito[121]. La previsione implica un tasso annuo composto del flusso vicino al 7,8%, superiore alla crescita dei ricavi perché incorpora un moderato miglioramento dell'efficienza operativa e degli investimenti. La descritta dinamica prepara l'attualizzazione dei flussi, ma rende necessario verificare con particolare rigore il tasso di sconto e la crescita perpetua.

[121] Elaborazione sui dati della Tabella 3.4.

5.3.2 Applicazione del DCF e determinazione del Terminal Value

Il FCFF è stato determinato applicando la relazione fra NOPAT, componenti non monetarie, investimenti netti e variazione del capitale circolante, evitando di includere dividendi, interessi o riacquisti di azioni. La presente configurazione richiede che i flussi siano attualizzati mediante il Weighted Average Cost of Capital (WACC), poiché il valore operativo appartiene congiuntamente ai finanziatori dell'impresa. L'eventuale uso di un costo del capitale proprio sui medesimi flussi produrrebbe un'incoerenza fra numeratore e denominatore e altererebbe il valore attribuito alla struttura finanziaria. Il costo del capitale proprio è concettualmente riconducibile al Capital Asset Pricing Model (CAPM), nel quale il rendimento richiesto discende dal tasso privo di rischio, dal premio per il rischio di mercato e dal beta del titolo. Nel caso Moncler, la limitata esposizione al debito finanziario ordinario rende il WACC segnatamente vicino al costo del capitale proprio, mentre la liquidità netta attenua la rilevanza del costo del debito nella ponderazione complessiva[122]. La presenza dei contratti di locazione postula peraltro coerenza fra trattamento dei flussi e posizione finanziaria, poiché il flusso societario esclude gli effetti specifici dell'IFRS 16 e tratta sostanzialmente i canoni come componenti operative. Per il caso base è stato adottato un WACC dell'8,8%, coincidente con il tasso utilizzato nel 2025 per verificare il valore recuperabile del marchio Moncler e dell'avviamento associato. Il medesimo test applicò un WACC del 9,1% a Stone Island, riconoscendo una configurazione di rischio relativamente più elevato connesso alla minore componente e alla trasformazione distributiva ancora in corso. L'impiego dell'8,8% per il Gruppo attribuisce pertanto

[122] Moncler Group, Relazione finanziaria annuale 2025, pp. 38-40.

maggiore peso economico a Moncler, che nel 2025 generò circa l'87% dei ricavi consolidati. La scelta resta prudente perché non attenua il tasso per riflettere automaticamente l'elevata liquidità, ma mantiene il rendimento richiesto coerente con il rischio industriale del lusso. I flussi 2026-2030 sono stati attualizzati mediante la convenzione di metà esercizio, assumendo che la cassa venga generata progressivamente e non soltanto il 31 dicembre di ciascun anno. Il valore attuale dei flussi espliciti è risultato pari a 2.750,8 milioni di euro. La convenzione ha prodotto un valore lievemente superiore rispetto all'attualizzazione di fine periodo, ma ha rappresentato più fedelmente la distribuzione infrannuale delle vendite, pur in presenza della stagionalità concentrata nel secondo semestre[123]. Il *Terminal Value* (TV) è stato calcolato mediante il modello di crescita perpetua, applicando al FCFF del 2030 un tasso di crescita stabile del 2,5%. Il parametro coincide con quello impiegato dal Gruppo nei test di recuperabilità del 2025, basati sull'ambito aziendale 2026-2028 e su stime coerenti per il 2029-2030. La crescita perpetua è inferiore a quella prevista durante il periodo esplicito e presuppone che, nel lungo termine, l'espansione nominale converga verso una combinazione sostenibile di inflazione e crescita reale[124]. Il valore terminale non attualizzato è risultato pari a 12.725,5 milioni di euro, mentre il relativo valore attuale è stato pari a 8.706,6 milioni[125]. Sommando 2.750,8 milioni di flussi espliciti, l'*Enterprise Value* (EV) ha raggiunto 11.457,4 milioni. Il TV ha rappresentato circa il 76,0% dell'EV, percentuale elevata ma frequente nelle valutazioni di imprese caratterizzate da marchi durevoli e campi economici superiori al periodo previsionale[126]. Poiché la maggior parte del valore si accumula negli ultimi anni, il risultato finale va

