



**UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”**

Corso di Laurea Magistrale in Scienze Economiche e Finanziarie

**QUOTAZIONE AZIONARIA E ANALISI
FONDAMENTALE: IL CASO ARISTON
THERMO GROUP**

**STOCK LISTING AND FUNDAMENTAL ANALYSIS:
THE ARISTON THERMO GROUP'S CASE**

Relatore: Chiar.ma
Prof. Lucarelli Caterina

Tesi di Laurea di:
Angeloni Gianluca

Anno Accademico 2021 – 2022

INDICE

INTRODUZIONE

1 IL PROCESSO DI LISTING

1.1 Perché quotarsi?

1.1.1 La scelta del mercato di quotazione

1.1.2 Vantaggi e responsabilità

1.1.3 Requisiti per la quotazione nel segmento Euronext Milan

1.2 Fasi del processo

1.2.1 Fase preliminare e fase di due diligence

1.2.2 Fase di istruttoria

1.2.3 Fase di collocamento

1.3 Focus sulle IPO

1.3.1 Rischio di fallimento della IPO

1.3.2 Il ruolo degli investitori istituzionali e le differenze con gli investitori retail

1.3.3 Differenze tra le IPO in Italia e nel Regno Unito

2 ANALISI FONDAMENTALE: COME VALUTARE UN'AZIENDA CON IL METODO FINANZIARIO

2.1 Modelli per la valutazione

2.1.1 Dividend discount model

2.1.2 Discounted cash flow model

2.1.3 *Metodo dei multipli di mercato*

2.2 Focus sul DCF model

2.2.1 *Perché viene preferito agli altri metodi di valutazione?*

2.2.2 *Analisi dei componenti per il calcolo del Terminal Value*

2.2.3 *Possibili casi in cui è difficile utilizzare il DCF model*

2.3 Valuation ratios

2.3.1 *Book-to-market ratio*

2.3.2 *Earnings per share ratio*

2.3.3 *Price-earnings ratio*

2.3.4 *Dividend Yield*

3 ANALISI QUALITATIVA

3.1 Business description

3.1.1 *Storia*

3.1.2 *Business units*

3.1.3 *Company strategy*

3.2 Industry overview and competitive positioning

3.2.1 *Framework macroeconomico, performance e obiettivi di mercato*

3.2.2 *Posizione competitiva*

3.2.3 *Market drivers*

3.3 Rischi di investimento

3.3.1 *Market risk*

3.3.2 *Credit risk*

3.3.3 *Liquidity risk*

4 ANALISI QUALITATIVA

4.1 Analisi delle performance

4.1.1 *Performance passate*

4.1.2 *Previsioni future*

4.2 Analisi degli indicatori

4.2.1 *Indicatori patrimoniali*

4.2.2 *Indicatori di redditività*

4.2.3 *Indicatori di liquidità*

4.3 Valutazione

4.3.1 *Stima delle variabili per la valutazione*

4.3.2 *Costruzione del DCF model*

4.3.3 *Analisi dei multipli*

CONCLUSIONE

BIBLIOGRAFIA E RIFERIMENTI

SITOGRAFIA

INTRODUZIONE

Il 26 novembre 2021, Ariston Thermo Group si è ufficialmente quotato all'interno del segmento Euronext Milan. La società *“annuncia il prezzo delle azioni ordinarie a €10,25 per azione a seguito del completamento con successo del collocamento istituzionale”*¹. L'obiettivo di questa ricerca è quello di ricostruire tutte le valutazioni fatte dai vari organi aziendali e dagli analisti finanziari in modo da ottenere un prezzo quanto più verosimile al prezzo con cui Ariston è entrata in Borsa. Per fare ciò, è necessario effettuare un'ampia panoramica di tutto ciò che riguarda le dinamiche di una quotazione azionaria. Infatti, questa ricerca si divide in due parti: una parte teorica, la quale comprende i primi due capitoli, e una parte pratica che riguarda gli ultimi due.

Il primo capitolo si occupa di analizzare tutti gli aspetti riguardanti il processo di quotazione. Si inizierà elencando le principali motivazioni per i quali una società intende entrare in un mercato azionario e le varie responsabilità e criticità connesse. Successivamente si entrerà maggiormente nel dettaglio illustrando le varie fasi che compongono un processo di quotazione. Infine, si procederà con un focus sulla vera e propria offerta iniziale dei titoli al pubblico.

Il capitolo due invece illustra tutti i possibili metodi con cui si possono valutare un'azienda, facendo un approfondimento sul metodo di valutazione che verrà usato

¹ Ariston Group, IPO documentation, Pricing, pp. 1

in questo elaborato. Inoltre, vengono fatti presente degli indicatori, i quali hanno meno attendibilità di valutazione rispetto agli altri metodi, ma sono estremamente più rapidi da applicare.

Con il terzo capitolo si entra nella vera e propria parte pratica, la quale inizia con un'analisi qualitativa del contesto in cui si opera. Pertanto, verrà fatta una panoramica dell'azienda in analisi, sia per quanto riguarda la sua storia, sia per quanto riguarda il proprio business. Dopodiché, si passa ad una valutazione riguardante la forza competitiva della società all'interno dei settori in cui opera. Per ultimo, si indaga sui principali rischi in cui l'azienda incorre e le misure che essa adotta per poterli mitigare.

L'ultimo capitolo è il fulcro di questa ricerca, in quanto si effettua una vera e propria analisi quantitativa dei dati di bilancio per poter svolgere una valutazione finanziaria che si compone di più parti. In primo luogo, è necessario avere ben chiare le performance storiche dell'azienda in modo da poter stimare delle previsioni future sulle principali voci che influenzano il bilancio. In secondo luogo, è utile analizzare l'evoluzione dei principali indici per poter capire quali saranno le evoluzioni in futuro. Infine, dopo aver ottenuto un quadro completo di tutto ciò che riguarda l'azienda, si passa alla costruzione del modello di valutazione per ottenere il prezzo unitario di ciascuna azione.

CAPITOLO 1: IL PROCESSO DI LISTING

1.1 Perché quotarsi?

1.1.1 La scelta del mercato di quotazione

Non è scontato che un'azienda, la cui sede legale risulti sul territorio italiano, voglia iscriversi presso Borsa Italiana. Infatti, *“Solitamente, le aziende si quotano su una borsa nazionale, ma occasionalmente optano per una borsa estera come sostituto o supplemento; questa pratica di quotazione in una borsa valori straniera prende il nome di foreign listing, overseas listing o cross-listing.”*² I motivi per i quali una società decide di fare cross-listing sono molteplici. Nel caso di un'azienda, all'interno della quale c'è il bisogno, sia da parte dell'azienda stessa che da parte degli azionisti, di aumentare il proprio capitale e il mercato finanziario domestico presenta dei limiti significativi sotto questo punto di vista, il cross-listing potrebbe essere la soluzione, in quanto potrebbe permettere una maggiore raccolta degli investimenti e una maggiore liquidità delle azioni. Un'altra motivazione più generale è indubbiamente l'ampliamento della base della clientela tramite la riduzione delle barriere per gli investitori stranieri, questo comporta un aumento della condivisione del rischio all'interno della società stessa e una riduzione dei costi di finanziamento. Per ottenere ciò, le aziende, la cui borsa nazionale presenta

² Sarkissian S., Schill M.J. 'Cross-Listing Waves', The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.51, No.1 (2016)

dei bassi standard di regolamentazione, potrebbero quotarsi in un mercato che richiede degli standard elevati in termini di corporate governance e disclosure. In questo modo, gli azionisti si sentirebbero più protetti, in quanto aumenterebbe la trasparenza e il controllo da parte dell'autorità designata. Inoltre, si potrebbe pensare di fare cross-listing per sfruttare la temporanea differenza di prezzo dovuta ad una sopravvalutazione del mercato estero o ad una sottovalutazione del mercato domestico. Per verificare ciò, è necessario solamente fare una regressione lineare tra gli indici di prezzo dei due mercati. Oppure, prendendo in considerazione un'azienda che esporta prodotti in tutto il mondo e in cui i clienti locali hanno piena fiducia, essa potrebbe pensare di capitalizzare questa reputazione di mercato quotandosi in un mercato estero in cui reputa facile poter piazzare le proprie azioni. Infine, il cross-listing potrebbe anche fungere da pubblicità per l'azienda e incrementare le proprie vendite tramite l'aumento della domanda e lo sviluppo dei rapporti con i fornitori.

Ci sono anche delle altre motivazioni puramente strategiche che possono spingere un'azienda ad entrare in una borsa valori straniera, come ad esempio l'intenzione di preparare una procedura di acquisizione di un'azienda facente parte di quel mercato. Infatti, risulta più facile formulare un'offerta se le azioni dell'offerente sono quotate nella stessa borsa della società target. Un'altra motivazione potrebbe risiedere semplicemente nel puntare ad ottenere un miglioramento della propria reputazione all'estero. Infine, la scelta del mercato di quotazione potrebbe essere

determinata dalla presenza di analisti esperti. Infatti, la disponibilità di analisti con elevate conoscenze tecniche può influenzare la capacità di ottenere capitale di finanziamento tramite la riduzione delle asimmetrie informative all'interno del mercato.³

Come già detto, non è scontato che un'azienda decida di quotarsi nella Borsa Valori nazionale perché i motivi per i quali fare un cross-listing sono numerosi e validi. La scelta del mercato di quotazione è una fase fondamentale del processo di listing e viene effettuata previa una lunga valutazione da parte degli organi societari. Nel nostro caso, tratteremo la Borsa Italiana, in quanto Ariston Thermo Group ha deciso di entrare nel mercato di quotazione domestico.

