

Prof. Pietro Mazzola

***RELAZIONE DI STIMA RELATIVA A SPORTSWEAR COMPANY S.P.A.,
AI SENSI DELL'ART. 2343-TER, SECONDO COMMA, LETT. b) DEL
CODICE CIVILE***

Milano, 4 marzo 2021

INDICE

	Pagine
1. PREMESSA, INCARICO E STRUTTURA DELLA RELAZIONE	2
2. LA DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE E GLI ELEMENTI INFORMATIVI ANALIZZATI	4
3. LA DESCRIZIONE DELL'AZIENDA	6
4. L'ANALISI DEL PROFILO ECONOMICO, PATRIMONIALE E FINANZIARIO DI SPORTSWEAR COMPANY S.P.A.	12
4.1. Il profilo economico	13
4.2. Il profilo patrimoniale	14
4.3. Il profilo finanziario	16
5. IL MODELLO VALUTATIVO ADOTTATO	16
6. I LINEAMENTI APPLICATIVI DEI CRITERI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI	22
6.1. Il DCF	22
6.2. I multipli di Borsa	29
6.3. I multipli di transazioni	31
6.4. Le indicazioni implicite nelle quotazioni di Borsa delle azioni Moncler	32
6.5. Ulteriori considerazioni su prezzo negoziato e valore intrinseco, alla luce delle condizioni previste dall'Accordo circa le sostanziali modalità di pagamento del prezzo	34
7. I LIMITI, GLI ASSUNTI E I PROFILI DI ATTENZIONE	35
8. CONCLUSIONI	36

1. PREMESSA, INCARICO E STRUTTURA DELLA RELAZIONE

Con il comunicato stampa emesso in data 7 dicembre 2020, Moncler S.p.A. (“Moncler”) e Sportswear Company S.p.A. (“SPW” o la “Società”), società che detiene il marchio Stone Island (“SI”), hanno annunciato di aver siglato un accordo per effetto del quale SI *“entra a far parte di Moncler per sviluppare insieme una nuova visione del lusso”* (“Accordo”).

L’Accordo è stato inizialmente sottoscritto da Moncler e da soci di SPW complessivamente titolari di una partecipazione pari al 70% del capitale della Società:

- Rivetex S.r.l. (“Rivetex”, società riconducibile a Carlo Rivetti), titolare di una partecipazione del 50,10% del capitale di SPW;
- altri soci riconducibili alla famiglia Rivetti (“Altri Soci Rivetti”), titolari di una partecipazione pari al 19,90% del capitale di SPW (denominati insieme a Rivetex i “Soci Rivetti”).

L’Accordo prevede che Moncler acquisisca la loro partecipazione in SPW, sulla base di un controvalore definito come pro quota del corrispettivo fissato per il 100% del capitale di SPW in complessivi € 1.150 milioni. Il corrispettivo verrà pagato ai Soci Rivetti per cassa, ancorché l’Accordo preveda che i medesimi soci procederanno a sottoscrivere, mediante compensazione del proprio credito, corrispondente al 50% del loro corrispettivo, n. 10,7 milioni di azioni Moncler di nuova emissione, valorizzate in misura pari a € 37,5078 per azione (valore determinato avendo a riferimento il prezzo medio dei tre mesi antecedenti la data dell’Accordo).

Inoltre, poiché l’obiettivo di Moncler era quello di acquisire alla data del *closing* l’intero capitale sociale di SPW, l’Accordo ha previsto un percorso volto a consentire a Temasek Holdings Private Limited (“Temasek”), titolare del residuo 30% del capitale di SPW, di aderirvi agli stessi termini e condizioni previste per i Soci Rivetti, fatta eccezione per la facoltà riservata a Temasek di decidere se e in che misura sottoscrivere azioni Moncler di nuova emissione, nel limite del 50% del corrispettivo pattuito e, dunque, sino ad un massimo di n. 4,6 milioni di nuove azioni. In data 23 febbraio 2021, Temasek ha aderito all’operazione avvalendosi della facoltà di sottoscrivere azioni di nuova emissione, per un importo corrispondente al 50% del corrispettivo pattuito.

Complessivamente, dunque, i soci di SPW si sono impegnati a sottoscrivere n. 15.330.166 di azioni di nuova emissione Moncler, valorizzate in misura pari a € 37,5078 per azione, mediante compensazione con il credito per il residuo 50% del prezzo ad essi spettante¹.

Nell’ambito dell’operazione come sopra sinteticamente illustrata (l’“Operazione”), l’Accordo prevede che venga richiesta, in via volontaria,

¹ Le azioni rinvenienti dall’aumento di capitale saranno assoggettate ad un vincolo di *lock up*, che si applicherà per i 12 mesi successivi alla loro sottoscrizione e, solo per il 50% delle stesse, anche per i successivi 6 mesi.

ad un esperto indipendente la predisposizione di una perizia ai sensi dell'art. 2343 *ter*, secondo comma, lettera b), del Codice Civile (c.c.).

* * *

In tale contesto, i soci di SPW hanno conferito a Partners S.p.A. ("Partners"), nella persona del Prof. Pietro Mazzola, l'incarico di verificare che il valore pro quota del 50% del capitale di SPW non risulti inferiore all'importo dell'aumento di capitale deliberato da Moncler, per € 575.000.800,2948 milioni. Ciò, ai sensi di quanto previsto dal secondo comma, lett. b), dell'art. 2343-*ter* c.c., assumendo a riferimento il bilancio approvato al 31 ottobre 2020, corredato dalla relazione predisposta dalla società incaricata della revisione legale dei conti e oggetto di successiva *due diligence* confirmatoria da parte di Moncler, e utilizzando quale data di *cut-off* per la raccolta delle informazioni quella successiva del 26 febbraio 2021, prossima alla data di consegna della presente relazione ("Incarico").

L'art. 2343-*ter*, c. 2, c.c. prevede, infatti, che "[...] non è [...] richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, qualora il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura [...] conferiti sia pari o inferiore [...] b) al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente [...] dotato di adeguata e comprovata professionalità".

Riscontrati in capo a Partners i requisiti di indipendenza e professionalità previsti dall'art. 2343-*ter* c. 2, lett. b), c.c., i soci di SPW hanno chiesto a Partners di effettuare la valutazione richiamata dalla norma. Nello specifico, tenuto conto che il credito portato in compensazione ai fini della sottoscrizione dell'aumento di capitale corrisponde proprio a quello relativo al 50% del corrispettivo fissato per l'acquisizione del 100% della Società, i soci di SPW hanno chiesto di verificare che il valore del 100% di tale Società, stimato sulla base delle *best practice*, non risulti inferiore a quello implicitamente assunto a riferimento per l'aumento di capitale.

Come noto, il valore ricercato ai fini delle valutazioni *ex art.* 2343 c.c. è il valore recuperabile dal bene oggetto di conferimento, che prassi e dottrina identificano nel suo "valore normale di mercato", ossia nel prezzo al quale verosimilmente l'attività oggetto di valutazione potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere)².

² Il valore normale di mercato è quello che si ottiene assumendo la prospettiva del massimo e miglior uso (*highest and best use*) dell'attività da parte dei partecipanti al mercato, ove i partecipanti al mercato non sono soggetti identificati nominativamente, ma identificabili nei loro profili tipici essenziali (ad esempio acquirenti strategici piuttosto che finanziari, concorrenti diretti o società di settori correlati, imprese domestiche o multinazionali, ecc.) - (cfr., ad esempio, PIV - Principi Italiani di Valutazione, OIV, Egea, 2015, § I.6.3.).

Nel caso in cui il bene oggetto di conferimento sia rappresentato dal capitale di un'azienda in funzionamento, come è nel caso di specie, il valore recuperabile può essere stimato non solo mediante l'individuazione del suo valore normale di mercato, ma anche attraverso la stima del valore intrinseco della società, il quale riflette la realtà operativa dell'azienda nelle sue condizioni correnti, ovvero quelle che risultano in base alla strategia realizzata e alle iniziative sulle quali la società si è già impegnata, senza considerare le potenzialità latenti.

Più nello specifico, tenuto conto delle ragioni di prudenza che informano le valutazioni condotte ai sensi dell'art. 2343-ter c.c., la verifica dell'adeguata copertura dell'importo dell'aumento di capitale deve essere condotta prendendo a riferimento il minore tra i due valori – quello c.d. intrinseco, che ne riflette i fondamentali, e quello che esprime il suo valore di mercato –, ossia la misura più prudente del valore recuperabile del bene conferito³.

Ciò premesso, nel seguito si procede a dare atto delle analisi svolte e dei loro esiti, articolando la relazione, alla cui stesura ha collaborato un *team* composto dalla Dott.ssa Maria Gimigliano, dal Dott. Isidoro La Sala, dal Dott. Davide Giovannini e dalla Dott.ssa Marilisa Messana, nei seguenti termini:

- nel § 2, si indica la data di riferimento della valutazione e si elencano i principali elementi informativi esaminati;
- nel § 3, si descrive l'azienda oggetto di valutazione;
- nel § 4, si presentano gli andamenti economico, patrimoniali e finanziari registrati da SPW;
- nel § 5, si illustra l'impostazione valutativa adottata e si sintetizzano i lineamenti teorici dei criteri di valutazione selezionati;
- nel § 6, si forniscono i dettagli applicativi dell'approccio valutativo adottato;
- nel § 7, si precisano i limiti e gli assunti del lavoro svolto, nonché i profili di attenzione;
- nel § 8, si sintetizzano le conclusioni valutative.

2. LA DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE E GLI ELEMENTI INFORMATIVI ANALIZZATI

Convenzionalmente, la data di riferimento della stima viene fatta coincidere con la data della situazione patrimoniale presa a riferimento, sicché, nel caso di specie, viene assunta convenzionalmente a riferimento la data del 31

³ Cfr. PIV – Principi Italiani di Valutazione, OIV, Egea, 2015, § IV.5.2: *“Poiché il valore normale di mercato differisce dal valore intrinseco in quanto assume la prospettiva del massimo e miglior uso (highest and best use) dell'attività da parte del partecipante al mercato e riflette premi e sconti, mentre il valore intrinseco: assume la prospettiva dello specifico soggetto che detiene l'attività; non necessariamente esprime l'highest and best use; e non considera premi o sconti. Il valore di conferimento normalmente coincide con il minore fra il valore intrinseco ed il valore di mercato (è cioè il valore recuperabile più certo delle attività conferite)”*.

ottobre 2020, ossia la data di riferimento dell'ultimo bilancio di SPW, corredato dalla relazione della società incaricata della revisione legale dei conti, approvato dall'Assemblea della Società in data 25 febbraio 2021⁴.

Ferma restando tale data convenzionale, ai fini dello svolgimento dell'Incarico, sono state altresì considerate le informazioni di azienda e di mercato disponibili per Partners sino alla data di *cut-off*, assunta nel 26 febbraio 2021, consentendo così l'impiego di dati e informazioni aggiornati e coerenti con il momento in cui la stima è condotta.

* * *

Ai fini dell'espletamento dell'Incarico conferito, Partners ha esaminato i seguenti principali elementi informativi che, ove di natura riservata e stante anche lo *status* di società quotata di Moncler, vengono mantenuti presso gli uffici di Partners:

- *company profile* di SPW, elaborato dalla Società, aggiornato a febbraio 2020;
- comunicato stampa di Moncler in data 7 dicembre 2020, relativo all'Operazione, e presentazione al mercato;
- trascrizione della *conference call* di Moncler con gli analisti, tenuta da Remo Ruffini (Presidente e AD di Moncler), Carlo Rivetti, Roberto Eggs (*Chief Marketing and Operating Officer* di Moncler), Luciano Santel (*Chief Corporate and Supply Officer* di Moncler) e Paola Durante (*Strategic Planning, Intelligence and IR Director* di Moncler), a commento dell'Operazione, tenutasi in data 7 dicembre 2020;
- bilanci d'esercizio e consolidati di SPW, relativi agli esercizi 2012-2020, completi delle relazioni della società incaricata della revisione legale dei conti;
- dati gestionali relativi agli esercizi 2015-2019, contenuti nei fascicoli per i CdA della Società del 29 gennaio 2019 e del 29 gennaio 2020 e dati gestionali consolidati *actual* relativi all'esercizio 2020;
- *budget* 2019 e *budget* 2020 contenuti, rispettivamente, nei fascicoli per i CdA della Società dell'8 marzo 2019 e del 29 ottobre 2019;
- precedenti previsioni economico-finanziarie di SPW relative ai periodi 2018-2020, 2019-2021 (fascicolo per il CdA dell'8 marzo 2019) e 2020-2022 (fascicolo per il CdA del 29 ottobre 2019);
- *budget* 2021 e proiezioni economico-finanziarie 2022-2023, elaborati dal *management* della Società e contenuti nel fascicolo per il CdA del 15 ottobre 2020, con indicazione delle principali *assumption* sottostanti a tali proiezioni ("Previsioni");

⁴ Per quanto segnalato nel "Documento Informativo Parti Correlate", pubblicato da Moncler in data 13 dicembre 2020, gli accordi sottoscritti dalle parti prevedono che "Moncler effettui una *due diligence* confirmatoria al fine di verificare, in particolare, i risultati economici e la situazione finanziaria del Gruppo SPW al 31 ottobre 2020 sulla base del bilancio consolidato definitivamente approvato dalla Società". In data 15 gennaio 2021, Moncler ha comunicato ai venditori di assumere a riferimento il bilancio al 31 ottobre 2020, di talché Partners ha assunto che la *due diligence* confirmatoria non abbia segnalato elementi rilevanti ai fini delle presenti valutazioni.

- *current trading* economico-finanziario di SPW relativo al primo trimestre dell'esercizio 2021 (periodo compreso tra il 1° novembre 2020 e il 31 gennaio 2021);
- documento denominato “*Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parti correlate*” relativo all’Operazione, datato 13 dicembre 2020⁵ (“Documento Informativo Parti Correlate”);
- *broker report* relativi al titolo Moncler, pubblicati a seguito dell’annuncio dell’Operazione, oltre che ad altri operatori assunti come comparabili di SPW;
- dati di mercato (multipli, tassi, ecc.) tratti da banche-dati specializzate (tra cui, FactSet e Mergermarket);
- altre informazioni e dati pubblicamente disponibili, che potranno essere partitamente richiamati nelle note a piè di pagina.