[123] Moncler Group, *Relazione finanziaria annuale 2025*, pp. 42-49.
[124] Op. cit. Kruschwitz L. e Löffler A., 2020, pp. 173-197.
[125] Elaborazione sui dati della Tabella 3.4.
[126] Op. cit. Pinto J. E., Henry E., Robinson T. R. e Stowe J. D., 2020, pp. 421-429.

considerato all'interno di un intervallo di probabilità, e non come un numero fisso e sicuro. All'EV è stata aggiunta la posizione finanziaria netta positiva, esclusi i debiti per locazioni, pari a 1.458,0 milioni al 31 dicembre 2025. Non sono stati sottratti i debiti IFRS 16 perché il flusso operativo utilizzato incorporava già il trattamento economico delle locazioni adottato nella riclassificazione societaria. L'*Equity Value* così determinato è risultato pari a 12.915,4 milioni[127]. Dividendo tale valore per 271.465.505 azioni medie, numero coincidente con quello utilizzato per l'utile diluito del 2025, si è ottenuto un valore intrinseco di 47,58 euro per azione[128]. Il risultato è stato controllato anche attraverso il multiplo implicito del valore terminale, che corrisponde a circa 10,3 volte il FCFF del 2030 e a un multiplo operativo compatibile con una società matura dotata di margini elevati[129]. L'assenza di indebitamento finanziario netto attenua il rischio di rifinanziamento, ma non elimina l'incertezza relativa a domanda cinese, cambi, turismo e produttività della rete. La valutazione DCF deve pertanto essere integrata con i multipli di società esposte a dinamiche economiche e reputazionali almeno parzialmente comparabili.

[127] Elaborazione sui dati Moncler Group, 2026, pp. 38-39.
[128] Moncler Group, *Relazione finanziaria annuale 2025*, p. 328; elaborazione propria.
[129] Elaborazione sui dati della Tabella 3.4.

5.3.3 Valutazione relativa mediante P/E ed EV/EBITDA

La valutazione relativa esprime il valore di Moncler mediante multipli osservati per imprese confrontabili, assumendo che il mercato applichi criteri relativamente coerenti a società con crescita, rischio e redditività simili. Il metodo non determina un valore indipendente dalle quotazioni, poiché trasferisce all'impresa analizzata le aspettative incorporate nei prezzi dei peer. La sua utilità risiede pertanto nella verifica esterna del DCF e nell'identificazione del premio o dello sconto attribuito dal mercato alla qualità del modello di business. Il campione applicativo comprende Brunello Cucinelli, Hermès, LVMH e Prada, selezionate per l'esposizione al lusso personale, la rilevanza del marchio, la distribuzione internazionale e la presenza significativa nelle categorie della moda. Brunello Cucinelli e Hermès rappresentano operatori caratterizzati da elevata intensità simbolica e controllo distributivo, mentre LVMH introduce nel campione una maggiore diversificazione per marchio e categoria e Prada presenta una struttura più vicina alla moda italiana quotata. Kering e Burberry sono state escluse dal calcolo applicativo perché la fase di ristrutturazione e la compressione degli utili avrebbero reso i multipli prospettici meno rappresentativi della redditività normalizzata.
Il rapporto Price/Earnings (P/E) collega la capitalizzazione all'utile attribuibile agli azionisti, risultando immediatamente interpretabile ma sensibile a oneri finanziari, aliquote fiscali e componenti non ricorrenti.

Tabella 5.5. Multipli di mercato dei peer del lusso e benchmark settoriale, rilevazioni disponibili nel 2026

Società o benchmark	Forward P/E	EV/EBITDA
Brunello Cucinelli	33,90x	16,30x
Hermès	38,91x	21,97x
LVMH	20,62x	9,71x
Prada	15,90x	7,24x
Mediana dei peer	27,26x	13,01x
Settore Apparel	24,89x	10,30x
Benchmark applicativo	26,08x	11,65x

Fonte: Yahoo Finance, 2026, pagine "Statistics" di Brunello Cucinelli, Hermès, LVMH e Prada; A. Damodaran, "Price Earnings Ratios" e "Enterprise Value Multiples by Sector", dati di gennaio 2026.