1.1.2 Vantaggi e responsabilità

Prima di introdurre le dinamiche di un processo di quotazione e le ragioni per le quali un'azienda dovrebbe essere listata, è necessario fornire una breve presentazione del mercato azionario preso in considerazione: la Borsa Italiana.

Borsa Italiana è una società privata che, dal 1998, vigila sul corretto funzionamento del mercato finanziario italiano, garantendo l'ammissione, e l'eventuale sospensione ed esclusione, degli strumenti finanziari che vengono negoziati ogni

³ Pagano M., Roell A.A., Zechner J. "The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad?", *The Journal of Finance*, Vol.58, No.6 (2002)

giorno all'interno del mercato. A partire dalla sua privatizzazione, Borsa Italiana ha ammesso a quotazione più di cento società. Tali traguardi derivano dall'importante lavoro, finalizzato a fornire alle nuove aziende i vantaggi illustrati nel paragrafo seguente.⁴

L'obiettivo principale che spinge una società ad entrare in borsa è la creazione di valore per gli azionisti. La quotazione, infatti, rappresenta uno strumento importante, in quanto offre nuove opportunità di accesso al capitale di rischio e stimola il miglioramento della gestione aziendale per accelerare lo sviluppo. Per poter quantificare quanto valore in più è stato creato, è necessario che esso venga correttamente espresso dal valore di mercato dell'azienda, per questo motivo è importante che la società adotti una politica di comunicazione che sia quanto più corretta ed efficace. Il processo di listing, come già accennato in precedenza, è una delle scelte chiave della gestione straordinaria di un'azienda. La decisione, infatti, deve essere frutto di una scrupolosa valutazione di tutti gli aspetti che fanno parte dell'attività, del management e degli obiettivi futuri prefissati. Questi obiettivi sono molteplici, ma possono dividersi in due macrocategorie: gli obiettivi per la società e gli obiettivi per gli azionisti.

Riguardo ai primi, un motivo principale per il quale una società dovrebbe entrare in un mercato finanziario è sicuramente la possibilità di ampliare e diversificare le

⁴ <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/chi-siamo/home/chi-siamo.htm>

fonti di finanziamento. Infatti, la quotazione attrae gli investitori, i quali porteranno nuovo capitale a basso costo che permetterà all'azienda di porre le basi per il raggiungimento degli obiettivi di medio e lungo termine. Un altro obiettivo fondamentale è l'accrescimento dello standing creditizio, ovvero la qualità del credito, nei confronti dei finanziatori e dei fornitori. Questo perché i titoli quotati fungeranno da garanzia, in quanto il loro valore è riconosciuto dal mercato finanziario in cui vengono negoziati. Con il processo di listing si aumenta inevitabilmente la visibilità, ciò permette alla società di espandere la propria rete di relazioni. Questo grazie alle continue comunicazioni finanziarie richieste, le quali permettono di consolidare l'immagine aziendale all'interno del mercato e, di conseguenza, aumentare le opportunità di accordi con fornitori, distributori e investitori esterni. Tramite la quotazione, le azioni della società possono essere negoziate in tempo reale durante il giorno. Il prezzo a cui vengono scambiate è frutto di una valutazione di mercato, la quale viene costantemente aggiornata quando la borsa è aperta. Ciò permette di conoscere in ogni momento il valore della società e agevolare alcune operazioni sul mercato, come ad esempio successive offerte o operazioni di fusione e acquisizione, in quanto è possibile utilizzare le azioni come forma di pagamento. Un ulteriore obiettivo è indubbiamente il rafforzamento delle capacità di leadership della società tramite l'accrescimento della visibilità e del prestigio a livello nazionale e internazionale, l'entrata in una Borsa Valori permette di attrarre una notevole attenzione da parte dei media che

andrà a beneficio dell'immagine aziendale e dei suoi prodotti e servizi. In aggiunta, una società che entra in Borsa deve rispettare degli obblighi di informativa molto stringenti, tramite questi, l'azienda mira ad essere il più trasparente possibile, in modo da permettere ai soggetti esterni di avere chiari i risultati della propria gestione e gli obiettivi prefissati. Infine, la quotazione può anche essere vista come un ulteriore stimolo a far bene: nel caso di piani di stock option, ovvero legare una parte del compenso all'andamento del titolo sul mercato, è possibile incentivare management e dipendenti a far bene, perché si crea una correlazione diretta tra i risultati dell'azienda e i loro guadagni.

Gli obiettivi per gli azionisti sono sostanzialmente tre. Il primo è indubbiamente la possibilità di fornire liquidità alle azioni. Infatti, gli attuali azionisti hanno la possibilità di cedere le proprie quote in modo molto più agevole, in quanto ora hanno un intero mercato in cui negoziarle. Inoltre, prendendo in considerazione il caso di un investitore istituzionale, come ad esempio gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR), c'è la possibilità che essi realizzino un investimento acquistando partecipazioni della società neo quotata. Infine, quando si vuole cambiare l'assetto societario, il fatto di essere quotati in una Borsa Valori è in grado di agevolare il passaggio generazionale senza provocare la perdita di controllo da parte della famiglia e permettere eventualmente ad alcuni membri di mantenere la propria quota senza dover partecipare alla gestione aziendale.

Oltre ai numerosi benefici derivanti dalla quotazione in un mercato azionario, ci sono però delle potenziali criticità e delle responsabilità che la società deve rispettare. Alcuni aspetti variano a seconda delle circostanze e delle caratteristiche dell'azienda presa in questione, altri invece possono essere generalmente indicati. Ad esempio, in vista della quotazione, sono necessari dei cambiamenti degli assetti organizzativi, gestionali e manageriali. Una parte di questi cambiamenti può riguardare i sistemi informativi, l'introduzione di un sistema di efficace di controllo di gestione, l'adozione di principi di corporate governance oppure delle efficaci politiche di comunicazione. Inoltre, bisogna tenere presente che alcune delle scelte determinati per la vita di una società quotata, come ad esempio un aumento di capitale o un'offerta di nuovi strumenti finanziari, necessitano di un ampio consenso da parte degli azionisti. Per questo motivo è fondamentale che ci sia condivisione delle scelte strategiche all'interno dell'azionariato in modo tale che gli interessi, le opinioni e le reazioni degli stakeholders, anche quando non è necessaria la loro approvazione, vengano comunque presi sempre in considerazione. Per quanto riguarda il discorso della creazione di valore per gli azionisti, un discorso opposto va fatto per la società, la quale si trova a dover gestire al meglio questo maggior valore. Infatti, il processo di quotazione aumenta notevolmente il numero di coloro che detengono interessi all'interno nell'azienda. Quest'ultimi hanno il pieno diritto di partecipare ai risultati positivi conseguiti, sia attraverso la distribuzione degli utili, sia attraverso l'aumento del valore di mercato

delle proprie azioni. La trasparenza informativa che viene richiesta alle aziende quotate in borsa rappresenta indubbiamente una responsabilità. Infatti, è vero che una parte è imposta dalla volontà di mantenere un rapporto di fiducia con gli azionisti, ma sono presenti obblighi regolamentari stringenti che la società deve rispettare. Rimanendo sempre in ambito informativo, al fine di garantire lo stesso trattamento tra tutti gli investitori, è necessario che la società presti una forte attenzione alle attività di insider trading. Con insider trading si intende chi “[...] essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio:

- a) *acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime;*
- b) *comunica tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio o di un sondaggio di mercato;*

c) *raccomanda od induce altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a).*⁵

Per capire meglio il contesto, con “informazione privilegiata” si intende “[...] un’informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari od uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari”⁶. Per questo motivo, le società sono tenute a diffondere tempestivamente al pubblico, Borsa Italiana e Consob, notizie e fatti idonei a influenzare l’andamento delle quotazioni. In aggiunta, è vero sì che la quotazione stimola il management a fare di più, ma allo stesso tempo, ancor prima dell’operazione, sono necessarie elevate quantità di risorse e tempo nel definire un business plan dove vengono evidenziati i punti di forza e di debolezza dell’azienda. Durante l’operazione poi, lo stesso management dovrà collaborare con il team di consulenti selezionato a curare l’intero processo, rendersi disponibile a presentare la società ai possibili investitori e dialogare con gli operatori del mercato.⁷

⁵ Art.184 Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF), D.lgs. 24 febbraio 1998, n.58

⁶ Art.7 Regolamento (UE) n.596/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio, 16 aprile 2014

⁷ Borsa Italiana S.p.A., “Quotarsi in borsa”, 2001

1.1.3 Requisiti per la quotazione nel segmento Euronext Milan

In precedenza, Borsa Italiana Spa faceva parte della London Stock Exchange, la Borsa Valori del Regno Unito. Tuttavia, nel 2021 il mercato finanziario italiano è stato acquisito da Euronext, la società che gestisce anche le Borse di Dublino, Amsterdam e Parigi. Ciò ha portato al cambiamento delle denominazioni dei segmenti di mercato di Borsa Italiana. Attualmente, i mercati regolamentati di Borsa Italiana sono articolati in quattro comparti. In primo luogo, l'Euronext Milan, il quale si articola in tre diversi segmenti: l'Euronext Milan (ex Mercato Telematico Azionario), l'Euronext STAR Milan (ex Segmento STAR) e l'Euronext Growth Milan (ex AIM Italia). Il secondo comparto è costituito dal mercato telematico degli ETF e degli ETC/ETN, denominato ETFplus. Segue il mercato telematico delle obbligazioni, il cui acronimo è MOT e, per finire, l'ultimo mercato denominato Euronext MIV Milan.⁸

Facendo un focus sul primo comparto, l'Euronext Milan, il regolamento di Borsa Italiana disciplina i requisiti generici di ammissione sia per le azioni, sia per gli emittenti delle stesse. Per prima cosa, *“Le società e gli enti emittenti devono essere regolarmente costituiti ed i loro statuti devono essere conformi alle leggi ed ai regolamenti ai quali le società e gli enti stessi sono soggetti”*.⁹ Successivamente,