Partners si è confrontata con il *management* di SPW (“Management”) e con i suoi *advisor*, ai fini di una più approfondita comprensione e discussione degli elementi informativi ricevuti.

Inoltre, Partners ha incontrato il *partner* di Deloitte & Touche S.p.A., società incaricata della revisione legale dei conti di SPW, per un approfondimento sulle verifiche effettuate e sugli esiti delle stesse. Ciò, sempre ed esclusivamente con riguardo agli aspetti rilevanti rispetto al mandato ricevuto.

In aggiunta, Partners ha avuto la possibilità di incontrare alcuni esponenti del *management* di Moncler, anche in questo caso per un approfondimento degli elementi informativi ritenuti utili ai fini dello svolgimento dell’Incarico.

Infine, Partners ha condotto diverse interviste con operatori ed esperti del settore, al fine di raccogliere ulteriori indicazioni inerenti al posizionamento di SI e altre informazioni funzionali allo svolgimento dell’Incarico.

3. LA DESCRIZIONE DELL’AZIENDA

SPW è attiva nel settore abbigliamento con il marchio Stone Island. La Società è stata fondata nel 1982 da Massimo Osti ed è stata fin da subito caratterizzata dall’uso, anche sperimentale e pionieristico, di tessuti tecnici. Nel 1983, la Società entra nell’orbita del Gruppo Finanziario Tessile, concorrendo alla formazione della divisione *sportswear*, guidata da Carlo Rivetti. Nel 1993 Carlo Rivetti, intuendo che l’abito formale non sarebbe più stato, a lungo andare, l’uniforme esclusiva quotidiana dell’uomo, ha

⁵ Si segnala che in tale documento vengono indicati ulteriori elementi informativi utilizzati da Moncler ai fini delle proprie valutazioni (e.g. i risultati della *due diligence*, il *Business Plan* 2021-2025 e le proiezioni relative al biennio successivo, la *fairness opinion* predisposta dal proprio *advisor* finanziario), che Partners non ha potuto acquisire nella propria disponibilità. Le valutazioni svolte nel seguito assumono che il quadro informativo disponibile non sarebbe cambiato significativamente per effetto degli elementi contenuti in tali documenti.

acquisito il 100% della Società insieme alla sorella Cristina, assumendone la guida imprenditoriale.

Nel corso del 2005, nell'ambito di un processo di rafforzamento delle competenze manageriali, è entrato a far parte del *top management team* della Società Roberto Massardi, con precedenti esperienze manageriali in Pirelli e Prada, andando a rivestire il ruolo di direttore generale e portando competenze complementari a quelle già presenti in azienda.

Progressivamente la Società ha sviluppato e consolidato una strategia focalizzata in termini di prodotto, che insiste su un segmento di mercato sufficientemente ampio, anche in termini geografici, e in crescita, basata sulla ricerca di un vantaggio competitivo centrato sull'unicità tecnico-creativa e sulla qualità del prodotto e del suo posizionamento. SPW ha progressivamente acquisito e rafforzato un portafoglio di competenze e risorse coerenti con il suo posizionamento.

Stone Island è uno dei *brand leader* nello *sportswear* maschile, collocato nella categoria *entry to luxury*, caratterizzato da alcuni elementi distintivi⁶: (i) un *target* di mercato molto ampio, in termini di fascia d'età e di geografia, (ii) una grande qualità/innovatività dei materiali, frutto della costante attività di ricerca; (iii) collezioni composte sia da capi iconici, sia da prodotti più "commerciali"; (iv) una forte identità, con collezioni riconoscibili che non seguono la moda o le tendenze; (v) una politica commerciale attenta alla difesa del *brand*, basata su una rigorosa gestione del *sell in* (in logica "*pull*", piuttosto che "*push*"), così da difendere il posizionamento della marca, e quindi la redditività, limitando il rischio di svendite di fine stagione, a maggior ragione in considerazione del peso delle vendite generate dal canale *wholesale*.

Tali caratteristiche rendono il *brand* unico anche in termini di posizionamento, collocandolo in un punto intermedio tra *luxury*, *sportswear*, *fashion* e *streetwear*, con una difficile identificazione dei concorrenti diretti. Stone Island è attiva nel segmento di mercato *ready-to-wear* uomo, la cui dimensione complessiva è stimata in circa € 64 miliardi, e, in particolare, nell'abbigliamento casual che pesa il 40% sul totale⁷. Si tratta di un segmento considerato attrattivo e in crescita, in termini assoluti e anche in termini relativi rispetto ad altri segmenti del settore abbigliamento. Nel tempo la Società ha avviato e sviluppato anche una linea bambino.

Uno dei punti di forza riconosciuti alla Società è rappresentato dal suo *focus* sull'innovazione e sulla qualità del prodotto, ad alto contenuto tecnico.

⁶ Si fa riferimento ad informazioni raccolte presso varie fonti tra le quali, oltre alle interviste già segnalate, anche i *report* di analisti finanziari e pubblicazioni tra le quali: F. Mosca, "Stone Island: Product Innovation and Market Positioning as Drivers of Value Creation", in "Product Innovation in the global fashion industry", eds B. Jin and E. Cedrola, Palgrave, 2018; F. Mosca e S. Di Pasquale, "Stone Island tra innovazione e crescita", Micro&Macro Marketing, 2017, N. 3; M. Puricelli, "Imparare da chi è più avanti: focus su Stone Island", SDA-Bocconi Insight, settembre 2020.

⁷ Cfr. trascrizione della *conference call* di Moncler con gli analisti, in data 7 dicembre 2020.

Dal 2007, la direzione creativa della Società è affidata a Carlo Rivetti⁸ che, dopo aver posto termine alla fase incentrata su di un unico *designer*, ha progressivamente sviluppato un *team* creativo multiculturale di giovani stilisti (tra i quali il figlio Silvio).

L'azienda ha sempre investito nella ricerca di nuovi tessuti, nuove tecnologie, nuovi trattamenti e nuove tinture, che hanno contribuito alla crescita del marchio, senza stravolgerne la percezione e lo stile.

Fin dai primi anni, la Società ha sviluppato uno specifico *know how* nella tintura, processo di cui mantiene il pieno controllo, rafforzandolo nel tempo (sino ad arrivare all'attuale capacità di sviluppare 60.000 differenti ricette all'anno). Nel 2011 la Società ha lanciato il progetto Shadow, una linea con la quale sperimentare e realizzare soluzioni innovative da proporre poi anche nella linea principale.

Di recente, infine, la Società ha sviluppato *co-labs* con Supreme e Nike, ampliando ulteriormente la propria platea di consumatori.

Le collezioni Stone Island sono sviluppate con approccio *total look* e coprono i principali segmenti dell'abbigliamento maschile, quali capispalla, felpe, maglieria, magliette, pantaloni, camicie e accessori, con un buon equilibrio in termini di *mix* di prodotto.

La fase produttiva è caratterizzata da un'elevata attenzione alla qualità. SPW possiede una struttura produttiva interna, dedicata allo sviluppo dei prototipi e dei nuovi prodotti, mentre la produzione delle collezioni è affidata ad operatori terzi altamente qualificati, con i quali ha un rapporto di *partnership* da molti anni, in grado di garantire il rispetto dei tempi e degli *standard* qualitativi⁹. La Società sostiene i propri *partner* produttivi anche finanziariamente se necessario, come ad esempio nel 2018 quando ha co-investito con il fornitore Tintoria Emiliana nell'acquisto di macchinari di nuova generazione. Nel 2019 ha acquisito il controllo del suo principale fornitore di maglieria, Officina della Maglia S.r.l., al fine di internalizzare l'attività di confezione di prodotti di maglieria e consolidarne il *know how*.

A differenza di altri *brand*, Stone Island non investe risorse importanti in pubblicità e in *testimonial*, incentrando la propria attività di comunicazione sulla marca, mettendone in evidenza iconicità e valori.

Le vendite sono distribuite in modo equilibrato tra le due stagioni Autunno/Inverno e Primavera/Estate, così come sulle categorie di prodotto.

La Società distribuisce i propri prodotti attraverso il canale *wholesale*, che rappresenta mediamente circa il 75% dei ricavi, il canale *retail* e l'*e-commerce*, che rappresentano il restante 25% dei ricavi. La rete di distribuzione della Società raggiunge oltre 1.000 punti vendita (c.d. *doors*) nel mondo. In alcuni mercati, quali Italia, Svizzera, Benelux, paesi Scandinavi, la distribuzione è gestita tramite agenti. In altri, tra cui

⁸ In precedenza, la direzione creativa era affidata all'inglese Paul Harvey (cfr. F. Mosca, op. cit.).

⁹ Cfr. F. Mosca, op. cit.: "*Product innovation is possible due to the wealth of knowledge present at its center of innovation, its Italian headquarters, as well as due to its capacity to co-create value with its local, Italy-based suppliers that support the company*".

Germania, Austria e Nord America (Canada e Stati Uniti), la distribuzione viene gestita in via diretta. Infine, vi sono mercati in cui il controllo diretto sui distributori è più limitato, quali la Gran Bretagna, la Spagna, la Corea, il Giappone e parzialmente la Cina, dove vi sono tre distributori con cui SPW ha accordi non in esclusiva. Secondo quanto riferito dal Management, i rapporti con i distributori (i) sono di lungo termine - pur in assenza di contratti pluriennali -, salvo poche eccezioni e (ii) non hanno mai generato problemi di credito significativi. Ciò è dovuto all'attenta selezione e capacità di fidelizzazione dei distributori da parte della Società, nonché dalla forza contrattuale legata al valore del *brand*.

Nei punti di vendita *multibrand*, SI è posizionato nell'area dei marchi di design, ovvero nell'area dei marchi di lusso.

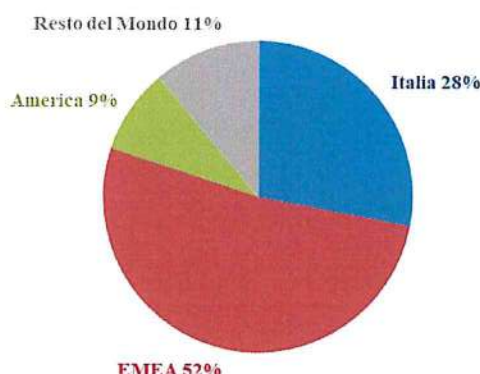
Nel 1999 è stato inaugurato il primo *flagship store* a Milano; negli anni successivi sono seguite altre aperture in Italia, in Europa e nel resto del mondo, fino ad arrivare agli attuali 24 *monobrand store*: 11 in Italia, 9 in Europa (3 in Germania, 2 in Francia, 2 in Benelux, 1 in Gran Bretagna presso il *department store* Selfridges, 1 in Svezia), 2 in Corea, 1 in Giappone, 1 in Cina.

Il canale *e-commerce* è stato avviato nel 2007, con il lancio dello Stone Island Online Store, la cui gestione è oggi demandata a Yoox-Net A Porter per le attività di logistica, fatturazione e *customer care*. L'*e-commerce* del *brand* ha buone *performance* in termini di *conversion rate* e livello di resi e ha una buona esposizione ai *Millennials* e alla Generazione Z, che rappresentano il 50% del fatturato¹⁰. Stone Island ha una significativa presenza digitale in relazione al suo giro d'affari, con 1,7 milioni di follower su Instagram, anche se ha registrato una crescita più lenta rispetto ad altri *brand*.

Da un punto di vista geografico, le vendite sono molto concentrate in Europa, con il 28% dei ricavi in Italia e il 52% nei paesi EMEA (di cui il 29% in Gran Bretagna, il 26% in Germania e Austria, il 20% in Benelux); il restante 20% è generato parte in America (9%) e parte in Asia e nel resto del mondo (11%). In proposito si veda la figura che segue.

¹⁰ Secondo la citata ricerca di Bain & Company e Altagamma del novembre 2020, la Generazione Z è emersa nel 2020 come rilevante tra i *luxury consumers* e si stima che darà un contributo significativo alla crescita del settore nei prossimi anni.

Figura n. 1 - Ricavi 2020 per area geografica



A fine gennaio la Società contava nel complesso 370 dipendenti, di cui oltre il 30% impiegato nell'area *retail*, circa il 20% nell'area comunicazione e vendite, circa il 15% nell'area prodotto e quasi il 20% nell'area produzione e logistica.

* * *

Nella tabella che segue si riportano i principali dati relativi allo stato patrimoniale consolidato della Società al 31 ottobre 2020, data dell'ultimo bilancio approvato. Il bilancio è stato predisposto secondo i principi contabili internazionali ed è stato sottoposto a revisione legale da parte di Deloitte & Touche S.p.A., che ha espresso un giudizio senza rilievi. Su tale bilancio, inoltre, Moncler ha condotto un'attività di *due diligence*.

Tabella n. 1 - Stato patrimoniale consolidato di SPW al 31.10.2020

Stato Patrimoniale (€mln)	ott-20	Stato Patrimoniale (€mln)	ott-20
<u>Attività non correnti</u>		<u>Passività non correnti</u>	
Immobilizzazioni immateriali	6,1	Passività per benefici a dipendenti	2,8
Immobilizzazioni materiali	25,0	Fondi per rischi e oneri	1,2
Diritti d'uso	66,9	Debiti verso banche non correnti	27,7
Partecipazioni in imprese collegate	0,8	Passività finanz. non correnti IFRS 16	61,1
Imposte differite attive	6,1	Altre passività finanziarie non correnti	0,1
Altre attività non correnti	0,2	Imposte differite passive	0,1
Totale attività non correnti	105,2	Totale passività non correnti	93,1
<u>Attività correnti</u>		<u>Passività correnti</u>	
Rimanenze	40,2	Debiti commerciali	30,5
Crediti commerciali	63,9	Debiti verso banche correnti	31,7
Crediti tributari	8,6	Passività finanziarie correnti IFRS 16	7,0
Altre attività correnti	3,0	Altre passività finanziarie correnti	7,3
Altre attività finanziarie correnti	0,0	Debiti tributari	1,3
Disponibilità liquide e mezzi equiv.	78,7	Altre passività correnti	8,0
Totale attività correnti	194,4	Totale passività correnti	85,8
Totale attività	299,7	Totale passività	178,9
		<u>Patrimonio netto</u>	
		Patrimonio netto di Gruppo	120,3
		Patrimonio netto di terzi	0,4
		Totale patrimonio netto	120,7
		Totale passivo	299,7

Nel seguito si descrivono gli elementi patrimoniali (attivi e passivi) riportati in tabella.