Il rapporto fra EV e *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EV/EBITDA) considera invece il valore operativo prima di ammortamenti e struttura finanziaria, facilitando il confronto fra imprese con differente indebitamento. Il secondo multiplo presenta nondimeno limiti rilevanti per i gruppi con reti di negozi estese, poiché l'EBITDA può non riflettere pienamente gli investimenti e il costo economico delle locazioni. La dispersione dei multipli conferma che il settore non costituisce un insieme omogeneo, poiché rarità, crescita, marginalità e fase del ciclo aziendale modificano sensibilmente la valutazione riconosciuta dal mercato. Le rilevazioni Yahoo Finance non sono perfettamente simultanee, poiché le pagine statistiche dei singoli titoli presentavano date di aggiornamento differenti; esse sono state quindi impiegate come controllo trasversale e non come fotografia sincrona priva di errore[130]. La mediana dei 4 peer è risultata pari a 27,26 volte per il Forward P/E e a 13,01 volte per l'EV/EBITDA, mentre il dataset settoriale Apparel di Damodaran indicava rispettivamente 24,89 e 10,30 volte nel gennaio

[130] Yahoo Finance, pagine "Statistics" dei titoli BC.MI, RMS.PA, MC.PA e 1913.HK, consultate il 31 luglio 2026.

2026[131]. Per attenuare la dipendenza da una singola piattaforma e dall'eccezionalità dei marchi più costosi, il benchmark applicativo è stato determinato mediante la media semplice fra la mediana dei peer e il valore settoriale, ottenendo 26,08 volte e 11,65 volte[132]. L'utile netto 2026 assunto nel modello, pari a 649 milioni di euro, corrisponde a un utile prospettico di circa 2,39 euro per azione sulla base di 271,5 milioni di azioni[133]. Applicando il benchmark P/E di 26,08 volte si ottiene un valore teorico di 62,33 euro per azione[134]. Il risultato riconosce un premio rispetto alla media settoriale per la liquidità netta, i margini elevati, il controllo distributivo e la capacità di preservare il valore dei due marchi. L'EBITDA 2026 è stato stimato in circa 1.300 milioni di euro, aggiungendo all'EBIT di consenso una componente di ammortamenti coerente con il livello rilevato nel 2025. L'applicazione del benchmark EV/EBITDA di 11,65 volte ha prodotto un Enterprise Value vicino a 15.148 milioni; dopo l'aggiunta della liquidità netta di 1.458 milioni, il valore attribuibile agli azionisti è risultato pari a circa 61,16 euro per azione[135]. La prossimità fra il risultato del P/E e quello dell'EV/EBITDA riduce la dipendenza da una singola misura e segnala una ragionevole coerenza interna della valutazione relativa[136]. Attribuendo un peso del 30% al P/E e del 70% all'EV/EBITDA, la valutazione relativa ponderata è risultata pari a 61,51 euro per azione[137]. La maggiore ponderazione del multiplo operativo limita l'effetto delle differenze fiscali e della struttura finanziaria, mentre l'integrazione del

[131] A. Damodaran, "Price Earnings Ratios" e "Enterprise Value Multiples by Sector", dati di gennaio 2026.
[132] Elaborazione sui dati della Tabella 3.5.
[133] Moncler Group, "Consensus and Analyst Coverage", aggiornamento del 6 luglio 2026; Moncler Group, *Relazione finanziaria annuale 2025*, p. 328.
[134] Elaborazione sui dati della Tabella 3.5.
[135] Elaborazione sui dati della Tabella 3.5.
[136] Op. cit. Pinto J. E., Henry E., Robinson T. R. e Stowe J. D., 2020.
[137] Elaborazione sui risultati della valutazione relativa.

benchmark Damodaran riduce l'influenza delle valutazioni eccezionalmente elevate di Hermès e Brunello Cucinelli. L'intervallo fra 61,16 e 62,33 euro non rappresenta una precisione superiore al DCF, ma una verifica di mercato fondata su fonti accessibili, criteri dichiarati e un correttivo settoriale replicabile[138].

5.3.4 Analisi dei risultati e sensibilità del modello

La sensibilità è essenziale perché piccole variazioni del WACC e del tasso di crescita perpetua modificano in misura rilevante il valore terminale. Il problema riveste particolare importanza nel caso Moncler, poiché circa il 76% dell'EV scaturisce dai flussi successivi al 2030[139]. La matrice ha combinato WACC compresi fra l'8,0% e il 9,5% con tassi di crescita perpetua fra il 2,0% e il 3,0%[140].