⁸ Articolo 1.1, Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., pag.5

⁹ Articolo 2.1.3 comma 1, Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., pag.23

sono presenti condizioni generali per l'ammissione degli strumenti finanziari, come ad esempio la loro emissione nel rispetto e nella conformità delle leggi e dei regolamenti, la loro libera negoziabilità, la loro liquidabilità e la loro negoziabilità.¹⁰

Per quanto riguarda le condizioni specifiche per l'ammissione alla quotazione sui mercati dell'Euronext Milan, sotto il profilo dei requisiti dell'emittente sono richiesti, in linea generale e salvo ulteriori specificazioni, la pubblicazione e il deposito dei bilanci, anche consolidati, degli ultimi tre esercizi annuali, di cui l'ultimo corredato da apposito giudizio positivo del revisore legale o della società di revisione.¹¹ Sotto il profilo dei requisiti degli strumenti finanziari oggetto della richiesta di quotazione, è richiesta una capitalizzazione di mercato prevedibile pari ad almeno 40 milioni di euro e una sufficiente diffusione delle azioni, che si presume sia realizzata con la partizione delle azioni stesse fra il pubblico, per almeno il 25% del capitale rappresentato dalla categoria di appartenenza.¹²

Ad integrazione di quanto precedentemente indicato, vengono individuati ulteriori requisiti da integrare per l'ammissione alle negoziazioni sul segmento STAR.

¹⁰ Articolo 2.1.3 comma 2, Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., pag.23

¹¹ Art. 2.2.2 Requisiti degli emittenti di azioni, Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., pag.27

¹² Art.2.2.1 Requisiti delle azioni, Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., pag.27

Questo segmento permette alla società di beneficiare di una maggiore presenza di investitori istituzionali e di una maggiore liquidità del titolo. Per questo motivo, viene richiesta una maggiore attenzione da parte della società ai profili di trasparenza e qualità della governance. Questa qualifica può essere dunque richiesta sia all'atto della domanda di ammissione sia successivamente alla quotazione e viene concessa al soddisfacimento di alcuni requisiti. Il primo di questi consiste nel fornire al pubblico la relazione trimestrale entro 45 giorni dal termine di ciascun trimestre dell'esercizio ed ottenere il giudizio positivo da parte della società di revisione dell'ultimo bilancio annuale. In aggiunta, la richiedente non deve avere i propri ricavi rappresentati in gran parte dall'investimento in una società le cui azioni sono ammesse alle negoziazioni in un mercato regolamentato. Deve poi fornire i dati di bilancio a Borsa Italiana in formato elettronico e renderli disponibili sul proprio sito internet insieme alla relazione semestrale e trimestrale. Inoltre, non deve essere ammessa a procedure concorsuali e le proprie azioni ordinarie non devono essere sospese dalle negoziazioni a tempo indeterminato. Per quanto concerne i requisiti delle azioni per la quotazione in questo segmento, è necessaria una capitalizzazione compresa tra i 40 milioni di euro e 1000 milioni di euro e, a differenza degli altri segmenti del comparto Euronext Milan, il flottante minimo è fissato al 35%.

È previsto inoltre il potere di vigilanza di Borsa Italiana sulle informazioni fornite dalla società e il potere di escludere dalla qualifica di STAR le azioni per le quali

nel semestre precedente non siano state rispettate le condizioni viste sopra, tenendo conto dell'importanza e della frequenza dei casi nei quali tali condizioni sono venute a mancare. Anche in tema di corporate governance sono presenti degli obblighi di particolare evidenza. Infatti, le società che vogliono entrare a far parte della Borsa devono avere, all'interno del Consigli d'Amministrazione, amministratori non esecutivi indipendenti, il cui numero e autorevolezza siano tali da garantire un giudizio significativo nell'assunzione delle decisioni. In aggiunta, la società deve avere un comitato per il controllo interno composto da amministratori non esecutivi, per lo più indipendenti, che svolga la funzione di monitoraggio dell'operato del Consiglio di Amministrazione. Infine, il compenso degli amministratori esecutivi deve essere legato in maniera significativa al raggiungimento di obiettivi prefissati e/o ai risultati economici conseguiti oppure nominare un comitato per la formulazione di proposte remunerative.¹³

1.2 Le fasi del processo

1.2.1 La fase preliminare e la fase di due diligence

Il processo di quotazione può riassumersi in 3 fasi, la prima di queste è chiamata la fase di due diligence.

¹³ Art. 2.2.3 Ulteriori requisiti per ottenere la qualifica di STAR, Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., pag.31

Prima però di entrare nella fase vera e propria c'è una fase preliminare che consiste nella presentazione del progetto di quotazione da parte del management al Consiglio di Amministrazione. Si passa poi al beauty contest, ovvero *“[...] il processo finalizzato alla scelta dei consulenti chiamati ad assistere la società nel corso dello svolgimento del procedimento di quotazione, ed al termine del quale si procede alla nomina dello sponsor, degli studi legali e fiscali, della società di revisione e degli altri consulenti. Si tratta di una fase che richiede particolare attenzione da parte della società quotanda, che dovrà tenere conto, nell'operare tale scelta, sia dei fattori oggettivi, legati ad esperienza e competenza del consulente rispetto al costo, sia soggettivi, in termini di fiducia e spirito collaborativo nella relazione con il management e gli attuali consulenti della società stessa. [...] Avvenuta la nomina dei consulenti, si procede alla riunione di lancio dell'operazione, occasione nella quale il management della società si incontra, per la prima volta, con tutti i consulenti incaricati, e si procede all'assegnazione delle rispettive responsabilità e alla pianificazione dei tempi e dei passaggi della procedura”*.¹⁴

Terminata la fase preliminare, si arriva alla vera e propria fase di due diligence, un altro momento fondamentale nell'ambito del processo finalizzato a stimare il livello accettabile di prezzo azionario di offerta al pubblico. Per fare ciò, è necessaria una

¹⁴ Camozzi & Bonisconi Studio Legale e Tributario, 'Il processo di quotazione: profili giuridici, fiscali ed organizzativi', pag. 20-21, maggio 2006

valutazione interna dell'azienda per verificare la fattibilità dell'operazione alla luce delle caratteristiche dell'azienda stessa. Non è una fase che riguarda solamente la società e i suoi organi, ma *“si tratta di una procedura molto complessa che vede coinvolti in primis i consulenti legali e fiscali e la società di revisione e che richiede alla struttura amministrativa ed al management della società quotanda un notevole impegno e collaborazione fine ad agevolare la ricerca ed il reperimento delle informazioni necessarie”*.¹⁵

Questa fase dura circa due o tre mesi e si conclude con un filing, ovvero un fascicolo contenente la domanda di ammissione alla quotazione che verrà spedito poi sia a Borsa Italiana che alla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB), l'organo di controllo del mercato finanziario italiano. Nel percorso di autovalutazione l'azienda dovrà seguire una serie di domande di controllo per verificare se i requisiti per la quotazione sussistono. Nel momento in cui vengono compilate queste domande, si costruisce questo dossier che viene spedito ai due soggetti istituzionali.

Inoltre, *“si procede anche alla stesura del Prospetto Informativo, [...], che viene redatto, secondo gli schemi predisposti da CONSOB, dallo sponsor insieme con i consulenti legali e fiscali e con il management della società quotanda. Nel Prospetto Informativo vengono riportati i dati raccolti sulla base delle analisi*

¹⁵ Op. cit. Camozzi & Bonisconi Studio Legale e Tributario, pag. 21, maggio 2006

*svolte nel corso della due diligence relativi alla condizione economico finanziaria della società, relativi alla posizione della società rispetto alla concorrenza, al management, ad obiettivi e strategie della società stessa. Vengono inoltre analizzati ulteriori fattori quali: forza lavoro, fornitori, clienti, creditori, e contratti, nonché strumenti finanziari, parti correlate ed operazioni poste in essere con le stesse. Il Prospetto Informativo è finalizzato infatti a garantire la più ampia informativa e trasparenza rispetto al mercato”.*¹⁶

1.2.2 La fase di istruttoria

Conclusa la fase di due diligence, si entra nella fase esecutiva del processo. L'articolo 2.4.2 del Regolamento di Borsa disciplina la procedura di ammissione, in particolare, nel comma 1 cita: *“Entro due mesi dal giorno in cui è stata completata la documentazione da produrre a seguito della presentazione della domanda di ammissione alla quotazione, Borsa Italiana accertata la sussistenza dei requisiti di ammissione alla quotazione delibera e comunica all'emittente e, ove previsto, allo sponsor, l'ammissione o il rigetto della domanda, dandone contestuale comunicazione alla Consob. [...] La decisione di ammissione viene resa*

¹⁶ Op. cit. Camozzi & Bonisconi Studio Legale e Tributario, pag.22, maggio 2006

*pubblica mediante Avviso di Borsa Italiana*¹⁷. Nel caso di esito positivo, si avvia il processo di ammissione e viene stabilito il comparto nel quale il titolo verrà negoziato.