Elementi patrimoniali attivi:

- attività immateriali (€ 6.116 migliaia, al netto del relativo fondo ammortamento): comprendono *software*, *key money* pagati per l'apertura dei negozi e l'avviamento legato all'acquisizione della società Officine della Maglia S.r.l.; si segnala che l'avviamento è stato sottoposto a *impairment test* con esito positivo;
- immobilizzazioni materiali (€ 25.006 migliaia, al netto del relativo fondo ammortamento): comprendono terreni e fabbricati, impianti e macchinari, nonché attrezzature, arredi e migliorie su beni di terzi legati principalmente all'allestimento di nuovi punti vendita;
- diritti d'uso (€ 66.937 migliaia): connessi all'applicazione dell'IFRS 16 sui contratti di locazione di fabbricati e autoveicoli;
- partecipazioni in imprese collegate (€ 821 migliaia): si tratta della partecipazione in Starcolor S.r.l., posseduta al 24% e valutata con il metodo del patrimonio netto;
- altre attività non correnti (€ 203 migliaia): si tratta di depositi cauzionali versati per gli affitti di alcuni negozi;
- imposte differite (€ 5.991 migliaia, al netto delle imposte differite passive): corrispondenti al 100% dell'importo del *tax asset*, sulla cui recuperabilità gli amministratori non ritengono che sussistano dubbi;
- rimanenze (€ 40.219 migliaia): sono valutate al minore tra il costo medio ponderato di produzione o di acquisto (inclusi i costi diretti dei materiali e delle lavorazioni) e il valore netto di realizzo; sono al netto del fondo svalutazione prodotti finiti e materie prime, che tiene conto, rispettivamente, dell'anzianità della stagione produttiva e della possibilità di vendere i prodotti finiti e della possibilità di utilizzare la materia prima in produzione;
- crediti commerciali (€ 63.925 migliaia): sono esposti al netto del fondo svalutazione crediti; si segnala che una parte delle vendite estero è caratterizzata da pagamenti anticipati o lettere di credito, ovvero è garantita da contratti di assicurazione;
- crediti tributari correnti e non correnti (€ 8.613 migliaia): si tratta principalmente di crediti per imposte dirette e crediti IVA;
- altre attività correnti (€ 2.981 migliaia): si tratta principalmente di anticipi a terzi per la produzione dei capi della prossima stagione estiva, di note da ricevere da fornitori e di ratei e risconti attivi;
- altre attività finanziarie correnti e non correnti (€ 43 migliaia): si tratta di attività connesse alla copertura del rischio di cambio del dollaro statunitense, mentre la Società non ha attività per strumenti finanziari derivati, né contratti a termine per acquisto di valuta;
- disponibilità liquide e mezzi equivalenti (€ 78.681 migliaia): si tratta di depositi bancari liquidi.

Elementi patrimoniali passivi:

- debiti commerciali (€ 30.474 migliaia): si riferiscono a posizioni pagabili a breve termine e non ci sono valori con scadenza superiore a 12 mesi;
- debiti verso banche correnti e non correnti (€ 59.388 migliaia): si riferiscono per € 31.694 migliaia a debiti correnti e per € 27.694 migliaia a debiti non correnti; non vi sono debiti finanziari con scadenza superiore a 5 anni; i contratti relativi a taluni finanziamenti prevedono il rispetto di *covenant*, tutti soddisfatti al 31.10.2020;
- debiti tributari (€ 1.333 migliaia): si tratta principalmente di debiti per imposte correnti e ritenute da lavoro dipendente e autonomo; sono iscritti al netto degli acconti versati e delle ritenute subite;
- altre passività correnti (€ 8.016 migliaia): si tratta principalmente di debiti verso dipendenti, agenti e ratei e risconti passivi;
- altre passività finanziarie correnti e non correnti (€ 75.554 migliaia): si riferiscono (i) per € 6.984 migliaia ai debiti per la quota a breve termine per contratti di diritto d'uso e accolgono l'iscrizione, in accordo con il nuovo principio contabile IFRS 16, del valore attuale dei futuri pagamenti dovuti per i *lease*, (ii) per € 7.244 migliaia al debito verso dipendenti per il piano di incentivazione azionaria¹¹; (iii) per € 61.140 migliaia al debito per la quota a lungo termine per contratti di diritto d'uso contabilizzati secondo il principio contabile IFRS 16 e (iv) per € 60 migliaia a strumenti finanziari derivati passivi;
- passività per benefici ai dipendenti (€ 2.792 migliaia): si tratta delle passività relative ai benefici successivi al rapporto di lavoro valutati, in base allo IAS 19, utilizzando il metodo attuariale di valutazione della proiezione unitaria del credito effettuata da un attuario indipendente;
- fondi per rischi e oneri (€ 1.237 migliaia): include il fondo indennità di clientela il cui ammontare è stimato applicando le logiche di calcolo previste dalla normativa vigente che disciplina i rapporti con gli agenti di commercio, nonché tenendo conto delle trattative in corso con gli agenti stessi al 31.10.2020; si segnala che non sono in essere contenziosi con possibilità di determinare l'insorgenza di passività legali o fiscali significative non riflesse in bilancio.

4. L'ANALISI DEL PROFILO ECONOMICO, PATRIMONIALE E FINANZIARIO DI SPORTSWEAR COMPANY S.P.A.

Nell'ambito del mandato ricevuto, chi scrive ha proceduto ad analizzare il profilo economico, patrimoniale e finanziario della Società a livello consolidato nel periodo 2015-2020. L'analisi di un ampio orizzonte temporale ha consentito di osservare i principali *trend* registrati dalla Società ed ha fornito elementi informativi utilizzabili ai fini dell'apprezzamento della ragionevolezza delle ipotesi implicite nelle

¹¹ Per quanto rappresentato a Partners, per effetto dell'Operazione, l'esborso connesso a tale debito sarà sostenuto, in ultima via, dagli attuali soci di SPW e non dalla Società.

proiezioni 2021-2023 elaborate dal Management e impiegate al fine di alimentare il modello valutativo che verrà illustrato al successivo § 5.

4.1. Il profilo economico

La tabella seguente riporta in forma sintetica i principali dati economici consolidati del periodo 2015-2020 di SPW, riclassificati usando il criterio gestionale adottato dalla Società.

Tabella n. 2 – I principali dati economici consolidati 2015-2020 di SPW

€mln	ott-15	ott-16	ott-17	ott-18	ott-19	ott-20	Cagr 15-20
Wholesale	67,0	83,0	109,6	147,1	181,3	186,7	22,8%
Retail / online	18,4	25,1	36,5	43,7	55,6	52,1	23,1%
Altro	1,3	1,2	1,4	1,5	2,2	2,3	11,0%
Totale ricavi	86,7	109,3	147,5	192,3	239,1	241,1	22,7%
% crescita		26,0%	34,9%	30,3%	24,4%	0,9%	
Margine di contribuzione	40,3	51,2	73,4	97,5	123,3	119,8	24,4%
% ricavi	46,4%	46,9%	49,8%	50,7%	51,6%	49,7%	
Ebitda pre-IFRS 16	12,9	19,5	37,6	56,8	72,9	67,7	39,4%
% ricavi	14,8%	17,8%	25,5%	29,6%	30,5%	28,1%	
Ebitda post-IFRS 16	12,9	19,5	37,6	56,8	78,8	74,8	42,2%
% ricavi	14,8%	17,8%	25,5%	29,6%	33,0%	31,0%	
Ebit	10,5	16,9	34,4	53,0	67,3	54,3	38,9%
% ricavi	12,1%	15,5%	23,3%	27,6%	28,2%	22,5%	
Risultato di esercizio	6,2	10,6	23,3	38,2	64,5	42,4	46,9%
% ricavi	7,2%	9,7%	15,8%	19,9%	27,0%	17,6%	

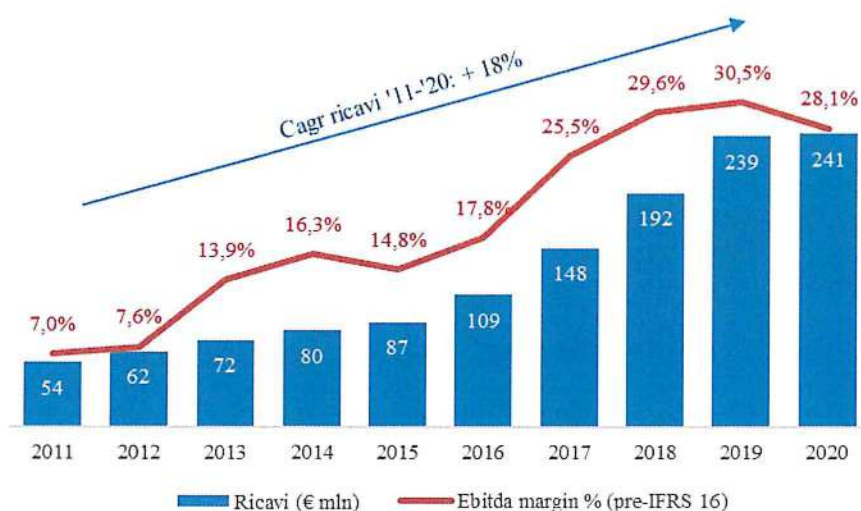
In particolare, dall'analisi dei dati esposti in tabella, emerge quanto segue.

- Negli esercizi 2015-2020, il fatturato della Società ha registrato un rilevante incremento, passando da € 87 milioni realizzati nell'esercizio chiuso il 31 ottobre 2015 a € 241 milioni, realizzati nell'esercizio chiuso il 31 ottobre 2020, con una crescita media annua (CAGR) pari al 22,7%, sostanzialmente equivalente nei due canali di vendita, *wholesale* e *retail/online*. Il percorso di crescita ha origine anche più risalente, come emerge allungando l'analisi storica sino al 2011, anno a partire dal quale il CAGR delle vendite risulta pari al 18% circa (cfr. figura n. 2). Con riferimento ai risultati del 2020, anche all'esito della loro ricalendarizzazione (i.e. sostituendo il fatturato del bimestre novembre-dicembre 2019, non ancora influenzato dalla pandemia da Covid-19, con quello del bimestre 2020) si evidenzia un rallentamento, più contenuto rispetto al generale *trend* registrato dal mercato del lusso¹², forse anche in relazione alla maggior lunghezza del sistema distributivo adottato dalla Società.
- Il percorso di crescita si è realizzato senza una diluizione della marginalità registrata. Nel periodo esaminato:

¹² In tal senso, ad esempio, le indicazioni riportate nello studio "Bain-Altgamma 2020: Worldwide Luxury Market Monitor", di Bain & Company e Altgamma, novembre 2020.

- la Società ha registrato una crescita del Margine di Contribuzione (ricavi al netto del costo del venduto e delle spese di vendita commerciali), sia in valore assoluto (CAGR del 24,4%), sia in termini di incidenza rispetto al fatturato (dal 46,4% al 49,7%). Tale miglioramento è attribuibile alla minore incidenza del costo del venduto. Nel 2020 si osserva una lieve flessione del Margine di Contribuzione sia in termini assoluti che percentuali, a causa del diverso *mix* di vendita in termini di canale (*wholesale* vs *retail*) legato alla pandemia da Covid-19;
- in termini di Ebitda (prima dell'applicazione dell'IFRS 16), la Società ha registrato una costante crescita, fatta eccezione per il 2020, sia in termini assoluti (CAGR del 39,4%), sia in termini di incidenza rispetto al fatturato (dal 14,8% al 28,1%, con un incremento di oltre 13 p.p.). I miglioramenti reddituali si collegano a una minore incidenza di alcune voci di costo (comunicazione, lavoro, fitti passivi) rispetto ai ricavi, anche per effetto della crescita dimensionale. Considerando anche un intervallo di tempo più ampio di 10 anni – dal 2011 al 2020 –, si osserva un CAGR significativo e pari al 39% circa e una crescita di oltre 21 p.p. (cfr. figura n. 2);
- anche con riferimento all'Ebit, si osserva un incremento, nel periodo 2015-2020, sia in termini percentuali (+10,4 p.p.) sia in valori assoluti (CAGR del 38,9%);
- infine, la Società ha registrato risultati netti sempre positivi e in crescita (CAGR del 46,9%), con una riduzione nel 2020 dovuta all'emergenza sanitaria Covid-19.

Figura n. 2 – L'evoluzione di ricavi ed Ebitda *margin* nel periodo 2011-2020



4.2. Il profilo patrimoniale

La tabella seguente riporta in sintesi i principali dati patrimoniali consolidati

di SPW per gli anni storici 2015-2020, riclassificati usando il criterio gestionale adottato dalla Società.