Tabella 5.6. Sensibilità del valore per azione alle variazioni di WACC e crescita perpetua

Crescita perpetua	**WACC 8,0%**	**WACC 8,5%**	**WACC 8,8%**	**WACC 9,0%**	**WACC 9,5%**
2,0%	50,34	46,89	45,07	43,95	41,39
2,5%	53,67	49,67	47,58	46,29	43,39
3,0%	57,67	52,95	50,51	49,02	45,69

Fonte: J. E. Pinto et al., 2020, pp. 421-429; L. Kruschwitz e A. Löffler, 2020, pp. 173-197; elaborazione sui flussi della Tabella 3.4.

Il valore più prudente della matrice è pari a 41,39 euro, mentre la combinazione fra WACC dell'8,0% e crescita del 3,0% produce 57,67 euro[141]. L'intervallo documenta che la valutazione resta inferiore al risultato ottenuto con il P/E dei

[138] Elaborazione sui dati della Tabella 3.5.
[139] Elaborazione sui risultati del DCF.
[140] Op. cit. Kruschwitz L. e Löffler A., 2020.
[141] Elaborazione sui dati della Tabella 3.6.

peer anche nell'ipotesi finanziaria più favorevole. La differenza segnala che il mercato comparabile capitalizza aspettative di crescita, rarità e durata del vantaggio competitivo superiori a quelle incorporate nel DCF base. La sensibilità operativa è stata analizzata mediante tre scenari coordinati, evitando di modificare isolatamente una sola variabile economica. Lo scenario prudente ha previsto crescita dei ricavi compresa fra il 2% e il 4%, margine EBIT non superiore al 29%, WACC del 9,5% e crescita terminale del 2,0%, ottenendo 36,1 euro per azione. La descritta configurazione rappresenta un prolungamento della fragilità cinese, minore produttività dei negozi e assorbimento più elevato del capitale circolante. Lo scenario base ha mantenuto le ipotesi della Tabella 3.4 e ha prodotto 47,6 euro per azione. Lo scenario favorevole ha ipotizzato crescita iniziale del 6-8%, margine EBIT elevato al 31%, WACC dell'8,0% e crescita perpetua del 3,0%, raggiungendo 62,5 euro. Quest'ultimo valore richiederebbe un'accelerazione stabile di Stone Island, una maggiore destagionalizzazione di Moncler e una crescita geografica non accompagnata da pressione sui margini. I principali rischi del modello scaturiscono dalla concentrazione del valore nella fase terminale, dalla conversione dei risultati contabili in cassa e dalla dipendenza da condizioni macroeconomiche non controllabili. Un deterioramento delle scorte può assorbire liquidità anche con margini stabili, mentre l'espansione della rete può richiedere investimenti superiori a quelli previsti. Al contrario, il DCF non attribuisce un valore autonomo alle opzioni strategiche relative a nuove categorie, collaborazioni, acquisizioni o maggiore produttività di Stone Island. Il risultato deve essere letto insieme ai multipli e alle previsioni degli analisti, che incorporano informazioni e giudizi aggiornati più rapidamente rispetto a un ambito statico.

5.3.5 Considerazioni finali e confronto con il Target Price degli analisti

Alla rilevazione ufficiale del 27 luglio 2026, la copertura di Moncler comprendeva 25 intermediari e presentava il 54% di raccomandazioni Buy, il 46% Hold e nessuna raccomandazione Sell[142]. Borsa Italiana riportava per il 27 luglio 2026 un prezzo di riferimento di 48,25 euro e una capitalizzazione di mercato pari a circa 13,26 miliardi[143]. Yahoo Finanza indicava inoltre una stima del target price a 1 anno pari a 62,02 euro[144]. Rapportato al prezzo ufficiale di 48,25 euro, tale target implicava un potenziale apprezzamento del 28,5%[145]. Il DCF base di 47,58 euro risultava inferiore dell'1,4% al prezzo ufficiale di 48,25 euro, indicando una sostanziale prossimità fra quotazione e valore intrinseco prudenziale[146]. La valutazione relativa di 61,51 euro e il target medio di 62,02 euro risultavano invece molto vicini, poiché entrambi incorporavano aspettative di normalizzazione del settore e un premio per qualità del marchio, marginalità e posizione finanziaria[147].

[142] Moncler Group, "Consensus and Analyst Coverage", aggiornamento del 27 luglio 2026.
[143] Borsa Italiana, "Moncler: dati completi", rilevazione del 27 luglio 2026.
[144] Yahoo Finanza, "Moncler S.p.A. (MONC.MI)", consultato il 31 luglio 2026.
[145] Elaborazione sui dati di Borsa Italiana e Yahoo Finanza.
[146] Elaborazione sui risultati della Tabella 3.6 e sui dati di Borsa Italiana del 27 luglio 2026.
[147] Elaborazione sui dati della Tabella 3.5 e di Yahoo Finanza.