Tuttavia, il comma 2 riporta la possibilità che il termine dei due mesi relativo al comma 1 venga *“interrotto da Borsa Italiana con propria comunicazione qualora emerga la necessità di acquisire nuove informazioni e documenti. In questo caso, a partire dalla data del ricevimento della relativa documentazione, decorre nuovamente il termine di cui al comma 1 per l’ammissione o il rigetto della domanda”*¹⁸

Qualora Borsa Italiana accerti la sussistenza dei requisiti di ammissione e dia esito positivo alla domanda, il comma 3 riporta le procedure che la società dovrà sostenere affinché si possa procedere alla fase successiva. In particolare: *“L’efficacia del provvedimento di ammissione alla quotazione ha validità di sei mesi ed è in ogni caso subordinata al deposito del prospetto di quotazione (eventualmente costituito da documenti distinti) presso la Consob, ovvero alla pubblicazione in Italia del prospetto approvato dall’autorità competente di un altro*

¹⁷ Art. 2.4.2 comma 1 ‘Procedura di ammissione alla quotazione e procedura di ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari’, Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., pag.81-82

¹⁸ Art. 2.4.2 comma 2 ‘Procedura di ammissione alla quotazione e procedura di ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari’, Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., pag.82

Stato membro dell'UE secondo la disciplina di cui al Regolamento Emittenti Consob".¹⁹

Ci sono dei casi in cui Borsa Italiana può respingere la domanda di ammissione alle negoziazioni che sono descritti al comma 2 dell'articolo 2.1.2 del regolamento di borsa, il quale cita testualmente: *"Borsa Italiana può respingere la domanda di ammissione alla quotazione, con provvedimento motivato e comunicato tempestivamente all'interessato:*

a) se le caratteristiche dello strumento finanziario siano tali da far ritenere che non possa aver luogo la formazione di un mercato regolare;

b) se, avendo altri strumenti finanziari già ammessi alle negoziazioni, l'emittente non adempie agli obblighi derivanti dalla stessa;

c) se, essendo lo strumento finanziario già ammesso alle negoziazioni in un altro Stato, l'emittente non adempie agli obblighi derivanti dalla stessa;

d) se la situazione dell'emittente sia tale da rendere l'ammissione contraria all'interesse degli investitori. A tal fine Borsa Italiana farà prevalentemente riferimento ai seguenti elementi: la presenza di gravi squilibri nella struttura finanziaria, un critico posizionamento competitivo nei principali settori di attività,

¹⁹ Art. 2.4.2 comma 3 'Procedura di ammissione alla quotazione e procedura di ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari', Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., pag.82

l'evidenza di importanti fattori di incoerenza nel piano industriale e la carenza di elementi di riscontro delle ipotesi contenute nel piano medesimo”²⁰

Tuttavia, all'interno della fase di istruttoria, la società non ha obblighi esclusivamente verso Borsa Italiana ma anche verso la CONSOB. Infatti, le società che intendono svolgere l'attività di sollecitazione al pubblico risparmio sono tenute a presentare un prospetto di quotazione contenente le proprie informazioni e le modalità di svolgimento dell'offerta. Ciononostante, l'obbligo di presentazione del prospetto informativo non si applica per alcuni casi, ad esempio, secondo l'articolo 1 comma 4 del Regolamento Europeo: *“[...] non si applica se l'offerta di titoli è rivolta unicamente a investitori qualificati, se è rivolta a meno di 150 persone fisiche o giuridiche per Stato membro o se l'offerta di titoli ha un valore nominale unitario di almeno 100.000 EUR [...]”*²¹.

All'interno del prospetto devono essere fornite obbligatoriamente delle informazioni che vengono disciplinate dall'articolo 6: *“il prospetto contiene le informazioni necessarie che siano rilevanti per un investitore affinché possa procedere a una valutazione con cognizione di causa:*

²⁰ Art. 2.1.2 'Competenze in materia di ammissione', Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., pag.21

²¹ Art.1 comma 4 Regolamento UE 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, 14 giugno 2017

- a) *della situazione patrimoniale, dei risultati economici, della situazione finanziaria e delle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti;*
- b) *dei diritti connessi ai titoli; e*
- c) *delle ragioni dell'emissione e del suo impatto sull'emittente.*

Tali informazioni possono variare in funzione dei seguenti elementi:

- a) *della natura dell'emittente;*
- b) *della tipologia dei titoli;*
- c) *della situazione dell'emittente;*
- d) *ove pertinente, del fatto che i titoli diversi dai titoli di capitale abbiano un valore nominale unitario almeno pari a 100.000 EUR o siano negoziati esclusivamente in un mercato regolamentato, o in un suo segmento specifico, a cui solo gli investitori qualificati possano avere accesso ai fini della negoziazione degli stessi.”²²*

Il prospetto può essere costituito da un unico documento oppure da documenti distinti, nel secondo caso il prospetto si divide in un documento di registrazione, una nota informativa riguardante i titoli destinati ad essere negoziati e una nota di sintesi che *“fornisce le informazioni chiave di cui gli investitori necessitano per*

²² Art.6 Regolamento UE 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, 14 giugno 2017

comprendere la natura e i rischi dell'emittente, del garante e dei titoli che sono offerti o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che deve essere letta insieme con le altre parti del prospetto per aiutare gli investitori al momento di valutare l'opportunità di investire in tali titoli".²³

In conclusione, Borsa Italiana e CONSOB svolgono due funzioni complementari: mentre la prima si occupa della sussistenza dei requisiti per il listing, decidendo se accettare o meno la società alla quotazione, la seconda si concentra sulla valutazione del prospetto informativo, perché la vigilanza che viene attribuita alla CONSOB è legata al verificare che il prospetto informativo sia completo di tutte le informazioni affinché gli investitori siano quanto più consapevoli.

1.2.3 La fase di collocamento

Una volta ottenuta l'ammissione a quotazione da parte di Borsa Italiana e l'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo da parte di CONSOB, si passa alla fase finale, ovvero il collocamento dei titoli all'interno del mercato.

Inizia una vera e propria fase di marketing in cui entrano in gioco, in primo luogo, gli analisti finanziari, i quali hanno il compito di leggere attentamente i documenti predisposti dalla società e redigere il research report. In secondo luogo, l'investor

²³ Art.7 comma 1 Regolamento UE 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, 14 giugno 2017

relator, ovvero colui che è all'interno dell'azienda ed ha il compito di tenere il contatto con gli investitori e con il mondo dell'analisi finanziaria. Quest'ultimo è la persona deputata a rispondere a qualsiasi domanda proveniente dal mercato rispetto ai dati divulgati. Questa fase può dividersi in diverse sottofasi: la prima di queste è la costituzione del consorzio di collocamento. Qui entra in gioco il global coordinator che è *“la banca di investimento che coordina il processo di quotazione, ivi compreso il collocamento”*²⁴ ed ha il compito di costituire il consorzio, che può essere di tre diversi tipi: il primo è il sindacato di collocamento, che non si assume impegni precisi. Il secondo è il consorzio di collocamento e garanzia, il quale, a differenza del primo, funge da garante del collocamento impegnandosi ad acquistare gli eventuali titoli che non verranno collocati tra il pubblico. Infine, il consorzio di assunzione a fermo, che sottoscrive l'emissione ancor prima di svolgere il collocamento e incassa la differenza tra il prezzo a cui ha sottoscritto i titoli e il prezzo a cui sono offerti al pubblico.

Successivamente, si passa alla fase di pre-marketing e al roadshow. Nella prima, il global coordinator incontra informalmente i potenziali investitori per presentare l'azienda e distribuisce i research report al fine di formare un giudizio su un possibile intervallo di prezzo preliminare per l'IPO. Successivamente, il momento

²⁴ <https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/il-ruolo-degli-advisor/il-ruolo-degli-advisor.htm#:~:text=Global%20Coordinator,Registro%20degli%20Euronext%20Growth%20Advisors>.

di divulgazione dell'offerta avviene attraverso il roadshow, che ha l'obiettivo di aumentare l'interesse verso la società. Il global coordinator partecipa ad una serie di incontri con gli investitori nelle diverse città. Ciò permette alla società di avere un contatto diretto con i potenziali azionisti e di esprimere le proprie capacità per influenzare in maniera positiva il prezzo di offerta per raccogliere maggiore capitale. Si tratta comunque di un'operazione che richiede molto tempo ed energie da parte dell'azienda in quanto deve spostarsi nei vari centri finanziari e tenere quanti più incontri per attrarre gli investitori.

Dopo aver incontrato gli investitori, si passa alla costruzione del bookbuilding, ovvero il libro delle proposte di acquisto e di vendita. Gli investitori istituzionali comunicano al global coordinator l'ammontare di titoli che intendono acquistare e il prezzo che intendono offrire. Sulla base degli ordini raccolti verrà poi fissato il prezzo e la quantità di offerta del collocamento.

Le azioni vengono poi sottoscritte dagli investitori presso i membri del consorzio di collocamento che si occupano dell'offerta al pubblico indistinto, la cui durata è di almeno due giorni. Dopo la chiusura dell'offerta pubblica avviene l'assegnazione delle azioni sia agli investitori istituzionali che al pubblico indistinto. Il global coordinator ripartisce le azioni a sua discrezione in base all'affidabilità e alla qualità degli investitori. Se i titoli che vengono offerti dal consorzio al pubblico indistinto sono già stati precedentemente emessi si parla di offerta pubblica di vendita (OPV), mentre se si trattano di titoli di nuova emissione si parla di offerta pubblica di

sottoscrizione (OPS). Entro 5 giorni dalla fine dell'offerta pubblica è necessario effettuare il pagamento e la consegna delle azioni tramite il deposito alla Monte Titoli.

È generalmente prevista nella struttura dell'offerta un'opzione di acquisto chiamata *greenshoe*, che consiste in un'“*opzione a favore dei membri del consorzio di collocamento che consente di sottoscrivere un determinato quantitativo di azioni al prezzo di offerta ed entro una certa scadenza*”.²⁵ In questo modo, il consorzio di collocamento si riserva la facoltà di intervenire sul mercato per sostenere l'andamento del prezzo che nel momento del listing scende, questa opzione è esercitabile entro 30 giorni dalla data di inizio negoziazioni, periodo nel quale si assiste alla stabilizzazione del titolo.