Tabella n. 3 – L’evoluzione della situazione patrimoniale di SPW per gli esercizi 2015 -2020

€mln	ott-15	ott-16	ott-17	ott-18	ott-19	ott-20
Immobilizzazioni immateriali e partecipazioni	7,1	7,0	6,8	8,0	7,8	6,9
Immobilizzazioni materiali	14,7	17,7	18,0	19,3	23,1	25,0
Diritti d'uso IFRS 16	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	66,9
Altre attività/(passività) non correnti	3,0	3,0	2,9	3,2	4,4	6,2
Totale attività/(passività) non correnti	24,9	27,7	27,7	30,5	35,3	105,1
Crediti commerciali	24,2	31,5	36,7	46,9	53,7	63,9
Rimanenze	15,0	17,6	22,2	28,4	38,5	40,2
Debiti commerciali	(11,1)	(11,8)	(14,8)	(19,3)	(25,5)	(30,5)
Capitale circolante netto	28,1	37,3	44,1	55,9	66,7	73,7
% ricavi	32,4%	34,2%	29,9%	29,1%	27,9%	30,6%
Altre attività/(passività) correnti	(1,6)	(5,3)	(7,9)	(7,7)	(0,7)	(5,1)
Totale attività/(passività) correnti	26,5	32,1	36,2	48,2	66,0	68,6
Totale impieghi	51,4	59,8	63,9	78,7	101,3	173,6
PFN escluso IFRS 16	11,8	13,2	1,6	(6,8)	(24,1)	(19,3)
Debiti per leasing IFRS 16	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	68,1
Totale PFN	11,8	13,2	1,6	(6,8)	(24,1)	48,9
PFN/Ebitda	0,9x	0,7x	0,0x	-0,1x	-0,3x	0,7x
PFN/Ebitda pre-IFRS 16	0,9x	0,7x	0,0x	-0,1x	-0,3x	-0,3x
TFR ed altri fondi	2,1	2,6	2,5	2,8	3,3	4,0
Patrimonio netto di Gruppo	37,4	44,1	59,9	82,7	121,7	120,3
Patrimonio netto di Terzi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4
Totale fonti	51,4	59,8	63,9	78,7	101,3	173,6

Con riferimento alla tabella sopra riportata, si osserva quanto segue.

- La somma delle attività e delle passività non correnti presenta una crescita significativa nel 2020 per effetto dell’applicazione dell’IFRS 16.
- Il capitale circolante netto, nel periodo 2015-2020, cresce per effetto della crescita del volume d’affari della Società, registrando però una riduzione dell’incidenza sul fatturato che passa dal 32,4% al 31.10.2015 al 27,9% al 31.10.2019, soprattutto per una minore incidenza dei crediti. Tale incidenza ha poi registrato un incremento nel 2020 di 2,6 p.p. per effetto della pandemia Covid-19.
- Il TFR e gli altri fondi sono cresciuti nel periodo considerato di circa € 1,9 milioni.
- La Società si è sempre caratterizzata per un peso preponderante dei mezzi propri e non ha mai registrato livelli di indebitamento significativi. In particolare, l’indice PFN/Ebitda si posiziona al di sotto dell’1x al 31.10.2015 e al 31.10.2016, scendendo allo 0x al 31.12.2017. Negli anni successivi la Società ha registrato una posizione finanziaria netta (PFN) positiva. Al 31.10.2020 la PFN è positiva e pari a circa € 19 milioni, mentre l’applicazione dell’IFRS 16 ha fatto emergere debiti per *leasing* per un importo pari a circa € 68 milioni.

- Nel periodo osservato, il patrimonio netto della Società è cresciuto sostanzialmente per effetto della quota di utili non distribuiti.

4.3. Il profilo finanziario

La tabella seguente riporta la dinamica finanziaria consolidata di SPW, relativamente al periodo 2016-2020, articolata secondo la struttura adottata dalla Società.

Tabella n. 4 – La dinamica finanziaria consolidata di SPW per gli esercizi 2016-2020

€mln	ott-16	ott-17	ott-18	ott-19	ott-20
Ebitda	19,5	37,6	56,8	72,9	74,8
Variaz. capitale circolante netto	(9,2)	(6,8)	(11,9)	(10,8)	(7,0)
Variaz. altri crediti/(debiti) correnti e non corr.	3,7	2,8	(0,5)	(9,7)	(10,7)
Investimenti netti	(5,4)	(3,3)	(6,2)	(8,1)	(5,8)
Proventi (oneri) finanziari	(0,3)	(0,5)	(0,1)	(0,3)	(1,9)
Imposte	(6,0)	(10,5)	(14,7)	(1,9)	(9,9)
Free cash flow	2,1	19,2	23,4	42,1	39,6
Dividendi pagati	(2,9)	(7,7)	(15,3)	(25,4)	(43,9)
Var. PN e altre variazioni	(0,6)	0,1	0,2	0,5	(1,7)
Net cash flow	(1,4)	11,6	8,3	17,3	(6,0)
PFN IFRS 16	0,0	0,0	0,0	0,0	(1,2)
PFN iniziale escl. IFRS 16	11,8	13,2	1,6	(6,8)	(24,1)
PFN finale escl. IFRS 16	13,2	1,6	(6,8)	(24,1)	(19,3)
Var. PFN	(1,4)	11,6	8,3	17,3	(6,0)

Con riguardo alla dinamica finanziaria della Società nel periodo 2016-2020, si osserva quanto segue:

- la gestione ha prodotto flussi di cassa sempre positivi negli esercizi analizzati per un totale di € 127 milioni in 5 anni;
- i flussi di cassa generati dalla gestione sono cresciuti costantemente, fatta eccezione per il 2020, i cui risultati hanno risentito degli effetti della pandemia Covid-19;
- la Società ha mantenuto un livello di *capex* mediamente pari a circa il 3% dei ricavi, dato che si confronta con i tassi di crescita dei medesimi ricavi di cui già si è detto (cfr. *supra* § 4.1.);
- SPW ha sempre distribuito dividendi, con un *pay out ratio* compreso tra il 50% e il 70%.

5. IL MODELLO VALUTATIVO ADOTTATO

Coerentemente con prassi e dottrina prevalenti, il modello valutativo impiegato è stato elaborato tenendo conto dell'orientamento finalistico delle valutazioni richieste, le quali sono state tuttavia calate e declinate osservando nel concreto la sostanza e la struttura dell'operazione presa in esame.

In particolare, lo sviluppo del modello valutativo ha anzitutto preso atto delle finalità proprie delle valutazioni *ex art. 2343-ter c.c.*, funzionali a garantire l'integrità del patrimonio della società che riceve i beni conferiti e a tutelare i terzi, tra cui i creditori sociali, sull'effettività del valore dei beni in parola. In coerenza con questo orientamento finalistico, le stime di conferimento sono solitamente condotte con un approccio prudentiale e si basano su ipotesi il più possibile definite e verificabili. Inoltre, tale orientamento finalistico, nel caso in cui oggetto di conferimento sia un'azienda in funzionamento, come nel caso di specie, comporta la necessità di articolare il modello valutativo in maniera tale da consentire di verificare che l'aumento di capitale deliberato non risulti inferiore al minore tra il valore fondamentale della società e il suo valore normale di mercato.

Dovendo calare tali finalità nello specifico contesto dell'aumento di capitale in esame, si è preso atto che lo stesso si iscrive nell'ambito dell'Operazione che ha portato Moncler ad acquisire il 100% del capitale di SPW e che l'ammontare di tale aumento è commisurato, pro quota, proprio al prezzo della Società, negoziato nell'ambito della medesima Operazione.

Ora, per quanto emerge dalle informazioni rese disponibili a Partners, il prezzo di cui si discute è stato negoziato, nell'ambito di un accordo vincolante, da parti informate ed esperte, ciascuna assistita da propri qualificati *advisor*, non condizionate da alcun obbligo a vendere e a comprare. Trattasi di un prezzo che, per le caratteristiche del processo che ha portato alla sua formazione, costituisce una rilevante indicazione del possibile valore normale di mercato della società oggetto di valutazione¹³.

Tutto ciò posto, ai fini di condurre le verifiche richieste *ex art. 2343-ter c.c.*, si è proceduto a confrontare il valore dell'aumento di capitale così determinato con:

- anzitutto il valore intrinseco di SPW, ossia il valore attribuibile alla Società sulla scorta della strategia realizzata e delle Previsioni predisposte dal Management e approvate dal CdA della Società, in sostanziale continuità di modello di *business*;
- in secondo luogo, altre possibili indicazioni del valore normale di mercato, desunte facendo ricorso a multipli tratti dal mercato o a multipli derivanti da transazioni comparabili, per stimare il possibile valore di SPW, sempre sulla base degli andamenti attesi in logica *stand alone* e sulla scorta delle Previsioni approvate dal CdA della Società in continuità di modello di *business*.

Le indicazioni così ottenute sono state poi integrate con altre implicitamente desumibili dall'andamento dei prezzi di Moncler, come sviluppatosi successivamente all'annuncio dell'Operazione e sino alla data di *cut-off*, dal momento che, proprio in considerazione delle informazioni contenute nel

¹³ Così, ad esempio, secondo gli International Valuation Standards: “*Market value is the estimated amount for which an asset or liability should exchange on the valuation date between a willing buyer and a willing seller in arm's length transaction, after proper marketing and where the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion*” (IVS- International Valuation Standards, 2013, punto 29).

comunicato del 7 dicembre 2020, è ragionevole assumere che le negoziazioni intervenute in questo periodo riflettano anche il valore attribuito dagli operatori di mercato a SPW.

In ultimo, allo scopo di favorire una più ampia contestualizzazione e a riscontro delle evidenze emerse, vengono esposte alcune considerazioni in ordine al meccanismo di pagamento negoziato dalle parti e ai suoi possibili riflessi ai fini delle valutazioni richieste *ex art. 2343-ter c.c.*

* * *

Da un punto di vista metodologico, lo sviluppo di un simile procedimento valutativo consente, da un lato, di verificare, come richiesto dalle valutazioni di conferimento, se l'aumento di capitale deliberato trovi o meno adeguata copertura nel valore della Società, dall'altro lato, di fare ricorso a una pluralità di metodi valutativi di consolidata validità teorica e diffusa applicazione pratica, funzionali, singolarmente, a fornire le differenti indicazioni di valore sopra richiamate e, congiuntamente, a un riscontro reciproco dei risultati ottenuti da ciascuno di essi, così da incrementare la significatività e la solidità dei risultati finali, che derivano dalla "sistematizzazione" e dalla sintesi di prospettive di analisi differenti.

Più in dettaglio:

- per la stima del valore intrinseco, è stato impiegato un criterio fondato sui flussi attesi, in quanto naturale riferimento per la determinazione di tale configurazione di valore. Più precisamente, nel caso di specie, si è fatto ricorso al criterio finanziario *unlevered discounted cash flow* ("DCF"), ossia un metodo valutativo assoluto. Secondo tale metodologia, che si caratterizza per la sua elevata razionalità e per la sua consolidata diffusione nelle valutazioni di capitale economico, il valore economico di un'azienda è funzione dei flussi di cassa futuri attesi che essa è in grado di generare autonomamente¹⁴. Per applicare il criterio in parola, occorre procedere all'attualizzazione, ad un tasso rappresentativo del costo medio ponderato del capitale (*weighted average cost of capital*, in breve "wacc")¹⁵, dei flussi di cassa operativi annui "disponibili" (*free cash*

¹⁴ Il flusso di cassa disponibile viene analiticamente stimato per gli *n* anni di previsione esplicita, sommando algebricamente al risultato operativo, calcolato al netto delle connesse imposte figurative, il saldo delle componenti positive e negative di reddito che hanno concorso alla formazione del risultato operativo e che non generano entrate o uscite di cassa (ad es. rivalutazioni di partecipazioni e ammortamenti), e deducendo da tale importo le variazioni di capitale circolante operativo netto e l'importo degli investimenti netti. Per gli anni successivi a quelli di previsione esplicita si assume un flusso di cassa "a regime", stimato sulla scorta degli andamenti relativi al periodo di previsione esplicita, attraverso un processo di eventuale normalizzazione e tenendo conto del previsto tasso di crescita di lungo termine (*g*).

¹⁵ Il tasso di attualizzazione, coerentemente con la prassi valutativa prevalente, è calcolato assumendo a riferimento una struttura finanziaria "medio-rappresentativa" di settore. In particolare, la formula valutativa adottata per la stima del *wacc* è la seguente:

$$wacc = Ke \cdot \frac{E}{D + E} + Kd \cdot (1 - t) \cdot \frac{D}{D + E}$$

dove:

flow”) attesi per l’azienda oggetto di valutazione. In particolare, in coerenza con la prospettiva valutativa *asset side* del criterio finanziario *unlevered*, la stima del valore economico del capitale proprio (“*Equity Value*” o “*W*”) è ottenuta sommando algebricamente al valore del capitale investito netto (“*Enterprise Value*” o “*EV*”) del complesso aziendale considerato la sua posizione finanziaria netta (“*PFN*”) ¹⁶;

-
- **Ke** e **Kd** sono, rispettivamente, il costo del capitale proprio e del capitale di debito lordo di imposta;
 - **E/(D+E)** e **D/(D+E)** sono rispettivamente i “pesi”, “medio-rappresentativi” del settore, riferibili al capitale proprio (*equity*, E) e a quello di debito (*debt*, D) sul totale delle fonti di finanziamento (D+E);
 - **t** è l’aliquota espressiva del risparmio d’imposta connesso alla deducibilità fiscale degli oneri finanziari.

Il costo del capitale proprio (Ke), *input* necessario al calcolo del *wacc* secondo la formula sopra riportata, è espressivo della rischiosità specifica non diversificabile associata al complesso aziendale da valutare. Esso è quantificato secondo l’approccio del *Capital Asset Pricing Model* (“CAPM”), sulla base del seguente algoritmo:

$$K_e = r_f + \beta \cdot ERP + \text{Execution Risk Premium}$$

dove:

- **r_f** è il rendimento degli investimenti privi di rischio (*risk-free rate*), esso riflette anche il rischio associabile alle aree geografiche ove sono realizzati i ricavi dell’impresa;
- **β** è il coefficiente espressivo del rischio sistematico (non diversificabile) dell’azienda oggetto di stima;
- **ERP** è il premio per il rischio tipico degli investimenti azionari (*equity risk premium*);
- **Execution Risk Premium** è il premio che apprezza il rischio di realizzazione delle previsioni.

¹⁶ In particolare, l’algoritmo di calcolo che traduce in termini applicativi il criterio in analisi è il seguente:

$$EV = \sum_{t=1}^n (CF_t \cdot v^t) + TV_n \cdot v^n$$

dove:

- **EV** è l’*Enterprise Value* del complesso aziendale oggetto di valutazione;
- **n** è il numero di anni di cui si compone il periodo di previsione analitica dei flussi di cassa operativi;
- **CF_t** è il flusso di cassa operativo del complesso aziendale valutato atteso nel periodo t;
- **TV_n** è il *Terminal Value* dell’impresa oggetto di valutazione al tempo n (cioè, al termine del periodo di previsione analitica), a sua volta ottenuto capitalizzando il flusso di cassa dell’anno n+1 ad un tasso dato dalla differenza tra *wacc* e g.
- **vⁿ** è il coefficiente di attualizzazione, pari a 1/(1+wacc)ⁿ;
- **wacc** è il costo medio ponderato del capitale proprio e di debito.