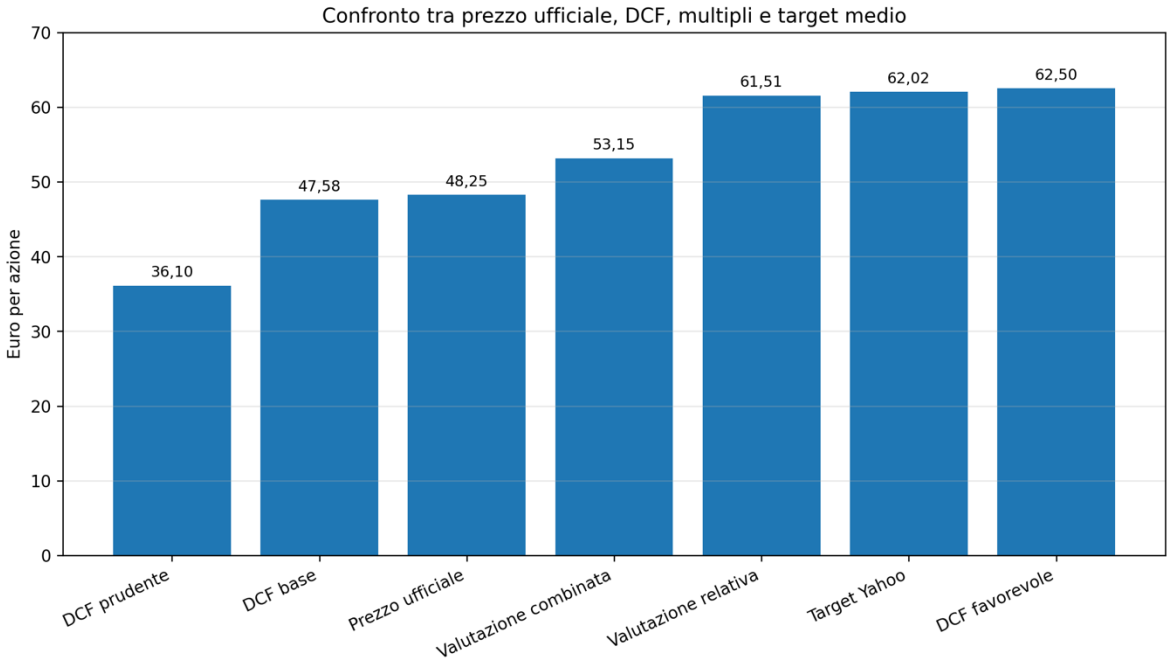
Tabella 5.7. Confronto fra DCF, multipli, prezzo ufficiale e target degli analisti

Metodo o riferimento	Valore per azione	Scostamento da 48,25 euro	Interpretazione
DCF prudente	36,10 euro	-25,2%	Persistenza delle criticità settoriali
DCF base	47,58 euro	-1,4%	Valore intrinseco prossimo al mercato
Prezzo ufficiale Borsa Italiana	48,25 euro	0,0%	Riferimento del 27 luglio 2026
Valutazione combinata	53,15 euro	+10,2%	60% DCF base e 40% multipli
Valutazione relativa ponderata	61,51 euro	+27,5%	Peer e benchmark Damodaran
Target medio Yahoo Finanza	62,02 euro	+28,5%	Stima a 1 anno
DCF favorevole	62,50 euro	+29,5%	Crescita e margini superiori

Fonte: Moncler Group, 2026, pp. 32-40, 312 e 328; Moncler Group, "Consensus and Analyst Coverage", 27 luglio 2026; Borsa Italiana, 27 luglio 2026; Yahoo Finanza, consultato il 31 luglio 2026; A. Damodaran, dati di gennaio 2026; elaborazione propria.

La convergenza non dimostra la correttezza automatica del consenso, ma segnala che le aspettative degli analisti erano più prossime ai multipli di mercato che al DCF base.

Figura 5.4 Confronto fra prezzo ufficiale, risultati del DCF, valutazione relativa e target medio



Fonte: elaborazione propria su Moncler Group, 2026, pp. 32-40, 312 e 328; Moncler Group, "Consensus and Analyst Coverage", 27 luglio 2026; Borsa Italiana, 27 luglio 2026; Yahoo Finanza, consultato il 31 luglio 2026; A. Damodaran, dati di gennaio 2026.