Il processo di quotazione si chiude con l'inizio delle negoziazioni ufficiali nel segmento prescelto. Durante il primo giorno si determina il prezzo di mercato del titolo, è un momento determinante in quanto rappresenta un segnale dell'interesse attorno all'azienda. Dopo il primo giorno si assiste, come già detto, ad un periodo di stabilizzazione del prezzo durante il quale il consorzio può intervenire sul mercato a sostenere l'andamento del titolo.²⁶

²⁵ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/greenshoe.html>

²⁶ Op. cit. Camozzi & Bonisconi Studio Legale e Tributario, maggio 2006

1.3 Focus sulle IPO

1.3.1 Rischio di fallimento della IPO

Il processo di quotazione si concretizza con l'offerta pubblica iniziale. In inglese viene tradotta come Initial Public Offer, da cui deriva l'acronimo di IPO.

In generale, le variabili che incidono sul successo di una quotazione in borsa sono principalmente due. La prima è la scelta delle tempistiche delle operazioni, ovvero il fatto di poter prevedere i tempi che vengono stabiliti per concretizzare il tutto ed entrare nel mercato in un momento favorevole. La seconda variabile è la corretta percezione dell'azienda da parte del mercato che si realizza tramite un'efficace strategia di comunicazione. Raggiungere l'interesse degli investitori è fondamentale, perché senza quella diminuisce la curiosità verso i titoli a prescindere dalla loro bontà. Per questo motivo, è necessario farsi conoscere e far capire a chi vuole investire in quell'azione che la società è convinta della sua bontà.

Tuttavia, non sempre si ottiene successo da una quotazione in borsa. I rischi di fallimento di una IPO sono concreti e dipendono da diversi fattori strutturali. Basti pensare che la probabilità che una offerta pubblica venga delistata da una borsa entro pochi anni è un importante fattore rischio per gli investitori. Infatti, *“i tassi di delisting annuali delle IPO possono superare il 20% all'anno”*²⁷. Per questo

²⁷ M. Lowry, R. Michaely and E. Volkova, 'Initial Public Offerings: A Synthesis of the Literature and Directions for Future Research', Foundations and Trends in Finance, Vol.11 Issue 3-4 (2017)

motivo, si tratta di un fenomeno da non sottovalutare quando si decide di effettuare un processo di quotazione, soprattutto perché ogni delisting può comportare conseguenze economiche molto negative per gli investitori. Ad esempio, *“l’annuncio di un delisting dal Nasdaq o dal NYSE provoca un calo del prezzo delle azioni di quasi il 50% e un salto della volatilità di circa il 100%”*.²⁸ Pertanto, una previsione accurata e una corretta modellazione del rischio di fallimento dell’IPO è fondamentale per qualsiasi investitore istituzionale che decida di investire in un mercato primario. Tuttavia, non è facile ottenere un modello che preveda il rischio di fallimento in maniera corretta, le variabili che possono influenzare il successo di una IPO sono numerose e possono spaziare dall’alto grado di incertezza di valore fino ad arrivare alla concorrenza del mercato, alla presenza di un team di gestione inesperto e ai problemi legati a chi sottoscrive le azioni.²⁹

Uno studio di Demers e Joos del 2007 ha cercato di creare un modello di previsione del fallimento della IPO sviluppato su una regressione logistica delle principali variabili che influenzano il rischio, prendendo in considerazione un campione di aziende statunitensi. Questo modello documenta che, nel periodo 1980-2000, il 16.7% delle IPO non tecnologiche fallisce entro cinque anni, mentre il 9.2% delle

²⁸ Macey J., O’Hara M., Pompilio D., ‘Down and out in the stock market: the law and economics of the delisting process’, *The Journal of Law and Economics*, Vol.51, No.4 (2008)

²⁹ Colak G., Fu M., Hasan I., ‘On modelling IPO failure risk’, *Economic Modelling*, Vol.109 (2022)

IPO tecnologiche fallisce entro cinque anni. Alcune delle variabili trovate in grado di influenzare l'andamento di una IPO sono la reputazione del sottoscrittore, il prezzo dell'offerta, l'età dell'azienda, la leva finanziaria e le spese amministrative, generali e di vendita. Inoltre, il margine lordo è un predittore statisticamente significativo per le imprese non tecnologiche, mentre le variabili basate sulle spese di ricerca e sviluppo, sulle perdite contabili accumulate e sui rendimenti iniziali delle IPO recenti sono predittori di fallimento statisticamente significati per le imprese tecnologiche.³⁰

Tuttavia, questo modello è stato criticato per la mancanza di un gran numero di misure di rischio relative ai fallimenti delle IPO e un look-ahead bias, ovvero l'utilizzo di informazioni che non sarebbero state disponibili nel momento in cui se ne fanno uso, che porta a sovrastimare il potere di previsione ex-ante delle variabili esplicative trovate da Demers e Joe. Per questo motivo, Colak, Fu e Hasan hanno elaborato un modello machine-learning (ML) formato da 980 variabili che catturano le condizioni macroeconomiche al momento dell'offerta e misurano la performance operativa dell'azienda. Dai risultati ottenuti, sono state trovate delle variabili statisticamente significative in grado di prevedere l'andamento di una IPO. L'andamento del return on assets (ROA), un indicatore in grado di esprimere la redditività complessiva di un'azienda, rappresenta una di queste variabili, in quanto

³⁰ Wysocki P.D., 'Discussion of IPO Failure Risk', Journal Accounting Research, Vol.45, No.2 (2007)

la sua volatilità è correlata positivamente al rischio di fallimento di una IPO. Viceversa, il prezzo dell'offerta ha un impatto negativo sul rischio di fallimento: più è alto il prezzo e minore è la probabilità che un'IPO fallisca nei 5 anni successivi. In conclusione, si è visto come i modelli ML siano più adatti alla ricerca sui delisting delle IPO rispetto ai tradizionali modelli parametrici, essendo in grado di trattare un gran numero di variabili caratterizzate da distribuzioni non normali. Questi modelli possono comprendere migliaia di variabili e produrre risultati statisticamente affidabili ed economicamente validi. Per questo motivo, i modelli ML sono probabilmente il metodo di scelta migliore per qualsiasi futura analisi dei predittori del rischio di fallimento di una IPO.³¹

1.3.2 Il ruolo degli investitori istituzionali e le differenze con gli investitori retail

Prima di introdurre il loro ruolo, è necessario dare una definizione di investitore istituzionale. Con investitore istituzionale si intende un *“intermediario la cui attività caratteristica è quella di investire un patrimonio per conto di un soggetto che si trova in un surplus finanziario”*.³² Alcuni esempi sono gli OICR, i fondi pensione e le compagnie di assicurazione.

³¹ Op. cit. Colak G., Fu M., Hasan I. (2022)

³² <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/investitore-istituzionale.html>

Come già detto in precedenza, l'azienda che intende quotarsi in una Borsa Valori, durante il processo di listing, si avvale quasi sempre di un sottoscrittore per determinare il valore della IPO. La valutazione dell'offerta al pubblico costituisce il passo iniziale per la determinazione del prezzo delle azioni. Teoricamente, si dice che una IPO è equa se il suo prezzo di offerta è uguale al prezzo iniziale del primo giorno di negoziazioni. Tuttavia, uno dei problemi principali è proprio il suo mispricing, ovvero la differenza tra quei due prezzi. Questo fenomeno può derivare dalla presenza di asimmetrie informative tra l'azienda e gli investitori, le quali potrebbero portare a problemi di selezione avversa. Durante il processo di quotazione, i sottoscrittori lavorano con l'azienda per fissare il prezzo dell'offerta senza rivolgersi agli investitori. Di conseguenza, quest'ultimi hanno difficoltà a determinare il valore intrinseco della società. Un articolo di Ong, Mohd-Rashid e Taufil-Mohd si concentra sul ruolo che gli investitori istituzionali hanno sulla determinazione del prezzo di una IPO. Essi sostengono che la proporzione di azioni assegnate agli investitori istituzionali influenzerebbe la valutazione dell'offerta. In particolare, nello sviluppo di una IPO di successo, le aziende spesso usano la strategia di offrire un numero maggiore di nuove azioni agli investitori istituzionali per migliorare la sua valutazione e il prezzo delle azioni. Questo studio è stato svolto prendendo in considerazione 450 IPO quotate su Bursa Malaysia da gennaio 2000 a dicembre 2018, le aziende sono state valutate attraverso il multiplo price to sales (P/S), che è stato ritenuto essere il più appropriato dopo attente analisi di

accuratezza della valutazione. I prezzi presi come riferimento della valutazione sono il prezzo di offerta, il prezzo medio di mercato del primo giorno, il prezzo medio di mercato della prima settimana e il prezzo medio di mercato del primo mese di negoziazione. I risultati hanno mostrato che la proprietà istituzionale ha un effetto positivo significativo sulla valutazione delle IPO. Le aziende caratterizzate da una forte proprietà istituzionale tendono ad avere il prezzo delle proprie IPO molto vicino al loro valore intrinseco. Infatti, gli investitori istituzionali tendono ad investire solo in aziende trasparenti e con migliori prospettive, per questo motivo la loro presenza costituisce un forte segnale di qualità dell'azienda. Inoltre, gli investitori istituzionali hanno mostrato un comportamento più positivo nel momento in cui iniziano le contrattazioni nel mercato secondario, questo perché, possedendo più informazioni rispetto agli altri investitori, tendono a mantenere le loro azioni perché sanno che le aziende con potenziale di crescita potrebbero generare rendimenti a lungo termine. Infine, lo studio ha scoperto che la valutazione delle IPO basate su campioni di aziende con una maggiore proprietà istituzionale ha funzionato meglio ed è stata più accurata rispetto al campione generale, ciò è dovuto al fatto che questi ultimi richiedono che la determinazione del prezzo sia accurata, per questo motivo le IPO sono valutate approssimativamente in modo equo.³³

³³ Ong C.Z., Mohd-Rashid R., Taufil-Mohd K.N., 'Do institutional investors drive the IPO valuation?', *Borsa Istanbul Review* (2020)

Tuttavia, gli investitori sono eterogenei: in contrapposizione agli investitori istituzionali ci sono gli investitori retail, i quali non dispongono delle stesse risorse dei primi e di conseguenza sono meno informati. Un'altra differenza risiede nel momento di presentazione dell'offerta: mentre gli investitori istituzionali presentano le loro offerte 'offline', gli investitori al dettaglio agiscono nella fase 'online', ovvero dopo che il sottoscrittore ha fissato il prezzo di emissione della IPO. Pertanto, le offerte non si mescolano insieme. Generalmente, la letteratura sulle IPO presuppone che gli investitori siano omogenei quando invece è naturale pensare che gli investitori istituzionali abbiano opinioni diverse riguardo alla prospettiva dell'azienda rispetto a quelle degli investitori retail.