Si segnala inoltre che:

- ove l’azienda sia anche costituita da partecipazioni in imprese non consolidate integralmente o proporzionalmente (*equity investments*), il valore di *Enterprise Value* deve essere incrementato in ragione del valore di tali partecipazioni; ciò in quanto i flussi ad esse relativi non sono inclusi nei *free cash flow* consolidati;
- nel caso in cui siano presenti azionisti di minoranza (*minority interests* o *minorities*) in società partecipate (e consolidate integralmente) dalla società oggetto di stima, il valore delle rispettive quote deve essere sottratto ai fini della stima dell’*Equity Value* (di pertinenza della capogruppo).

- per la stima delle altre indicazioni relative al valore normale di mercato, diverse da quella emergente nel prezzo negoziato nell’Operazione, si è anzitutto fatto ricorso al criterio dei multipli - tanto nella versione c.d. dei multipli di Borsa, quanto nella versione c.d. dei multipli di transazioni - ossia un metodo valutativo relativo. I dati ritraibili attraverso il metodo dei multipli hanno, come riconosciuto da prassi e dottrina, rilevante contenuto informativo, esprimendo comportamenti valutativi concludenti (i.e. prezzi fatti) espressi da operatori di mercato professionali e indipendenti che hanno liberamente negoziato il capitale di imprese comparabili a quella oggetto di stima. Secondo tali approcci, il valore economico di un’azienda è stimato sulla base di moltiplicatori calcolati assumendo a riferimento rispettivamente: (a) i prezzi di Borsa delle azioni di imprese comparabili a quelle oggetto di valutazione; (b) i prezzi tratti dall’analisi di operazioni di acquisizione aventi ad oggetto aziende comparabili. La dottrina e la prassi distinguono tra multipli “*asset side*” o “*unlevered*” (EV/Sales, EV/Ebitda, ecc.) e multipli “*equity side*” o “*levered*” (*Price/Earnings*, *Price/Book Value*, ecc.). I primi stimano direttamente il valore del capitale investito netto del complesso aziendale (l’EV) e pervengono poi al valore del capitale proprio, sommando algebricamente all’EV la PFN, le *minorities* e gli *equity investments*. I multipli *equity side*, invece, giungono direttamente alla quantificazione del valore del capitale proprio. Nel caso di specie, in coerenza con la prassi professionale, si è preferito fare riferimento ai multipli *asset side* e in particolare ai multipli EV/Ebitda. Le metodologie in esame si sviluppano nelle seguenti fasi: (i) identificazione delle imprese quotate comparabili componenti il campione di riferimento (per il metodo dei multipli di Borsa) e di operazioni di acquisizione aventi ad oggetto aziende comparabili (per il metodo dei multipli di transazioni); (ii) calcolo dei moltiplicatori selezionati per ciascuna delle imprese/transazioni selezionate, ossia rapporti basati sui prezzi pagati e sulle grandezze reddituali o patrimoniali ritenute significative dell’azienda oggetto di analisi, ed elaborazione di uno o più moltiplicatori rappresentativi; (iii) applicazione alle pertinenti grandezze dell’azienda oggetto di valutazione del multiplo di sintesi osservato per il campione esaminato;
- come anticipato, ad integrazione delle analisi come sopra descritte, si è proceduto a raccogliere le indicazioni desumibili dall’andamento dei prezzi di Borsa del titolo Moncler successivamente all’annuncio dell’Operazione. Il criterio dei prezzi di mercato, tra l’altro espressamente indicato al punto a) dell’art. 2343-ter c.c., assume che il valore normale di mercato possa essere osservato per il tramite dell’andamento dei prezzi negoziati sul mercato per quello specifico *asset*. Nel caso di specie, a partire dal 7 dicembre 2020, si può assumere che i prezzi negoziati sul mercato per il titolo Moncler tengano conto, tra l’altro, non solo del valore di Moncler medesima, ma anche dell’Operazione di acquisizione di SPW, nei termini comunicati. Facendo

riferimento a tali prezzi e sempre avendo a riferimento le finalità specifiche dell'incarico valutativo, è possibile condurre un riscontro indiretto, osservando la reazione registrata dai prezzi in occasione dell'annuncio, secondo la tecnica propria dei c.d. *event study*¹⁷, e

¹⁷ In particolare, la metodologia dell'*event study* consente di rilevare l'eventuale presenza di una dinamica anormale nell'andamento di un titolo e di verificarne la significatività in termini statistici, attraverso una serie di passaggi che possono essere, in via semplificata, così sintetizzati:

- misurazione dell'effettivo rendimento del titolo in una finestra temporale posta a cavallo della data in cui è intervenuta la comunicazione in esame (c.d. *event window*);
- confronto di tale rendimento con quello (c.d. *expected return*) che il medesimo titolo avrebbe dovuto registrare sulla scorta della dinamica registrata dal mercato e del comportamento che il medesimo titolo ha registrato in passato, comportamento osservato, sempre in termini relativi rispetto all'andamento del mercato (ossia attraverso al ricorso di un c.d. *market model*), per un intervallo temporale sufficientemente lungo precedente l'evento informativo (c.d. *estimation window*, la cui durata in dottrina e nella prassi viene assunta pari ad un significativo numero di sedute di Borsa).

In termini più tecnici, il *market model* è un modello statistico che assume una relazione lineare stabile tra il rendimento del mercato e il rendimento del titolo.

Tale relazione è descritta dall'equazione:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Sulla base di tale *market model* si ottiene un rendimento atteso (*expected return*) del titolo *i* al periodo *t*, che in formula è dato da:

$$E(R_{i,t}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \cdot R_{m,t} \quad (2)$$

ove:

- $R_{i,t}$ è il rendimento effettivamente registrato dal titolo *i* al tempo *t*;
 - $R_{m,t}$ è il rendimento effettivamente registrato dell'indice di mercato nel periodo *t*, indice calcolato con l'esclusione del titolo *i*;
 - $E(R_{i,t})$ è il rendimento atteso (*expected return*) del titolo *i* al tempo *t*;
 - α_i e β_i sono, rispettivamente, l'intercetta e il coefficiente angolare teorici della retta di regressione per il titolo *i*;
 - $\varepsilon_{i,t}$, è l'errore di previsione del titolo *i* al tempo *t*;
 - $\hat{\alpha}_i$ e $\hat{\beta}_i$ sono, rispettivamente, l'intercetta e il coefficiente angolare effettivamente ottenuti dall'uso della retta di regressione (1) per il titolo *i*;
- individuazione, attraverso la differenza tra il rendimento effettivo e quello atteso, della "componente anormale" del rendimento (c.d. *abnormal return* o *AR*), da considerarsi come la componente del rendimento del titolo attribuibile a informazioni/eventi specificamente riferibili alla società il cui titolo è preso in esame;
 - apprezzamento della significatività statistica di tale componente anormale attraverso un apposito *test*. Tale apprezzamento, per sintesi e in via semplificata, viene realizzato ponendo a rapporto la componente anormale rilevata nelle giornate dell'*event window* con una misura espressiva della volatilità media dei rendimenti anormali registrata dal medesimo titolo nell'*estimation window* definita. In particolare, secondo il metodo dell'*event study*: i) se la componente anormale registrata in occasione di uno specifico evento informativo non si discosta in maniera significativa dalla misura di volatilità relativa all'*estimation window*, non si può concludere che tale evento informativo abbia avuto un impatto significativo sul titolo (ossia diverso da quello che in media il titolo registra normalmente anche in assenza di quello specifico evento); ii) viceversa, laddove l'*abnormal return* rilevato nella specifica giornata risulti molto più elevato della volatilità media dei rendimenti anormali relativa all'*estimation window*, in maniera tale da superare talune soglie prefissate, è possibile assumere, sulla base del metodo in parola e del modello

considerando per quali valorizzazioni di Moncler – espresse in termini di differenziale di multiplo EV/Ebitda – il valore di SPW sarebbe pari o inferiore a quello implicitamente assunto a riferimento nell’aumento di capitale, valutandone la ragionevolezza. Nel caso di specie, le indicazioni formulate con tali analisi possono essere utilizzate solo a titolo di riscontro atteso che, i prezzi di Borsa, potrebbero riflettere anche le attese circa le possibili sinergie e potenzialità specifiche realizzabili per effetto dell’ingresso di SPW in Moncler, oltre che di un più efficiente utilizzo della liquidità aziendale, le quali sarebbero invece da escludere ai fini della stima del valore normale di mercato.

6. I LINEAMENTI APPLICATIVI DEI CRITERI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI

Nel presente paragrafo si procede a illustrare l’applicazione dei criteri di stima adottati per la determinazione delle diverse indicazioni di valore illustrate al precedente § 5 (cfr. §§ 6.1-6.3), l’analisi condotta circa le indicazioni emergenti dall’andamento delle quotazioni di Borsa di Moncler (cfr. § 6.4), nonché le considerazioni in ordine al prezzo negoziato dalle parti ai fini dell’Operazione e al relativo meccanismo di pagamento (cfr. § 6.5).

6.1. II DCF

L’applicazione del criterio DCF richiede la definizione, nell’ambito di un procedimento unitario, dei seguenti elementi: (i) i flussi di cassa operativi annui “disponibili” (*unlevered*) attesi lungo l’orizzonte di previsione esplicita (“flussi”) (cfr. § 6.1.1); (ii) il tasso da impiegare ai fini dell’attualizzazione dei flussi (*wacc*) (cfr. § 6.1.2); (iii) il valore terminale, ossia il valore dei flussi di cassa realizzabili oltre il periodo di previsione

di analisi impiegato, che tale variazione sia statisticamente significativa. I risultati di questo *test* statistico vengono poi tipicamente esposti facendo ricorso ad una misura di probabilità (c.d. *p-value*) connessa ai risultati del *test*: se la misura di probabilità indicata risulta superiore a certe soglie, non è possibile affermare la significatività statistica dell’*abnormal return* di quella giornata;

- e. nell’ambito del modello dell’*event study*, è poi possibile calcolare il rendimento anormale cumulato relativamente a più giornate (c.d. *cumulative abnormal return*, CAR), ottenuto sommando gli ARs delle diverse giornate dell’*event window* e confrontando tale somma con una misura della volatilità registrata dagli *abnormal returns* del titolo nell’*estimation window*, riparametrata proprio per tenere conto che si sta verificando la rilevanza statistica della componente anormale su una pluralità di giornate.

In sintesi, il modello dell’*event study*, si basa dunque sulla possibilità, riconosciuta in dottrina e nella prassi, di scomporre il rendimento dei titoli azionari nelle sue diverse componenti, distinguendo in particolare la componente specifica d’impresa, e di apprezzare su base statistica la riconducibilità di tale componente ad un dato evento e non già alla normale dinamica del titolo medesimo (cfr., tra gli altri, “*Event Studies in Economics and Finance*”, MacKinlay, *Journal of Economic Literature*, 1997; “*Management communications with securities analysts*”, Francis, Hanna & Philbrick, *Journal of Accounting and Economics*, 1997).

esplicita (§ 6.1.3); (iv) la posizione finanziaria netta (PFN) della Società (§ 6.1.4).

6.1.1 I flussi di cassa relativi al periodo di previsione esplicita

I flussi del periodo di previsione esplicita sono stati stimati sulla base delle Previsioni predisposte dal Management e approvate dal CdA della Società in data 15 ottobre 2020.

Nello specifico, tali flussi sono stati determinati muovendo dall'Ebitda previsto nelle Previsioni di SPW per gli anni 2021-2023 (pre-applicazione del principio IFRS 16), ridotto delle pertinenti imposte, calcolate tenendo conto dello “scudo fiscale” costituito dagli ammortamenti, degli investimenti netti in capitale circolante (CCN) e di quelli in capitale fisso (*capex*).

Le previsioni in parola sono state predisposte assumendo la prospettiva *stand alone* della Società, senza considerare quindi gli effetti della successiva Operazione, e si basano su talune principali assunzioni, così sintetizzabili:

- progressivo ritorno a condizioni di normalità del contesto macroeconomico;
- crescita del fatturato, a tassi decrescenti e complessivamente inferiori a quelli registrati in media nel precedente quinquennio. La maggior crescita in valore assoluto, ancorché a tassi decrescenti, è prevista nel canale *wholesale*, tradizionalmente presidiato dalla Società; le previsioni relative al canale *retail* e *on line*, assumono tassi più elevati per il periodo, determinando anche una pur marginale maggiore incidenza di questo canale di distribuzione;
- marginale incremento a livello di Ebitda *margin* rispetto al livello conseguito nel 2019;
- crescita del CCN, la cui incidenza sul fatturato è prevista sostanzialmente costante;
- *capex* nette legate tra l'altro al completamento di talune strutture (in particolare nel 2021) e all'apertura di nuovi negozi in Cina.

Non rientrando nel perimetro del mandato assegnato a Partners la verifica della fondatezza, ragionevolezza e completezza delle ipotesi e delle assunzioni ipotetiche poste alla base delle Previsioni, esse sono state acquisite e assunte quale miglior stima da parte del Management del possibile andamento della Società sulla scorta delle informazioni disponibili alla data di *cut-off* del presente documento.

Partners ha comunque posto in essere talune attività volte a verificare, ai fini e nei limiti dell'Incarico ricevuto dai soci di SPW, che non vi fossero elementi di irragionevolezza nelle Previsioni, nella consapevolezza della incertezza che strutturalmente connota ogni elemento previsionale, nonché ad approfondire le caratteristiche e i profili di tali previsioni anche ai fini della successiva stima del costo del capitale.