Attribuendo il 60% al DCF base e il 40% alla valutazione relativa, il valore combinato è risultato pari a 53,15 euro per azione, superiore del 10,2% al prezzo ufficiale di riferimento[148]. La maggiore ponderazione del DCF riflette la necessità di privilegiare la capacità autonoma di generare cassa, mentre il peso dei multipli riconosce che i marchi del lusso possiedono attività immateriali difficili da rappresentare integralmente nei flussi espliciti[149]. Il risultato combinato non configura una sottovalutazione estrema, ma individua un margine

[148] Elaborazione sui risultati della Tabella 3.7.
[149] Op. cit. Pinto J. E., Henry E., Robinson T. R. e Stowe J. D., 2020, pp. 431-438 e 526-542.

positivo moderato e subordinato alla realizzazione delle aspettative su crescita, margini e Stone Island[150]. Lo scostamento rispetto al target medio Yahoo di 62,02 euro dipende principalmente dal WACC dell'8,8%, dalla crescita perpetua del 2,5% e dall'assenza di acquisizioni o accelerazioni straordinarie nel modello[151]. Un valore prossimo al target richiederebbe un WACC vicino all'8,0%, una crescita terminale del 3,0% oppure flussi operativi simili allo scenario favorevole. Poiché il target price pubblicato da Yahoo Finanza è un dato dinamico, esso deve essere interpretato come una rilevazione datata e non come un parametro immutabile della valutazione[152]. Globalmente, Moncler presentava alla fine del periodo storico un'elevata redditività, una posizione finanziaria netta positiva e una capacità di generare cassa compatibile con investimenti e distribuzioni crescenti[153]. Il valore rimaneva nondimeno sensibile alla normalizzazione del lusso, alla concentrazione asiatica, alla stagionalità e alla capacità di trasformare Stone Island in un marchio diretto e profittevole. Il confronto fra DCF, multipli e consenso suggerisce una valutazione prudente vicina al prezzo di mercato, accompagnata da un potenziale superiore soltanto negli scenari in cui la crescita commerciale e la solidità dei margini compensino stabilmente l'aumento del rendimento richiesto dagli investitori. La sintesi di tali evidenze consente ora di ricondurre storia societaria, vantaggio competitivo, risultati finanziari e valore intrinseco entro una valutazione conclusiva unitaria del Gruppo[154].

[150] Moncler Group, Relazione finanziaria annuale 2025, pp. 15-18 e 42-49.
[151] Elaborazione sui risultati delle Tabelle 3.4-3.7.
[152] Yahoo Finanza, "Moncler S.p.A. (MONC.MI)", consultato il 31 luglio 2026.
[153] Moncler Group, Relazione finanziaria annuale 2025, pp. 36-40 e 58.
[154] Op. cit. Wahlen J. M., Baginski S. P. e Bradshaw M. T., 2021, pp. 181-200.

Conclusione

Lo studio condotto in questo elaborato ha permesso di esplorare dettagliatamente le dinamiche che intercorrono tra la strategia industriale, il posizionamento di mercato e la valutazione finanziaria nel settore del *fashion luxury*, prendendo come caso di analisi il Gruppo Moncler S.p.A. Adottando rigorosamente la prospettiva dell'investitore azionario, l'obiettivo non era semplicemente quello di fotografare lo stato patrimoniale di un'azienda d'eccellenza, ma di comprendere in che modo le strategie di gestione del brand e i cambiamenti strutturali della domanda globale si riflettano sulla capacità di generare valore economico nel lungo periodo. Dall'indagine effettuata nella prima parte si evidenzia che il lusso contemporaneo, in un mercato in cui l'esclusività, la rarità e lo status symbol si scontrano con le spinte alla digitalizzazione e con l'ascesa di nuove generazioni di consumatori (Millennials e Gen Z), la sopravvivenza competitiva necessita di un controllo maniacale della filiera. L'analisi dei grandi conglomerati (LVMH, Kering ed Hermès) ha dimostrato che la verticalizzazione e la protezione della brand equity rappresentano le uniche vere difese per contrastare l'erosione dei margini. In questo panorama, l'analisi fondamentale rappresenta lo strumento indispensabile per l'analista: i modelli di stima basati sui flussi (DCF) e sui multipli non sono meri esercizi algebrici, ma il punto d'arrivo di un processo logico che parte dalla comprensione della psicologia del consumatore per arrivare alla quantificazione del rischio sistemico e operativo (tramite WACC e CAPM). La seconda parte offre importanti conclusioni per gli investitori, specialmente per ciò che concerne le opportunità e le minacce strategiche del Gruppo Moncler. Tra le opportunità derivanti dall'innovazione digitale, la transizione verso ecosistemi omnicanale integrati e l'uso di tecnologie immersive e di intelligenza artificiale applicate all'esperienza del cliente