Una ricerca di Gao, Meng e Chan ha cercato di separare il sentiment, ovvero l'opinione riguardo all'offerta pubblica, degli investitori istituzionali da quelli retail. Per fare ciò, è stato utilizzato un campione di 479 IPO, prese tra il 1° novembre 2010 e il 31 dicembre 2012, per poi calcolarne la loro performance a lungo termine grazie ai rendimenti azionari dei 3 anni successivi. I risultati della ricerca hanno dimostrato che il sentiment degli investitori istituzionali è correlato positivamente con il rendimento dalla IPO. Al contrario, gli investitori retail, non avendo molte risorse per fare una valutazione corretta sul valore a lungo termine, nonostante il loro sentiment sia correlato positivamente nel breve periodo, tendono a correlarsi negativamente nel lungo periodo a causa di una sopravvalutazione delle

prospettive dell'azienda. Questa ricerca suggerisce che l'impatto del sentiment dei due tipi di investitore è diverso e, pertanto, è utile distinguerli nei prezzi IPO.³⁴

1.3.3 Differenze tra le IPO in Italia e nel Regno Unito

I sistemi finanziari anglosassoni presentano delle differenze rispetto ai mercati dell'Europa Continentale, in quanto i secondi risultano meno sviluppati. Uno studio di Paleari, Pellizzoni e Vismara evidenzia come nel confronto tra Italia e Regno Unito ci sia uno dei contrasti più netti. Infatti, *“nonostante le economie dei due paesi siano di dimensioni simili, il mercato azionario italiano, gestito da Borsa Italiana, è piuttosto contenuto rispetto alla Borsa di Londra”*.³⁵ La prima grande differenza tra i due paesi risiede nella struttura imprenditoriale: *“il tratto distintivo del sistema industriale italiano è la sua rete dinamica di piccole e medie imprese, attive principalmente nelle industrie tradizionali”*.³⁶ Queste imprese hanno tradizionalmente uno scarso interesse a quotarsi in borsa e ricevere risorse finanziarie per crescere la propria dimensione, infatti, *“per quanto riguarda le caratteristiche economiche e finanziarie, più di mille società potrebbero essere*

³⁴ Gao S., Meng Q., Chan K.C., 'IPO pricing: Do institutional and retail investor sentiment differ?', Economics Letters (2016)

³⁵ Paleari S., Pellizzoni E., Vismara S., 'A comparative study of Initial Public Offerings in Italy and in the United Kingdom', Borsa Italiana Spa Research & Development (2005)

³⁶ Op. cit. Paleari S., Pellizzoni E., Vismara S. (2005)

quotate sul mercato azionario italiano".³⁷ Più in generale, il mondo anglosassone ha da sempre avuto un diverso approccio alla finanza rispetto al mondo continentale. I mercati finanziari di Stati Uniti e Regno Unito sono caratterizzati da un maggiore sviluppo, favorendo attività di trading e di controllo manageriale, mentre i mercati continentali appaiono più indietro. Facendo un focus tra il mercato inglese e quello italiano, *"la Borsa di Londra è il più grande mercato azionario d'Europa. Sebbene l'Italia e il Regno Unito siano abbastanza simili in termini di grandezza delle economie (misurata dal loro PIL), la dimensione dei mercati azionari è molto diversa. La capitalizzazione del mercato interno, come alla fine del 2004, è quasi tre volte superiore nel Regno Unito. L'"anomalia italiana" non può essere spiegata solo dalle note piccole dimensioni delle imprese italiane. Ad esempio, un indicatore imparziale (anche se un po' approssimativo) della disponibilità a quotare si ottiene confrontando il numero di società quotate con il numero di aziende con almeno 50 dipendenti. Tale rapporto è pari all'1,2% in Italia e in Germania, mentre è del 6,8% nel Regno Unito. [...] L'esiguo numero di società quotate in Italia, quindi, non può essere dovuto esclusivamente alle dimensioni limitate delle società italiane, ma anche ad una minore "propensione" alla quotazione sul mercato azionario"*³⁸. Oltre alla forte presenza di piccole e medie

³⁷ Op. cit. Paleari S., Pellizzoni E., Vismara S. (2005)

³⁸ Op. cit. Paleari S., Pellizzoni E., Vismara S. (2005)

imprese nel mercato italiano, possono essere individuati altri fattori che spiegano lo scarso sviluppo del mercato finanziario italiano. Il primo fattore potrebbe essere la presenza di esternalità positive che derivano dalla quotazione in un mercato fortemente sviluppato, per questo motivo anche le aziende italiane potrebbero optare per un cross-listing in modo da avere maggiore accesso alle fonti di finanziamento. Un secondo fattore potrebbe riguardare la normativa fiscale italiana, la quale ha da sempre favorito gli strumenti di debito. Ci sono state alcune misure nel tempo, come la Dual Income Tax, che hanno cercato di ridurre il costo di finanziamento del capitale proprio, ma non sono stati fatti grandi passi avanti per ridurre questa differenza. Da non sottovalutare lo sviluppo degli investitori istituzionali nei due Paesi: *“il 13,2% della capitalizzazione di mercato in Italia è detenuto da investitori istituzionali domestici, contro il 50,8% del Regno Unito”*.³⁹ Da qui, si evince che la partecipazione indiretta degli investitori retail attraverso le istituzioni è ancora limitata rispetto ai paesi anglosassoni.

Analizzando poi nel dettaglio le strutture delle IPO britanniche e italiane, sono state evidenziate alcune diversità. La prima riguarda la società protagonista dell'offerta: *“la maggior parte delle IPO del Regno Unito nel nostro campione (57,9%) sono società di servizi, mentre questi settori rappresentano una percentuale scarsa nel*

³⁹ Op. cit. Paleari S., Pellizzoni E., Vismara S. (2005)

campione italiano (15,2%)”.⁴⁰ Tutto ciò è dovuto alle differenze di struttura industriale tra le due economie. In secondo luogo, si è visto che in Italia, l’emissione di nuove azioni alla IPO comporta una diminuzione del livello di controllo sull’impresa stessa. In aggiunta, analizzando l’andamento delle IPO, si è scoperto che i tassi di delisting sono più frequenti nel Regno Unito piuttosto che in Italia. Ciononostante, il fatto che le offerte pubbliche italiane sopravvivano di più non è sinonimo di migliori performance operative: viceversa, *“riscontriamo una significativa sottoperformance post emissione sul mercato inglese e una notevole sottoperformance in Italia”*.⁴¹ Infine, sono state riscontrate delle differenze anche per quanto riguarda le metodologie di emissione dell’offerta pubblica: infatti, mentre nel Regno Unito è comune quotarsi attraverso la costituzione di un consorzio di collocamento, questa metodologia non è praticamente usata nell’Europa continentale. Attraverso il collocamento, i sottoscrittori devono affrontare una maggiore potenziale sanzione nel caso di una valutazione errata dell’azienda. Siccome il sottoscrittore ha un considerevole capitale finanziario, è improbabile che sottoscriva azioni a meno che non sia sicuro del successo dell’offerta pubblica. Per questo motivo, il collocamento fornisce un maggiore grado di certificazione del valore dell’impresa.⁴²

⁴⁰ Op. cit. Paleari S., Pellizzoni E., Vismara S. (2005)

⁴¹ Op. cit. Paleari S., Pellizzoni E., Vismara S. (2005)

⁴² Op. cit. Paleari S., Pellizzoni E., Vismara S. (2005)

Tuttavia, tutte queste differenze sono state assottigliate, tutto ciò è avvenuto grazie all'acquisizione di Borsa Italiana Spa da parte della London Stock Exchange nel 2007, la quale ha permesso di *“creare opportunità di accesso reciproco per gli operatori e ampliare la liquidità disponibile alle società quotate, riducendo il costo di raccolta del capitale. [...] Per Borsa Italiana e per il London Stock Exchange, questa fusione rappresenta il passo più importante verso la realizzazione del loro obiettivo comune di essere il principale mercato dei capitali internazionale”*.⁴³

⁴³ <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2007/070623announcementita.pdf>

CAPITOLO 2: ANALISI FONDAMENTALE: COME VALUTARE

UN'AZIENDA CON IL METODO FINANZIARIO

2.1 Modelli per la valutazione

Come già visto in precedenza, durante la fase di marketing, gli analisti finanziari raccolgono tutte le informazioni inerenti all'azienda per poter redigere i research report. Le valutazioni che essi svolgono al fine di ottenere una valutazione globale rientrano nell'analisi fondamentale. Con analisi fondamentale si intende una *“tipologia di analisi del prezzo delle azioni finalizzata a valutare l'opportunità di un investimento azionario attraverso la stima del valore intrinseco (detto fair value) delle azioni e il confronto con il suo valore di mercato”*⁴⁴. Per fare ciò, vengono prese le variabili economiche e finanziarie relative alla società che sono in grado di influenzare l'andamento del prezzo delle azioni. Questo tipo di analisi si divide in due parti. La prima consiste in un'analisi qualitativa ed è relativa al sistema macroeconomico, ai mercati e ai settori in cui l'azienda opera. La seconda è un'analisi quantitativa incentrata sull'elaborazione delle informazioni relative al bilancio in relazione al prezzo di mercato delle azioni. Per poter stimare il valore intrinseco possono essere impiegati diversi modelli, in questo elaborato vengono presi in considerazione i tre più famosi: il dividend discount model, il discounted cash flow model e il modello dei multipli di mercato.