Anzitutto, Partners ha preso atto che le Previsioni si sviluppano su un orizzonte temporale triennale, tradizionalmente coincidente con quello

minimo assunto a riferimento nei cicli di pianificazione aziendale sviluppati anche a fini valutativi (tipicamente sviluppati su un arco temporale compreso tra i tre e i cinque anni, talvolta estesi ulteriormente per tenere conto delle attese di crescita connesse al settore o alla strategia considerata). Tenuto conto delle crescite storicamente registrate dalla Società e attese per il settore, tale scelta, unitamente a quella di assumere a partire già dal quarto anno un rapido allineamento al tasso di crescita di lungo periodo (cfr. *infra* § 6.1.3), risulta in linea con gli orientamenti propri delle valutazioni in esame.

In secondo luogo, Partners ha condotto, sulla scorta dei dati acquisiti, un confronto tra previsioni e andamenti consuntivi relativi a precedenti cicli di pianificazione, verificando il segno e la dimensione degli scostamenti registrati. Tali elementi informativi, infatti, possono offrire, secondo prassi e dottrina, indicazioni a riguardo del generale livello di *accountability* dei piani elaborati dal *management* di una società. Nel caso di specie, dalla documentazione messa a disposizione, è emerso che nei cicli previsionali più recenti si sono verificati scostamenti di segno positivo sia in termini di fatturato che di redditività¹⁸.

Tenuto poi conto che le Previsioni sono state elaborate nell'ottobre del 2020 e delle incertezze legate all'emergenza sanitaria Covid-19 che caratterizzano l'attuale contesto, anche in termini previsionali, Partners ha acquisito i dati di *current trading* (in termini di fatturato e di sua composizione per canale) relativi al 31 gennaio 2021, elaborati dal sistema gestionale della Società. Preso altresì atto che tali dati e l'eventuale revisione dei dati del *forecast* 2021 sarebbero stati trattati in un CdA calendarizzato in epoca successiva a quella di previsto rilascio della presente relazione, Partners ha ritenuto di confrontarsi con il Management per raccogliere ulteriori indicazioni e valutazioni, entro i previsti termini di consegna della medesima relazione. Nell'ambito di tale confronto il Management, tenuto conto dell'andamento registrato nei diversi canali di vendita e della diversa visibilità di ciascuno di essi per i residui mesi dell'esercizio, ha complessivamente confermato i *trend* e le indicazioni contenute nelle Previsioni, con la precisazione che, considerata la non positiva evoluzione della pandemia Covid-19 rispetto a quanto ci si aspettava nello scorso ottobre, i dati di fatturato ed Ebitda *margin* per l'esercizio 2021 si sarebbero potuti collocare in un *range* compreso tra il livello indicato nelle Previsioni e un livello marginalmente inferiore (soprattutto in relazione alle attese sul canale *retail*), con un successivo progressivo allineamento ai dati di Ebitda *margin* di fine periodo. Tenuto conto delle finalità della presente stima, Partners ha prudenzialmente accolto nelle proprie analisi l'estremo inferiore del *range* indicato per il 2021 e il successivo graduale allineamento nelle attese di Ebitda *margin* ("Previsioni Aggiornate").

¹⁸ Dall'analisi è stato escluso l'esercizio amministrativo 2020 (1° novembre 2019 - 31 ottobre 2020), i cui andamenti a consuntivo hanno negativamente risentito degli impatti straordinari della pandemia Covid-19, non preventivabili in fase di elaborazione delle previsioni.

Sui dati così raccolti, Partners ha poi proceduto ad alcune ulteriori verifiche, anzitutto osservando che SPW, nel periodo 2011-2019, ha registrato un importante percorso di crescita, con tassi di sviluppo superiori rispetto a quelli previsti nelle Previsioni Aggiornate, soprattutto se si considera che, per effetto dell'orizzonte temporale di previsione esplicita, la crescita viene a rallentarsi significativamente a partire dal quarto anno. Peraltro, si può osservare che le *performance* di crescita ottenute da SPW con la strategia realizzata¹⁹, specialmente nel periodo 2015-2019, risultano superiori a quelle registrate in media dal mercato²⁰ e si collocano oltre il terzo quartile rispetto ad alcuni operatori comparabili di cui meglio si dirà al § 6.2, mentre le attese indicate nelle Previsioni Aggiornate, che si iscrivono su attese di un recupero del mercato, tra l'altro lungo alcune delle direttrici di crescita previste nelle *assumption* delle Previsioni²¹, risultano sostanzialmente in linea con quelle riportate in media per le medesime aziende comparabili (forse anche in ragione della maggior lunghezza che caratterizza il sistema distributivo di SPW)²².

Infine, Partners ha osservato come le Previsioni Aggiornate di SPW non siano dissonanti in termini di attese di Ebitda e risultino mediamente più caute in termini di fatturato rispetto a quelle formulate dagli analisti finanziari successivamente alla comunicazione al mercato dell'Operazione, quantomeno per il primo triennio²³. In alcuni casi, l'orizzonte di previsione esplicita utilizzato dagli analisti si estende di ulteriori due anni²⁴, riportando attese di crescita significativamente maggiori di quelle assunte per il medesimo periodo nel presente sviluppo applicativo²⁵.

Le Previsioni Aggiornate, come sopra illustrate, sono comunque state sottoposte ad analisi di sensitività nell'ambito del modello DCF, al fine di apprezzare gli impatti che si producono facendo variare le ipotesi di crescita di ricavi e di redditività (Ebitda *margin*).

¹⁹ Ciò anche se si osservano i risultati 2020 di SPW dopo una loro ricalendarizzazione assumendo a riferimento il periodo 1.1.-31.12.20.

²⁰ Cfr. studio "Bain-Altagamma 2020: Worldwide Luxury Market Monitor", novembre 2020.

²¹ In tal senso il già citato studio di Bain & Company e Altagamma, che, tra l'altro, segnala attese di crescita nell'*online luxury*, che ha raddoppiato il suo peso sul mercato complessivo, e legate al mercato cinese, che potrebbe arrivare a rappresentare il 50% degli acquisti di prodotti *luxury* a livello globale.

²² Nel caso dell'Ebitda, la crescita attesa delle Previsioni Aggiornate è inferiore alla crescita media attesa per le aziende comparabili.

²³ È ragionevole assumere che le previsioni formulate dagli analisti riflettano anche alcune sinergie specifiche possibili per effetto dell'integrazione di SPW in Moncler. Per quanto indicato, tuttavia, tali effetti sinergici dovrebbero rilasciare i loro principali effetti positivi solo nel medio-lungo termine in virtù delle dinamiche inerziali intrinseche del modello di *business* di SPW, *wholesale* centrico, e dei tempi necessari allo sviluppo di un *network retail* significativamente più capillare.

²⁴ Questo è anche l'orizzonte temporale assunto nel *Business Plan* richiamato nel Documento Informativo Parti Correlate, che sembrerebbe prevedere poi un ulteriore biennio di graduale discesa della crescita sino ai livelli previsti per il lungo termine.

²⁵ Ciò pur nella consapevolezza che almeno in quota parte tale crescita dovrebbe essere positivamente influenzata anche dagli effetti di sinergie specifiche, non apprezzabili ai fini della stima del valore intrinseco.

6.1.2 Il tasso di attualizzazione (*wacc*)

Il tasso impiegato ai fini dell'attualizzazione dei flussi (*wacc*) è stato stimato sulla base dell'algoritmo di calcolo illustrato al precedente § 5. Tale stima conduce a un tasso *wacc* pari a 8,2%.

Tabella n. 5 – Parametri valutativi adottati per la determinazione del tasso di attualizzazione (*wacc*) di SPW

<i>Risk free rate</i>	1,1%
Beta	1,19
<i>Equity risk premium</i>	5,1%
<i>Execution risk premium</i>	1,0%
<i>Assumed target D/E</i>	0%
<i>Wacc = Cost of Equity</i>	8,2%

Gli elementi e i parametri impiegati per il calcolo del tasso di attualizzazione sono riportati nel seguito.

- Il *risk-free rate* è stato assunto pari a 1,1%, ottenuto come somma di due componenti: la prima, espressiva del rendimento di investimenti privi di rischio, è stata stimata in base della media dei rendimenti giornalieri, lordi d'imposta, registrati nell'ultimo anno dai titoli decennali tedeschi (Bund)²⁶; la seconda, espressiva del "rischio-Paese" associabile alle aree geografiche ove SPW realizza i ricavi, il c.d. *country risk premium*, è stata quindi stimata come media ponderata dei *country risk premium*²⁷ relativi ai Paesi e alle aree geografiche di riferimento della Società²⁸.
- Il rapporto di indebitamento D/E è stato ipotizzato pari a zero sulla base dei corrispondenti rapporti storicamente registrati da SPW e mediamente osservabili per le società comparabili²⁹ (prescindendo dai debiti relativi ai leasing *ex IFRS 16*).
- Il coefficiente beta è stato assunto pari al beta *unlevered* medio³⁰ (1,19x) del *panel* di società comparabili a SPW³¹. Non è stato operato il "releverage" del beta in quanto, come anticipato, è stata assunta una struttura finanziaria *target* priva di debito. I beta *unlevered* dei comparabili sono stati determinati a partire dai c.d. beta *5Yr monthly* (estratti dal *database* FactSet), ossia quelli calcolati sulla base di

²⁶ Fonte: *database* FactSet.

²⁷ Cfr. A. Damodaran, *Stern School of Business*.

²⁸ In particolare, è stato fatto riferimento alla ripartizione, per area geografica, del fatturato 2020 di SPW, come riportata nella presentazione di Moncler, del 7 dicembre 2020, relativa all'Operazione.

²⁹ Si è fatto riferimento al campione di società comparabili illustrato al successivo § 6.2. A questo proposito si osserva che, prudenzialmente, si è ritenuto di non assumere, nella stima del tasso di attualizzazione, una struttura finanziaria ottimizzata, nonostante l'ottimizzazione della struttura finanziaria rientri tra gli elementi considerabili nella stima del valore intrinseco, atteso che tale ottimizzazione costituisce una fonte di valore in atto e non potenziale e la sua scelta rientra tra quelle rimesse al soggetto che detiene il controllo della società, ossia del soggetto la cui prospettiva viene assunta ai fini della stima del valore intrinseco.

³⁰ Peraltro, nel campione analizzato, il valore medio e quello mediano sono sostanzialmente allineati.

³¹ Si è fatto riferimento al campione di società comparabili illustrato al successivo § 6.2.

rilevazioni mensili estese lungo un orizzonte temporale quinquennale. Tali beta sono stati poi depurati dall'impatto della specifica struttura finanziaria, ottenendo i c.d. beta *unlevered*, e sono stati infine corretti con la tecnica di Blume, per tener conto della tendenza di tale grandezza a ricondursi, nel lungo termine, attorno all'unità.

- L'*equity risk premium* è stato assunto pari al 5,1%, sulla base della media delle ultime 12 rilevazioni mensili dell'*equity risk premium* prospettico³².
- È stato, infine, considerato, un *execution risk premium*, convenzionalmente assunto pari a 1%, volto a cogliere, nella prospettiva valutativa qui accolta, profili di rischio specifici legati alla realizzazione delle Previsioni Aggiornate. Nello specifico, la considerazione di tale premio e la sua stima sono state ponderate in base, da un lato, all'orientamento proprio delle valutazioni richieste e, dall'altro lato, agli elementi di ragionevolezza già considerati nei flussi, ossia il fatto che le Previsioni Aggiornate (i) siano relative a una strategia già realizzata, (ii) trovino riscontri di non irragionevolezza nel confronto con gli andamenti più recenti e con le *performance* relative di aziende comparabili, (iii) siano sviluppate su un orizzonte temporale triennale.

Fermo restando che, nell'ambito dell'applicazione del DCF, ulteriori riscontri e verifiche in ordine alla misura del tasso di attualizzazione dovrebbero essere più opportunamente condotti congiuntamente all'analisi delle modalità di stima dei flussi³³ e di individuazione del tasso di crescita di lungo termine *g*, Partners ha comunque proceduto a confrontare il *wacc* identificato sulla scorta del consolidato procedimento sopra illustrato con i tassi *wacc* assunti recentemente da analisti nell'ambito della stima del valore economico di Moncler e di altre società comparabili a SPW. Il tasso di attualizzazione individuato appare non disallineato rispetto ai valori riscontrati.

Come si avrà poi modo di indicare, ulteriori elementi di conforto a riguardo del tasso individuato emergeranno in occasione della sua congiunta considerazione con il tasso di crescita a lungo termine *g*.

Su tali parametri, *wacc* e *g*, Partners ha comunque condotto, nell'ambito del modello DCF, talune analisi di sensitività.

6.1.3 Il valore terminale

Come anticipato, il *Terminal Value* dell'impresa oggetto di valutazione è stato stimato al termine del periodo di previsione analitica utilizzato da SPW. Tale valore è stato ottenuto assumendo, già nel primo anno successivo al termine di previsione esplicita, il passaggio al tasso di crescita di lungo periodo, avendo ritenuto prudenzialmente di non ipotizzare che il passaggio a tale più contenuto tasso possa svilupparsi in più esercizi. In particolare, il

³² Cfr. A. Damodaran, *Stern School of Business*.

³³ Ad esempio, si osserva che, nel caso di specie, l'allungamento del periodo di piano di un anno corrisponde a una riduzione del costo del capitale che varia tra i circa 40 *bps* e i circa 20 *bps* a seconda che si ipotizzi una sostanziale costanza di crescita o un suo progressivo allineamento al tasso *g*.

Terminal Value è stato ottenuto capitalizzando il flusso di cassa stimato per l'anno terminale ad un tasso dato dalla differenza tra *wacc* e *g*. Circa la misura del *wacc* si è detto al precedente § 6.1.2, mentre per il *g*, che rappresenta il tasso di crescita attesa nel lungo periodo, si è assunto un dato pari a 2,5%, (i) coerente con i tassi di inflazione medi attesi nel lungo termine per le aree geografiche in cui opera SPW (fonte IMF) e (ii) in linea con l'estremo inferiore del *range* di valori medi e mediani (compreso tra il 2,5% e il 3% circa) stimato dagli analisti per le aziende comparabili.