(*phygital*) rappresentano leve fondamentali. Oltre a ciò, fondamentale risulta anche lo sviluppo strategico di collaborazioni e di progetti speciali come dimostrato dal successo della piattaforma Moncler Genius o dall'integrazione di Stone Island che permettono di intercettare nuovi segmenti di mercato e di rafforzare la desiderabilità del marchio. Dal punto di vista delle minacce, il rischio principale è rappresentato dal fatto che la qualità dei materiali non sia più sufficiente a garantire la percezione del lusso nei mercati emergenti poiché i nuovi consumatori, soprattutto nei paesi in via di sviluppo, sono principalmente influenzati dalla visibilità del marchio cui affidano il proprio status. In particolare, nel caso dei capispalla invernali di Moncler, i fattori di rischio sono rappresentati dalla stagionalità del prodotto, dall'esposizione alle variazioni dei flussi turistici e dalla diffusione dei negozi a conduzione diretta. Nell'ultimo capitolo viene svolta l'analisi fondamentale e di mercato, procedendo alla stima del valore intrinseco del Gruppo Moncler mediante il metodo del Discounted Cash Flow (DCF) basato sui flussi di cassa prospettici e sul valore terminale, affiancato da un riscontro comparativo con i multipli dei principali *peer* di settore. L'analisi quantitativa e borsistica ha evidenziato che Moncler ha mostrato una notevole solidità patrimoniale, una posizione finanziaria ampiamente positiva e una forte capacità di generazione di cassa, sebbene il titolo abbia attraversato fasi di compressione valutaria in concomitanza con la normalizzazione della domanda post-pandemica. Dal punto di vista dell'investitore azionario, i risultati della stima intrinseca e il confronto con i multipli di mercato e con le stime del consenso degli analisti restituiscono una valutazione prudente ma sostanzialmente equilibrata rispetto ai corsi correnti. L'investimento sul titolo Moncler si configura così come una scelta di medio-lungo termine caratterizzata da un profilo di rischio moderato, ideale per chi privilegia la qualità patrimoniale rispetto a logiche speculative di

breve periodo. In definitiva il caso Moncler mostra che nel settore del *fashion luxury* la creazione di valore per gli azionisti non è il frutto di una gestione finanziaria isolata, ma il risultato di un delicato equilibrio tra identità culturale, disciplina operativa e lungimiranza strategica.

BIBLIOGRAFIA

Abboud, L., Bernard, S. & Hook, L. Air pollution rebounds in Europe's cities as lockdowns ease, Financial Times (2020).

Adams-Prassl, A., Boneva, T., Golin, M. & Rauh, C. Inequality in the Impact of the Coronavirus Shock: Evidence from Real Time Surveys. Journal of Public Economics 104245 (2020).

Agley, J. Assessing changes in US public trust in science amid the COVID-19 pandemic (2020).

Allérès, D. Luxe. Stratégies, Marketing, Ed. Economica (2005).

Arcuri, G. & Giolli, L. Sostenibilità e tracciabilità nella filiera del lusso, Rivista di Economia e Management (2022).

Bain, J. S. Barriers to New Competition, Harvard University Press (1956).

Baldassarre, F. & Campo, R. Sustainability as a marketing tool: To be or to appear to be? Business Horizons, volume 59, pp. 421-429 (2016).

Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. Investments, McGraw-Hill Education (2024).

Chanel, G. C. Citazioni storiche sul concetto di lusso.

D'Arpizio, C., Levato, F., Prete, F., Kamel, M. & Montgolfier, J. Luxury Goods Worldwide Market Study, Fall 2022, Bain & Company Report, pp. 1-45 (2022).

Damodaran, A. Price Earnings Ratios and Enterprise Value Multiples by Sector, Stern School of Business at NYU (2026).

Day, G. S. Product Life Cycle Analysis and Strategic Management.

Delpal, M. L'intégration verticale dans l'industrie du luxe, Management & Avenir (2011).