⁴⁴ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/analisi-fondamentale.html>

2.1.1 Dividend discount model

Il dividend discount model si basa su un presupposto che consiste nella determinazione del valore delle azioni tramite l'attualizzazione dei dividendi futuri attesi. Pertanto, il valore delle azioni è ottenuto tramite i dividendi futuri che ci si attende generi il titolo. Generalmente, la formula è indicata come: $V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D}{(1+k)^t}$. Dove V_0 è il valore unitario dell'azione, D è il dividendo atteso per azione e k è il tasso di sconto. Questo modello si basa su delle ipotesi. La prima, la più importante, è che l'azienda continui all'infinito. La seconda riguarda la politica di distribuzione dei dividendi e ci si aspetta che essa rimanga costante nel tempo, in modo tale da poterla prevedere correttamente. Successivamente, si considera il tasso di sconto k costante nel tempo. Infine, si richiede l'efficienza dei mercati finanziari.⁴⁵

Nel caso in cui ci si aspetta che il dividendo cresca ad un tasso di crescita costante g , il valore intrinseco del titolo sarà dato dalla formula: $V_0 = D_1 / (K_s - g)$

Tuttavia, l'applicazione di questo modello, con queste assunzioni di base, ha dei limiti pratici. Una ricerca di Payne e Finch (1999) cerca di fornire un metodo per dimostrare la sensibilità non lineare del DDM alle variazioni del tasso di sconto e del tasso di crescita. Di base, il tasso di sconto deve essere maggiore del tasso di crescita perché ci si aspetta che il prezzo di un'azione sia non negativo. Allo stesso

⁴⁵ Wafi A.S., Hassan H., Mabrouk A., 'Fundamental Analysis Models in Financial Markets – Review Study', *Procedia Economics and Finance* (2015)

modo, non è possibile che k sia uguale a g , perché risulterebbe un valore dell'azione infinito. Ciò che non è chiaro è come la relazione tra i due tassi influenzi la stima del valore intrinseco dell'azione. Numerosi studi hanno evidenziato come i rendimenti attesi del dividend discount model non siano generalmente predittivi, bensì sono talvolta correlati negativamente ai rendimenti effettivi. Inoltre, Hickman e Petry (1990)⁴⁶ stimano che questi modelli producano errori di valutazione del prezzo nell'88% dei casi, 4.21 volte rispetto ai metodi basati sull'indicatore Price/Earnings (P/E). In aggiunta, hanno riscontrato un elevato grado di errore nelle stime del tasso di sconto e del tasso di crescita utilizzati all'interno del modello. La stima di questi due tassi, secondo Good (1989)⁴⁷, influenza in maniera fondamentale l'affidabilità del modello, in quanto il dividendo successivo è facilmente stimabile dato che la maggior parte di esso è una quantità nota. Ad ogni modo, nella gran parte dei testi, questi due tassi vengono spesso forniti come dati e sta all'analista eseguire i calcoli per stimare il valore intrinseco del prezzo dell'azioni dell'impresa. Tuttavia, dato che la sensibilità del DDM all'errore aumenta geometricamente quando k e g convergono, non basta calcolare un singolo valore basato su delle assunzioni ristrette. Bensì bisognerebbe stimare tutti i valori

⁴⁶ Hickman, K. & Petry, G. H., 'A comparison of stock price predictions using court accepted formulas, dividend discount, and P/E models', *Financial Management*, Summer, 76–87 (1990)

⁴⁷ Good, W. R., 'Bias in stock market valuation', *Financial Analysts Journal*, September/October 6–7 (1989)

per arrivare ad un valore intrinseco che abbia un intervallo di confidenza significativo per colui che svolge la valutazione.⁴⁸

Inoltre, il tasso di crescita g può essere fisso o può variare in base al ciclo di vita dell'azienda. Nel primo caso si parla di DDM a crescita costante mentre nel secondo caso si parla di DDM a due fasi di crescita. Quest'ultimo modello viene preferito rispetto al primo in quanto ritenuto più attendibile. Infatti, Koller e altri (2010) indicano che *“le aziende guadagnano un rendimento superiore al costo del capitale per un certo periodo e, quando il vantaggio competitivo si indebolisce, si verifica un calo di rendimento”*.⁴⁹ Inoltre, ci sono state altre ricerche a supporto del DDM a due fasi di crescita. Ad esempio, Jacobsen (1988)⁵⁰ studia la persistenza dei rendimenti anormali, ovvero la differenza tra il rendimento attuale sull'investimento effettuato e il rendimento competitivo, e giunge alla conclusione che questi rendimenti presentano un fenomeno di mean reversion, ovvero dei rendimenti molto di sopra o al di sotto della media che alla fine non si mantengono nel tempo e tendono a convergere alla media stessa. Riguardo alla riduzione del

⁴⁸ Payne T.H., Howard Finch J., 'Effective teaching and use of the constant growth dividend discount model', Financial Services Review, 8, Pag. 283-291 (1998)

⁴⁹ Koller T., Goedhart M., Wessels D., Copeland T. and McKinsey and Company, 'Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies', John Wiley and Sons (2010)

⁵⁰ Jacobsen, R., 'The persistence of abnormal returns', Strategic Management Journal, Vol. 9 No. 5, pp. 415-430 (1988)

vantaggio competitivo, Gebhardt e altri (2001)⁵¹ hanno evidenziato che la redditività del capitale proprio è uguale alla media del settore in un determinato periodo: essi sostengono che la forza competitiva influisce sulla capacità dell'azienda di ottenere rendimenti anormali, ma che nel tempo questi rendimenti tendono ad eguagliare quelli del settore.

Un esempio di DDM a due fasi è quello proposto da Forsyth (2019), il quale propone una formula alternativa al tradizionale modello a crescita costante. L'obiettivo è quello di incorporare al modello delle restrizioni in modo da considerare la perdita di competitività nel lungo periodo. Inoltre, viene separato il valore creato dall'attività in essere da quello creato dalla crescita dell'azienda. In questo modello, a differenza di quello tradizionale dove il costo del capitale è perpetuo, si distingue un diverso costo del capitale per gli investimenti attuali e quelli futuri. Il valore dell'azienda viene diviso in tre parti: capitale investito, valore creato dal capitale investito e valore creato dalla crescita. La formula proposta consente di aggiungere vincoli al numero di anni in cui l'azienda rimarrà competitiva e trovare investimenti con lo stesso vantaggio competitivo. Nel momento in cui si perde competitività, il rendimento sarà uguale al costo del capitale e il valore dell'azienda sarà uguale al suo valore contabile. Ciò permette all'analista di determinare l'impatto della variazione dei rendimenti straordinari sul

⁵¹ Gebhardt, W., Lee, C. and Swaminathan, B., "Toward an implied cost of capital by toward an implied cost-of-capital", *Journal of Accounting Research*, Vol. 39 No. 1, pp. 135-176 (2001)

valore dell'azienda. Il limite di questo modello è la determinazione degli anni di competitività dell'azienda. Sebbene la letteratura documenti questa tematica, non si è in grado di stimare con certezza il numero di anni in cui le aziende possono mantenere rendimenti straordinari. Un altro limite riguarda la stima del rendimento che viene effettuata utilizzando gli utili contabili. Questo rappresenta un limite in quanto la stima può variare a seconda dei criteri contabili utilizzati e non permette il confronto tra due aziende identiche che adottano diversi approcci di registrazione delle operazioni. Questa limitazione può essere però ridotta tramite l'adozione di criteri contabili uniformi.⁵²

2.1.2 *Discounted cash flow model*

A differenza del DDM dove vengono utilizzati i dividendi futuri attesi, questo modello sconta i Free Cash Flow Firm Statement, i quali sono ottenuti tramite la seguente formula:

$$FCFF = EBIT \times (1 - \text{Aliquota fiscale}) + \text{Ammortamenti e Svalutazioni} - \text{Variazione del Capitale Circolante Netto} - CAPEX^{53}$$

Dove con *EBIT* si intende l'utile operativo prima degli oneri finanziari e delle imposte, mentre il *CAPEX* rappresenta l'ammontare di "flussi di cassa in uscita per

⁵² Forsyth J.A., 'An alternative formula for the constant growth model', Journal of Economics, Finance and Administrative Science, Vol. 24, No. 48, pp. 221-240 (2019)

⁵³ Bodie Z., Kan A. and Marcus J., 'Investments', 8th Ed. McGraw-Hill Irwin (2009)

la realizzazione di investimenti in attività immobilizzate di natura operativa.”⁵⁴

Successivamente, per ottenere il *Firm Value*, ovvero il valore dell’impresa, bisogna attualizzare i *FCFF* e il *Terminal Value* ad un tasso di sconto chiamato costo medio ponderato del capitale (*WACC*).