Anche nel caso della differenza tra tasso di attualizzazione e *g*, le ulteriori verifiche debbono essere considerate congiuntamente ai profili dei flussi di cassa esaminati. Purtuttavia, pare di poter osservare che le scelte operate in via congiunta ai fini della determinazione di tali due parametri hanno portato a individuare un dato di *wacc-g* pari a 5,7%, che non appare incoerente con gli orientamenti delle valutazioni in esame, anche all'esito del confronto con quelli osservati per aziende comparabili e in considerazione della durata del periodo di previsione esplicita.

Il flusso di cassa operativo assunto per la stima del *Terminal Value* è stato invece stimato assumendo:

- l'Ebitda del periodo successivo a quello di previsione analitica (cioè *post* 2023). Tale Ebitda è stato calcolato applicando l'*Ebitda margin* previsto per il 2023 ai ricavi dell'ultimo anno di previsione analitica (2023), incrementati in ragione del tasso di crescita *g*, di cui si è detto sopra;
- le imposte *unlevered*, calcolate applicando all'Ebit di lungo termine³⁴ il medesimo *tax rate* impiegato nella stima dei flussi del periodo di previsione analitica;
- la variazione di CCN, determinata in proporzione alla crescita attesa del fatturato nel periodo terminale rispetto a quella stimata per l'ultimo esercizio di previsione analitica;
- le *capex*, calcolate applicando ai ricavi attesi per il periodo terminale l'incidenza percentuale *capex/ricavi* mediamente prevista per il triennio di previsione analitica (2021-2023), la quale si confronta con il tasso di crescita atteso *g*.

6.1.4 *La PFN*

La posizione finanziaria netta, da sommare algebricamente all'EV stimato impiegando i parametri descritti in precedenza, assume valori prossimi allo zero ed è stata determinata a partire da quella risultante dal bilancio di SPW al 31 ottobre 2020, ossia la data convenzionalmente assunta a riferimento della presente stima. A tale importo sono stati sommati algebricamente quello dei dividendi che, per quanto rappresentato a Partners, sono previsti in distribuzione, in data antecedente il perfezionamento dell'Operazione, nonché quello del TFR e degli altri fondi.

³⁴ L'Ebit è, a sua volta, calcolato sottraendo all'Ebitda gli ammortamenti assunti pari alle *capex* di lungo periodo (determinate nei termini illustrati nel seguito).

Al fine di giungere alla stima dell'*equity value* di SPW, sono state infine apportate all'EV le rettifiche funzionali a considerare gli ulteriori elementi patrimoniali non trattati in precedenza, ossia gli *equity investments* e le *minorities*, il cui peso complessivo risulta limitato e prossimo allo zero.

* * *

Ad esito dell'applicazione del criterio valutativo descritto, si osserva che il valore del prospettato aumento di capitale di Moncler (€ 575 milioni, "Valore di Riferimento") risulta inferiore al valore centrale del 50% del capitale di SPW, calcolato come pro quota del valore del 100%, stimato con il criterio DCF, nonché sostanzialmente allineato all'estremo inferiore del *range* identificato dalle analisi di sensitività più ristrette (+/- 7,5% circa rispetto al valore centrale). Solamente per effetto dell'impiego, nelle analisi di sensitività, di parametri che penalizzano ulteriormente le stime si arriva anche a valori pro quota inferiori a quello di Riferimento.

6.2. I multipli di Borsa

L'applicazione del criterio dei multipli di Borsa richiede: (i) la selezione dei moltiplicatori; (ii) l'identificazione delle società comparabili; (iii) il calcolo dei moltiplicatori per tali società; (iv) l'applicazione dei moltiplicatori espressi dal campione di società comparabili alle pertinenti grandezze dell'azienda oggetto di valutazione.

Nel caso di specie, si è fatto riferimento ai multipli EV/Ebitda 2021 e 2022 dei comparabili, ossia ai moltiplicatori che rapportano l'"odierno" *Enterprise Value* delle società comparabili all'Ebitda atteso per gli esercizi 2021 e 2022. Tali indicatori (c.d. *leading*) sono quelli a cui prassi e dottrina attribuiscono maggior rilevanza informativa. L'attuale contesto ha accresciuto l'importanza dei multipli *leading*, in quanto implicitamente basati sull'aspettativa di un superamento della situazione di emergenza pandemica e di ritorno ad un contesto di maggiore normalità. A fini di riscontro, si è poi tenuto conto delle indicazioni desumibili dai multipli applicati a dati storici, meno utilizzati da prassi e dottrina, e, in particolare, a quelli dell'esercizio 2019 e dell'esercizio 2020, il più influenzato dagli effetti della pandemia. L'utilizzo di moltiplicatori calcolati rispetto a dati reddituali attesi e storici di diversi esercizi, risponde alla già richiamata logica di prudenza che caratterizza la presente stima.

Per identificare il campione di società comparabili, Partners - consapevole delle specificità e dell'unicità che caratterizzano ciascuna realtà imprenditoriale e SPW in particolare - ha svolto diversi approfondimenti sulla Società e sul settore in cui opera, anche attraverso confronti con il *management* di SPW e di Moncler, nonché con altri operatori esperti del settore. Gli approfondimenti condotti hanno confermato che l'esistenza dei tratti distintivi già segnalati (cfr. *supra* §§ 3 e 4) rende non immediata l'identificazione di aziende comparabili sia con riguardo ai diversi elementi del modello di *business* sia in termini di *performance* (in particolare in

termini di crescita e marginalità)³⁵. Ciò posto, a valle di tali approfondimenti e tenuto anche conto della *partnership* industriale che l'Operazione mira a realizzare, è stato identificato, a mente anche l'orientamento proprio della valutazione in esame, un campione di aziende, nella consapevolezza che ciascuna di esse presenta solo alcuni elementi di comparabilità con il complessivo modello di *business* e con le *performance* di SPW³⁶, composto delle seguenti società: Burberry Group Plc, Canada Goose Holdings, Inc., Hugo Boss AG, Kering SA, Moncler S.p.A., Prada S.p.A., V.F. Corporation³⁷. Trattasi del medesimo campione impiegato per la stima del beta (cfr. § 6.1.2).

Con riferimento agli elementi impiegati per il calcolo dei multipli dei comparabili (EV ed Ebitda), si segnala che, per ciascuna società:

- l'EV è calcolato come somma algebrica dei seguenti principali elementi:
 - la capitalizzazione di Borsa media, calcolata sulla base di dati di prezzi azionari registrati nei 3 mesi precedenti la data di *cut-off*³⁸. La scelta di estendere l'intervallo di prezzi da assumere a riferimento, rispetto all'orizzonte convenzionale che generalmente non supera i 30 giorni, è dettata dalla logica prudenziale che caratterizza la presente stima. Invero, si è osservato come i prezzi analizzati abbiano complessivamente registrato degli incrementi nel periodo successivo al calo straordinario registrato nel marzo dello scorso anno a causa della pandemia Covid-19. L'impiego di una media trimestrale consente di mitigare l'eventuale incremento connesso alle attese di miglioramento del contesto macroeconomico, posto che l'evoluzione della pandemia non è ad oggi puntualmente prevedibile³⁹;
 - la PFN, calcolata sulla base degli ultimi dati contabili disponibili, rettificata per escludere i debiti finanziari per *leasing ex IFRS 16*.

³⁵ Da una lettura dei *report* risalenti al momento della sua quotazione, si è osservato che una situazione analoga si era proposta anche per Moncler in quella specifica fase del suo ciclo di vita. Tale circostanza, così come le scelte in allora compiute dagli analisti, possono assumere rilievo anche in considerazione di talune similitudini che sono state segnalate tra ciò che Moncler era una decina di anni fa e l'attuale situazione di SPW.

³⁶ Si segnala che il campione è stato composto anche per il tramite di una *cluster analysis* condotta sulle *performance* di un campione allargato di aziende.

³⁷ Per completezza, si segnala che sono state condotte ulteriori analisi estendendo il campione di aziende, attraverso l'inclusione di un più ampio numero di società pur caratterizzate da minore comparabilità. Tale analisi ha restituito evidenze che non si pongono in contrasto con le principali indicazioni desunte mediante l'osservazione del campione ristretto.

³⁸ Si segnala che per Moncler è stato impiegato un prezzo stimato al netto degli effetti dell'Operazione. In particolare, il prezzo di Moncler è stato stimato sulla base dell'*expected return* del titolo per il periodo successivo al 30 novembre 2020, ottenuto in base ad un *market model* nel quale si assume a riferimento un paniere di 9 titoli del lusso considerati dal mercato come comparabili di Moncler. I risultati sono stati sottoposti a *test* di robustezza modificando la composizione del campione, ottenendo risultati qualitativamente non diversi.

³⁹ Per completezza, si segnala che tra i *test* di sensitività si è anche simulato l'utilizzo di una media semestrale. Dalle analisi condotte impiegando tale media non sono emerse evidenze che si pongono in contrasto con le principali indicazioni desunte mediante il ricorso alla media trimestrale.

I dati di Ebitda, cui rapportare gli EV dei comparabili, sono stati tratti dal database FactSet e rettificati per tener conto dei maggiori costi per *leasing* (ossia escludendo gli impatti dell'IFRS 16⁴⁰). Dopo aver determinato i multipli di ciascuna società comparabile, sono state individuate delle misure di sintesi (media, mediana e oscillazioni intorno a tali metriche, pari al +/- 7,5%, al fine di determinare *range* di valori aventi ampiezza coerente con gli orientamenti di prassi e dottrina) per l'applicazione dei moltiplicatori espressi dal campione di società comparabili alle pertinenti grandezze di SPW. Si precisa che i dati di Ebitda della Società sono stati calendarizzati al 31 dicembre, al fine di assicurare coerenza con i dati dei comparabili.

* * *

Ad esito dell'applicazione del criterio valutativo descritto, si osserva che il Valore di Riferimento risulta inferiore al *range* di valori (calcolati come pro quota del valore del 100% del capitale di SPW) identificato con il criterio dei multipli di Borsa. In particolare, i valori centrali individuati ricorrendo ai multipli *leading* si posizionano (nei loro importi pro quota) ad una distanza dal Valore di Riferimento leggermente maggiore rispetto a quella coperta dalla banda di oscillazione utilizzata. Dall'analisi del posizionamento relativo dei *range* dei diversi anni, inoltre, si ottiene una conferma indiretta di quanto già osservato a proposito degli andamenti storici e prospettici di SPW. In particolare, la circostanza che il *range* del 2020 si posizioni su valori più elevati rispetto a quelli degli altri anni segnala come SPW abbia registrato, in tale anno, un andamento migliore rispetto a quello delle aziende comparabili e che le attese di andamento contenute nelle Previsioni Aggiornate assumono una crescita (rispetto al 2020) inferiore a quella media delle società comparabili considerate (rispetto alle quali, le *performance* più recenti di SPW sono risultate, invece, migliori)⁴¹.

6.3 I multipli di transazioni

L'applicazione del criterio dei multipli di transazioni richiede: (i) la selezione dei moltiplicatori; (ii) l'individuazione di operazioni di acquisizione aventi ad oggetto complessi aziendali comparabili (rispetto a quello oggetto di stima); (iii) il calcolo dei c.d. "multipli di transazioni", ossia di rapporti basati sui prezzi pagati e sulle grandezze reddituali o patrimoniali ritenute significative dell'azienda oggetto dell'operazione; (iv) l'applicazione dei moltiplicatori espressi dal campione di operazioni selezionato alle pertinenti grandezze dell'azienda oggetto di valutazione.

Nel caso di specie, si è fatto riferimento ai multipli EV/Ebitda delle transazioni comparabili, ossia ai moltiplicatori tra (a) l'*enterprise value*

⁴⁰ Si segnala che le rettifiche sugli Ebitda attesi sono state stimate a partire dai dati consuntivi 2019 per i quali i bilanci delle società comparabili forniscono dettagli sull'impatto dell'IFRS 16.

⁴¹ Come già osservato, è possibile che tale dinamica sia in parte legata anche alla diversa lunghezza del sistema distributivo di SPW rispetto a quella delle aziende comparabili.

implicito nel prezzo della transazione selezionata e (b) l'ultimo Ebitda consuntivo della *target* disponibile al momento della transazione.

Per identificare il campione di transazioni comparabili, Partners ha svolto diversi approfondimenti sulla Società e sul settore in cui opera, come già segnalato nel § 6.2. A valle di tali approfondimenti, è stato identificato un campione composto da un numero di sei transazioni comparabili registrate in un esteso orizzonte temporale (per le quali sono stati resi noti i prezzi pagati) aventi ad oggetto società che, sulla base di indicazioni tratte dal *database* Mergermarket o fornite da esperti del settore, possono essere ritenute comparabili a SPW⁴².

Dopo aver determinato i multipli di ciascuna transazione comparabile, sono state individuate delle misure di sintesi (media e oscillazioni intorno ad essa, al fine di determinare un *range* di valori significativo avente ampiezza coerente con gli orientamenti prevalenti di prassi e dottrina) per l'applicazione dei moltiplicatori espressi dal campione di transazioni comparabili all'Ebitda 2019 di SPW (calendarizzato al 31 dicembre), posto che il dato 2020 come, già anticipato, è da considerarsi straordinario e poco significativo.

* * *

Ad esito dell'applicazione del criterio valutativo descritto, si osserva che il Valore di Riferimento risulta inferiore al *range* di valori (calcolati come pro quota del valore del 100% del capitale di SPW) identificato dal criterio dei multipli di transazioni. Ove si volesse considerare anche il risultato che si ottiene applicando i multipli al dato di Ebitda 2020 di SPW - come detto, analisi poco significativa - si arriverebbe ad individuare un *range* (sempre di valori pro quota) che include il Valore di Riferimento, sostanzialmente coincidente al valore centrale del *range*.

6.4. Le indicazioni implicite nelle quotazioni di Borsa delle azioni Moncler

Per prassi e dottrina il fatto che i titoli di una società siano quotati presso un mercato regolamentato comporta l'opportunità di integrare i risultati ottenuti con altri metodi con quelli derivanti dalle quotazioni di Borsa, sempre che tali valori si siano formati in un mercato sufficientemente efficiente e non siano condizionati da dinamiche straordinarie.