Dubois, B. & Paternault, C. Observations on the Nature of Luxury: Prices and Market Penetration, Marketing Letters (1995).

Duesenberry, J. S. & Veblen, T. Teorie sul consumo emulativo e dimostrativo.

Fama, E. F. & French, K. R. Anomalie del modello CAPM e fattori di rischio dimensionali.

Fernandez, P. Errore metodologico nella stima dei flussi e dei tassi di sconto nel DCF.

Fionda, A. M. & Moore, C. M. The luxury fashion brand: The 4Ps of luxury brand marketing, Brand Management, 16(5-6), pp. 347-363 (2009).

Foglio, A. Il marketing della moda. Politiche e strategie di fashion marketing, Franco Angeli (2011).

Grant, R. M. Contemporary Strategy Analysis, Wiley (2022).

KPMG. Pricing Power and Luxury Strategies Report (2022).

Kapferer, J.-N. & Bastien, V. The Luxury Strategy: Break the Rules of Marketing to Build Luxury Brands, Kogan Page (2012).

Kapferer, J.-N. & Valette-Florence, P. The impact of brand awareness and brand penetration on luxury desire, Journal of Business Research (2018).

Kruschwitz, L. & Löffler, A. Discounted Cash Flow: Unternehmensbewertung, Springer (2020).

Levitt, T. Exploit the Product Life Cycle, Harvard Business Review, VOL. 43, N. 6, Harvard Business Publishing, pag. 81 (1965).

Marshall, A. Principi di Economia (Teoria dell'elasticità e dell'utilità marginale decrescente).

McKinsey & Company. The State of Fashion 2025, The State of Fashion Report, McKinsey & Company and The Business of Fashion, pp. 1-120 (2024).

Nelson, P. Asimmetrie informative, beni di ricerca e beni di esperienza.

Phau, I. & Prendergast, G. Consuming luxury brands: The relevance of the rarity principle, Brand Management (2000).

Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R. & Stowe, J. D. Equity Asset Valuation, Wiley (2020).

Porter, M. E. Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance, Free Press (1985).

Porter, M. E. Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors, Free Press (1980).

Porter, M. E. La strategia competitiva: tecniche per analizzare i settori e i concorrenti, Edizioni della Tipografia Compositori, Bologna (1982).

Sharpe, W. F. Capital Asset Pricing Model (CAPM) e teoria dell'equilibrio finanziario.

Smith, W. R. Product Differentiation and Market Segmentation as Alternative Marketing Strategies, Journal of Marketing (1956).

Sproles, G. B. Analyzing Fashion Life Cycles, Journal of Marketing (1981).

Stowe, J. D., Robinson, T. R., Pinto, J. E. & McLeavey, D. W. Analysis of Equity Investments: Valuation, CFA Institute (2020).

Thomas, P. Dichiarazioni sul paradosso della desiderabilità e della diffusione del lusso.

Wang, X., Sung, B. & Phau, I. Cultural perspectives and consumer choices in luxury markets (2024).

Wong, N. Y. & Zaichkowsky, J. L. Understanding luxury brands in Eastern cultures, Advances in Consumer Research (1999).

Zappa, G. Teoria del capitale economico e della capitalizzazione dei redditi futuri.

SITOGRAFIA

Amundi. S&P Global Luxury UCITS ETF: Monthly Factsheet, Amundi Asset Management (2024).

Borsa Italiana. Prezzi di riferimento ufficiali e capitalizzazione di mercato di Moncler S.p.A. (2026).

Hermès International. H1 2026 Results - Main Results, Financial Statements and Revenue by Geographical Area, Hermès Financial Press Release & Interim Financial Reporting (2026).

Kering Group. New Segment Reporting Introduction, Revenue Breakdown by Segment, Channel and Region - Q1 2026, Kering Corporate Press Release & Financial Reporting (2026).

LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton. Investor Relations Report, Annual Report, Financial Statements, Business Review and Fashion & Leather Goods Business Group Press Releases (2025-2026).

Moncler Group. Bilanci Consolidati, Relazioni Finanziarie, Report di Sostenibilità e Consensus degli Analisti (2022-2026).

Sito ufficiale Dior: www.dior.com

Sito ufficiale Gucci: www.gucci.com

Sito ufficiale Valentino: www.valentino.com

Yahoo Finance. Pagine statistiche, estimative e Target Price di Moncler S.p.A. e peer di settore (2026).