Nel caso di specie, è ragionevole assumere che il prezzo dei titoli Moncler, a partire dalla data del 7 dicembre 2020, recepisca le valutazioni che il mercato esprime con riguardo al valore di SPW, nei termini e alle condizioni proposte nell'ambito dell'Operazione. Essendo il titolo Moncler quotato presso Borsa Italiana, è possibile osservare l'andamento di tali

⁴² Si fa riferimento alle seguenti transazioni: VF Corporation - Supreme Inc. (novembre 2020); Permira Advisers LLP - Golden Goose S.p.A. (febbraio 2020); LVMH - Tiffany & Co. (novembre 2019); Capri Holdings Limited - Gianni Versace S.p.A. (settembre 2018); Capri Holdings Limited - Jimmy Choo Plc (luglio 2017); Investcorp. - Dainese SpA (novembre 2014).

prezzi e trarre alcune indicazioni indirette circa il valore di mercato attribuito a SPW.

Le indicazioni formulate con tali analisi, tuttavia, possono essere utilizzate solo a titolo di riscontro, atteso che le valutazioni espresse dal mercato, potrebbero tenere in considerazione anche le possibili sinergie specifiche realizzabili per effetto dell'ingresso di SPW in Moncler, oltre che un più efficiente utilizzo della liquidità aziendale (le quali invece non vanno considerate ai presenti fini).

Ciò premesso, utilizzando l'andamento dei prezzi di mercato di Moncler si è dapprima condotta un'analisi secondo la tecnica propria degli *event study*, per osservare la reazione registrata dal titolo in occasione della comunicazione dell'Operazione.

In particolare, l'analisi condotta in un *event window* (assunta, in linea con prassi e dottrina, nelle cinque sedute ricomprese tra il 3 e il 9 dicembre 2020) ha evidenziato che il titolo Moncler ha registrato rendimenti anormali cumulati positivi, statisticamente significativi in più giornate (i.e. 7, 8 e 9 dicembre, raggiungendo in tale ultima giornata l'11,5% circa), a rappresentare che la complessiva valutazione dell'Operazione - nei termini previsti dall'Accordo, tra i quali anche il prezzo negoziato impiegato poi per determinare l'ammontare dell'aumento di capitale - da parte degli operatori del mercato è stata positiva.

Fermi restando i limiti di cui si è detto a riguardo di questa analisi, si osserva che comunque i risultati ottenuti non si pongono in contrasto con le evidenze già emerse a riguardo del fatto che il valore normale di mercato di SPW non sia inferiore al prezzo pagato e dunque al valore assunto implicitamente a riferimento ai fini della determinazione dell'aumento di capitale.

Un'ulteriore indiretta indicazione può essere desunta dall'andamento dei prezzi di mercato delle azioni Moncler sulla scorta di quanto segue.

Sono stati considerati i prezzi negoziati sul mercato nel periodo successivo al 7 dicembre 2020, i quali, come detto, dovrebbero incorporare gli effetti dell'Operazione, nei termini e nelle condizioni comunicate. Sulla scorta dei prezzi negoziati tra il 7 dicembre e la data di *cut-off* (tenendo conto dell'aumento di capitale previsto dall'Accordo), si è proceduto a calcolare il multiplo EV/Ebitda 2021 implicitamente applicato a Moncler post integrazione di SPW.

Ove si volesse immaginare che il mercato riconosca il medesimo multiplo a Moncler e SPW, si dovrebbe concludere che il mercato implicitamente attribuisce a SPW un valore superiore a quello preso a riferimento ai fini dell'operazione di aumento di capitale. Anche in questo caso, pur non potendosi escludere che tale effetto sia interamente relativo a sinergie specifiche realizzabili dalle due società (da non considerare nella stima del valore normale di mercato), si può osservare che i comportamenti concludenti tenuti dal mercato in tale periodo non offrono evidenze di un valore di mercato di SPW inferiore rispetto a quello preso a riferimento ai fini dell'aumento di capitale.

A partire dal medesimo multiplo implicito è poi possibile sviluppare un'ulteriore "test di resistenza", così sintetizzabile.

Si ipotizzi che, al contrario di quanto poc'anzi visto, nelle valutazioni espresse dagli operatori del mercato, l'intero apprezzamento di valore sia attribuito a Moncler, mentre il valore, in ipotesi, riconosciuto a SPW sia pari a quello utilizzato ai fini dell'aumento di capitale.

Per tale ipotesi, si avrebbe una situazione nella quale i multipli impliciti applicati a Moncler e a SPW sarebbero differenti. In particolare, sulla scorta dei dati analizzati, tale scenario presuppone che a SPW sia applicato un multiplo con uno sconto del 32% circa rispetto a quello utilizzato per Moncler, sicché per ipotizzare che il valore normale di SPW sia inferiore a quello riconosciuto ai fini dell'aumento di capitale si dovrebbe ipotizzare uno sconto maggiore. Trattasi di uno sconto particolarmente rilevante la cui fondatezza non trova riscontro negli elementi informativi - e in particolare in quelli relativi al modello di *business* e alle *performance* - analizzati da Partners.

6.5. Ulteriori considerazioni su prezzo negoziato e valore intrinseco, alla luce delle condizioni previste dall'Accordo circa le sostanziali modalità di pagamento del prezzo

Come già osservato, da un punto di vista metodologico, il valore intrinseco di una società deve essere stimato in base ai suoi fondamentali assunti in una prospettiva *stand alone* e *as is*, ossia escludendo possibili sinergie e *upside* potenziali realizzabili dal mercato o da specifici operatori.

Nelle negoziazioni del prezzo di cessione di una società, in taluni casi, caratterizzati dall'esistenza di uno specifico potere negoziale in capo al venditore, la parte venditrice chiede e la parte compratrice concede che il corrispettivo includa una parte di tali sinergie. In tali casi il corrispettivo negoziato si colloca al di sopra del valore intrinseco del bene.

Per quanto emerso nelle precedenti analisi (cfr. § 6.1), si dovrebbe ritenere che nel caso di specie tale esito negoziale non si sia prodotto.

A supporto di tale ipotesi, si osserva come, da un punto di vista sostanziale, la partecipazione e la condivisione del venditore a sinergie e potenzialità sembra essere stata ottenuta, nell'ambito dell'Accordo, attraverso la definizione delle modalità di pagamento del corrispettivo negoziato (più che nella determinazione del corrispettivo stesso).

In termini sostanziali, infatti, l'Accordo prevede che una parte rilevante del corrispettivo negoziato sia pagato mediante la sottoscrizione di 15.330.166 azioni di nuova emissione, al prezzo di € 37,5078 ciascuna.

Per effetto di questa condizione negoziale, i venditori si trovano nella condizione di poter partecipare, pro quota, a tutte le sinergie e agli *upside* che SPW e Moncler potranno realizzare a seguito della loro integrazione⁴³.

Le attese implicitamente incorporate in questa modalità sostanziale di

⁴³ Fermo restando che per effetto dell'Accordo negoziato il venditore parteciperà anche, pro quota agli andamenti del *business* di Moncler e che le azioni in suo possesso sono assoggettate al vincolo di *lock up* di cui si è detto in precedenza.

pagamento del corrispettivo - che trovano fondamento logico nell'aspettativa di poter partecipare a potenzialità non ottenute o ottenibili in sede negoziale - sembrano aver trovato effettivo riscontro nel caso di specie, in ragione del significativo incremento registrato dal prezzo delle azioni di Moncler, rispetto a quello fissato per l'aumento di capitale, sino alla data di *cut-off*. Tale circostanza, pur non concludente ai fini delle valutazioni in esame, non risulta contraria alle indicazioni già emerse in sede di stima del valore intrinseco e del valore di mercato.

7. I LIMITI, GLI ASSUNTI E I PUNTI DI ATTENZIONE

Le conclusioni cui si è giunti in adempimento all'incarico conferito devono essere interpretate alla luce dei limiti e degli assunti sottesi al lavoro svolto e dei punti di attenzione illustrati nel seguito.

- Si è fatto pieno affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza degli elementi informativi forniti ai fini dell'esecuzione dell'Incarico. Nessun riscontro pertanto è stato svolto da Partners con riguardo a tali aspetti. In ragione di ciò, Partners non potrà essere considerata responsabile se le informazioni cui ha avuto accesso ai fini dello svolgimento dell'Incarico non risultassero, anche in parte, veritiere, accurate e complete.
- Relativamente al tema della completezza, Partners ha chiesto al Management e agli *advisor* di SPW di rappresentare tutte le informazioni ritenute utili ai fini dello svolgimento dell'Incarico. Tali informazioni sono elencate nel § 2. Partners si è basata unicamente sulle informazioni in parola, facendo affidamento sulla circostanza che tutti gli elementi informativi utili per lo svolgimento dell'Incarico siano stati comunicati. Di conseguenza, i contenuti, l'ampiezza e il grado di approfondimento delle informazioni utilizzate nel processo valutativo sono risultati condizionati dalle informazioni rese disponibili da SPW. In proposito, si segnala che nel Documento Informativo Parti Correlate vengono indicati elementi informativi utilizzati da Moncler ai fini delle proprie valutazioni, che Partners non ha potuto acquisire nella propria disponibilità. Le valutazioni svolte assumono che il quadro informativo disponibile non sarebbe cambiato significativamente per effetto di tali elementi informativi.
- Partners, nell'utilizzare la base informativa acquisita, e in particolare i dati previsionali, ha svolto un'analisi di loro coerenza complessiva ai fini e nei limiti dell'Incarico ricevuto dai soci di SPW. In nessun modo le analisi svolte possono essere assimilate ad un'asseverazione delle previsioni elaborate. Peraltro, i dati previsionali forniti dal Management si fondano necessariamente sull'assunzione di ipotesi caratterizzate da strutturali elementi di incertezza (in quanto proiettate nel futuro).
- La situazione patrimoniale assunta a riferimento, ai fini dell'Incarico, coincide con quella riportata nel bilancio al 31 ottobre 2020 di SPW e oggetto di revisione legale da parte di Deloitte & Touche S.p.A.,

nonché di *due diligence* da parte di Moncler. Partners ha, quindi, assunto come veritiera, accurata e completa tale situazione senza condurre alcuna attività di verifica autonoma.

- I giudizi espressi nella presente relazione si fondano sui dati relativi alla data di riferimento (coincidente con la data della situazione patrimoniale presa a riferimento, assunta convenzionalmente nel 31 ottobre 2020, ossia la data di chiusura dell'ultimo bilancio approvato di SPW) e sulle conoscenze disponibili (anche in ragione di quanto portato a conoscenza di Partners, cfr. *supra*) sino alla data di *cut-off*. Eventuali eventi o fatti relativi a situazioni successive a tale data non sono stati presi in considerazione. Pertanto, Partners non potrà essere considerata responsabile per qualsiasi modifica del quadro informativo o della situazione della Società qui assunti a riferimento, intervenuti dopo la data di *cut-off*.
- I risultati del presente lavoro si basano sulle attuali attese circa l'evoluzione del contesto macroeconomico e assumono che non vi siano cambiamenti rilevanti dello scenario di riferimento. Fra le attese più importanti, implicitamente assunte anche nelle previsioni elaborate dal Management e nei *report* degli analisti finanziari osservati, vi è quella di un progressivo e graduale superamento dell'attuale situazione di emergenza sanitaria.
- Le conclusioni valutative esposte sono il risultato del complessivo e sistematico processo di apprezzamento e valutazione descritto nella presente relazione. Pertanto, nessun contenuto di questo elaborato può essere validamente assunto isolatamente dal proprio contesto e per finalità differenti da quelle descritte in premessa (cfr. § 1).
- L'utilizzo di dati (quali, ad esempio, i moltiplicatori di Borsa e di transazioni comparabili, i tassi *wacc*, i tassi di rendimento *risk-free*, i premi per il rischio e i coefficienti beta) tratti da osservazioni di mercato si fonda sul presupposto che essi siano applicabili per la stima del valore della Società oggetto di valutazione, in quanto riferiti a realtà comparabili con quella in esame. Alla luce della specificità e dell'unicità che caratterizzano ciascuna realtà imprenditoriale, tale comparabilità è comunque sempre parziale. I risultati delle valutazioni condotte devono essere interpretati anche considerando tale aspetto.

8. CONCLUSIONI

Con riguardo al modello valutativo adottato e ai risultati ottenuti, si osserva quanto segue:

- i criteri valutativi impiegati apprezzano profili aziendali e di mercato complementari tra loro e tutti significativi rispetto al concetto di valore ricercato con la presente stima. In particolare, il metodo DCF esprime sinteticamente l'apprezzamento del valore intrinseco della Società, mentre i criteri dei multipli di mercato e delle transazioni comparabili – come anche le indicazioni emergenti dall'andamento dei prezzi del

titolo Moncler – esprimono altre possibili indicazioni a riguardo del valore normale di mercato di SPW;

- i criteri sono stati utilizzati mantenendo un orientamento prudentiale, in coerenza con lo spirito che deve ispirare le stime in esame;
- il *range* di valori ottenuto con il criterio DCF è leggermente inferiore (ma, in parte sovrapposto) a quello restituito dal criterio dei multipli di Borsa, calcolato con i multipli *leading*, e maggiormente sovrapponibile a quello individuato mediante i multipli delle transazioni comparabili;
- i *range* restituiti si posizionano, pro quota, in tutto o in larga misura, al di sopra del Valore di Riferimento. Tale posizionamento non si modifica in termini sostanziali anche nell'ambito delle analisi di robustezza condotte;
- le analisi condotte sulle quotazioni di Borsa di Moncler, come anche le considerazioni sul prezzo negoziato per il capitale di SPW, alla luce delle condizioni previste dall'Accordo, non si pongono in contrasto con le evidenze emerse dall'applicazione dei criteri di valutazione.

Alla luce di quanto sopra – a mente del disposto dell'articolo 2343-ter, c. 2, lett. b), c.c., e richiamati i limiti, gli assunti e i punti di attenzione illustrati nel § 7, nonché l'intero contenuto della presente relazione – si ritiene che il prospettato aumento di capitale di Moncler, pari a € 575.000.800,2948, trovi copertura nel 50% del valore della Società, calcolato pro quota, alla data di riferimento della stima.

Milano, 4 marzo 2021

Prof. Pietro Mazzola