Il *Terminal Value*, ovvero il valore dell’azienda nell’ipotesi che essa produca flussi di cassa illimitatamente, si ottiene prendendo il flusso di cassa atteso nel periodo $n+1$ e lo si divide per il tasso di sconto *WACC* diminuito del fattore di crescita g :

$$V_T = \frac{FCFF_{t+1}}{WACC - g}$$

Dopo aver determinato le due componenti da attualizzare, il valore dell’azienda è ottenuto tramite la seguente formula:

$$Firm Value = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1-WACC)^t} + \frac{V_T}{(1-WACC)^T}$$

Questo modello si basa su delle assunzioni simili a quelle del DDM. La prima riguarda il tasso di sconto, il quale rimane costante per tutto il periodo di valutazione. Inoltre, viene richiesta una perfetta efficienza del mercato finanziario, senza questa non si potrebbe ottenere una corretta valutazione del valore attuale del *Terminal Value*.⁵⁵

⁵⁴ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capital-expenditures.html>

⁵⁵ Op. cit. Wafi A.S., Hassan H., Mabrouk A. (2015)

2.1.3 Metodo dei multipli di mercato

Un'altra soluzione per determinare il prezzo delle azioni è quella dell'analisi dei multipli di mercato. I multipli che si possono usare sono vari e variano in base al driver di valore che viene utilizzato. L'obiettivo è quello di valutare il valore delle attività e confrontarlo con attività simili sul mercato. Questo approccio si basa sulla stessa assunzione dei due modelli descritti in precedenza: il valore è una funzione positiva dei guadagni futuri e una funzione negativa del rischio. Pertanto, i multipli sono spesso usati come sostituti di valutazioni esaustive e per integrare altre valutazioni globali.⁵⁶

Tuttavia, non essendoci uno studio esaustivo alla base della valutazione, l'accuratezza di questi multipli rimane ancora dubbia. Diventa quindi importante cercare di migliorare questo metodo, in quanto la sua inesattezza potrebbe avere un forte impatto sul processo decisionale. Molti fattori sono in grado di determinare l'accuratezza di un multiplo, i più importanti sono sicuramente l'affidabilità delle informazioni di rendicontazione finanziaria e la selezione del gruppo di confronto. Uno studio di Saputro e Hartono (2017) mira ad esaminare tre fattori che potrebbero migliorare l'accuratezza dei multipli di valutazione, l'affidabilità delle informazioni di rendicontazione finanziaria, la selezione del gruppo di confronto e la

⁵⁶ Martin G.R., 'European valuation multiples: the investors' sentiment about size', Cuadernos de Economía (2019) 42, pp- 173-188

composizione dei multipli individuali. I multipli vengono divise in tre categorie. La prima categoria riguarda i multipli del conto economico, la quale comprende il Price/Earnings, Price/Sales, Price/Gross, Price/EBITDA e Price/EBIT. La seconda categoria è quella dei multipli dello stato patrimoniale, dove rientrano il Price/Book, Price/Asset e il Price/Investments. Infine, la terza e ultima categoria è quella dei multipli di cassa e comprende il Price/Cash Flow e il Price/Dividend. La determinazione degli utili rappresenta un fattore fondamentale nell'accuratezza dei multipli. Questo perché è possibile utilizzare vari principi contabili per manipolare i guadagni ed ottenere risultati migliori in termini di multipli. La selezione del gruppo di confronto può essere effettuata all'interno dello stesso settore o in settori che presentano dimensioni e tassi di crescita simili. È importante scegliere accuratamente il campione di comparazione, è dimostrato che la comparazione di settore combinata con la crescita (si prende il ROE come parametro) fornisce risultati migliori rispetto alla comparazione di settore combinato con la dimensione delle aziende.⁵⁷

Per migliorare la valutazione del valore delle azioni, è stata introdotta una tecnica di valutazione multipla del prezzo che consiste nel moltiplicare il multiplo per un driver di valore, come ad esempio l'utile per azione (EPS), le vendite o altre misurazioni della performance contabile di un'azienda. Utilizzando dei multipli di

⁵⁷ Agung Saputro J., Hartono J., 'Improved Accuracy of Ratio Multiple Valuation', SHS Web of Conferences 34, 03002 (2017)

prezzo composti, si è scoperto che essi forniscono un risultato di valutazione migliore rispetto all'approccio semplice. Si tratta di un metodo più completo ed efficace in quanto riflette tutte le informazioni disponibili. I multipli di prezzo possono includere il valore contabile del patrimonio netto, le vendite, l'EBITDA e gli utili attesi.⁵⁸

2.2 Focus sul DCF model

2.2.1 Perché viene preferito agli altri modelli

Gli analisti sono una parte fondamentale dei mercati finanziari, essi hanno l'importante ruolo di trasmettere agli investitori consigli sugli investimenti azionari. Questi consigli vengono dati attraverso dei rapporti di ricerca chiamati report finanziari. Solitamente, un report ha tre elementi qualitativi principali: una previsione degli utili, una raccomandazione sull'investimento e una stima dei prezzi target. L'ultimo elemento, quello del prezzo target, rappresenta il consiglio più diretto. Esso consiste nel determinare, nel momento in cui si fa il report, se l'azienda presa in questione sia sottovalutata, sopravvalutata o adeguatamente valutata dal mercato in cui è quotata. Per determinare un prezzo target, gli analisti utilizzano i modelli di valutazione. Per questo motivo, la scelta del metodo di valutazione è un

⁵⁸ Yooyanyong P., Suwanragas I., Tangjitprom N., 'The Accuracy of Various Value Drivers of Price Multiple Method in Determining Equity Price', *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, Vol.17, No. 1 (2020) pp. 29-36

momento chiave nel processo di determinazione del target price. Demirakos et al. (2010)⁵⁹ sostengono che i due modelli più utilizzati dagli analisti sono il Price/Earnings e il Discounted Cash Flow. Tuttavia, sebbene dovrebbero produrre dei risultati simili, spesso l'adozione di entrambi produce delle valutazioni diverse sulla stessa azienda. Inoltre, dimostrano che il modello DCF supera il modello P/E, tesi che viene sostenuta anche da Gleason et al. (2013)⁶⁰. Quest'ultimi, confrontando le prestazioni dei due modelli, sono arrivati alla conclusione che il DCF produce dei target price migliori nel mercato statunitense.

Tuttavia, ci sono prove, seppur limitate, che suggeriscono che il P/E superi il DCF nei mercati emergenti, in quanto il primo è per natura più efficace nel catturare gli stati d'animo e il sentiment del mercato rispetto al secondo, il quale è più basato sulla teoria. Infatti, una ricerca di Sayed (2017)⁶¹ rileva che gli analisti non prendono in considerazione la governance all'interno dei mercati emergenti asiatici quando devono decidere il modello di valutazione per ricavare il prezzo target. Essi preferiscono utilizzare il P/E rispetto al DCF in quanto si ottengono risultati migliori, considerata anche la complessità del compito di valutare dei mercati in

⁵⁹ Demirakos E.G., Strong N.C., Walker M., 'Does valuation model choice affect target price accuracy?', *European Accounting Review* (2010), Vol. 19, No. 1, pp. 35-72

⁶⁰ Gleason C.A., Johnson B., Li H., 'Valuation model use and the price target performance of sell-side equity analysts', *Contemporary Accounting Research* (2013), Vol. 30, No. 1, pp. 80-115

⁶¹ Sayed S.A., 'How much does valuation model choice matter? Target price accuracy of PE and DCF model in Asian emerging markets', *Journal of Accounting in Emerging Economies* (2017), Vol. 7, No. 1, pp. 90-107

continua espansione. Per questo motivo, questa preferenza è valida solo per questa tipologia di mercati, rimangono le considerazioni di Demirakos et al. (2010) e Gleason et al. (2013) per tutti gli altri mercati.

2.2.2 Analisi delle componenti del terminal value

Solitamente, questo modello di valutazione prevede due periodi di valutazione. Il primo periodo, generalmente di previsione esplicita, fornisce i valori dei flussi di cassa futuri attesi derivanti dai bilanci annuali previsti. Il secondo periodo, spesso indicato come periodo post-orizzonte, è rappresentato attraverso un'attualizzazione infinita che fornisce un valore continuativo dell'azienda, non tenendo più conto dei dati presenti sul bilancio, ma ipotizzando uno stato stazionario in cui l'azienda ha una crescita costante a partire dall'ultimo anno di previsione esplicita. Questo valore continuativo, è il Terminal Value espresso nella formula del modello. È utile anche indagare sulle componenti che determinano il valore dei flussi di cassa futuri attesi che andranno a determinare anche il Terminal Value.

In particolare, una ricerca di Jennergren L.P. (2006) indaga sulla struttura della formula del valore continuativo dell'azienda analizzando due componenti alquanto complesse. Il primo componente sono le spese in conto capitale (CAPEX), mentre il secondo riguarda il risparmio fiscale ottenibile tramite l'ammortamento di immobili, impianti e macchinari. Il motivo della complessità è relativo

all'irregolarità delle spese in conto capitale e la relazione tra i benefici fiscali e parametri più basilari come il tasso di crescita, l'inflazione e la vita economica delle immobilizzazioni. L'obiettivo di questa ricerca è di enfatizzare queste due componenti all'interno della formula dei FCFF nel periodo post-orizzonte e dimostrare come il CAPEX e i risparmi fiscali derivanti dalle valutazioni immobiliari possano essere modellati in maniera ragionevolmente coerente. Vengono inoltre ipotizzati i parametri di crescita reale, inflazione, e vita utile delle immobilizzazioni ai fini dei benefici derivanti dal loro ammortamento. Successivamente, la formula del valore continuativo è scomposta in modo da poter identificare gruppi di componenti relative alla prosecuzione delle attività esistenti in contrapposizione a componenti relative alla crescita reale. In questo modo, si può studiare il valore delle immobilizzazioni esistenti in relazione al valore derivante dalla sostituzione delle immobilizzazioni stesse man mano che si esaurisce la loro vita economica. Inoltre, è possibile identificare l'errore all'interno della formula del terminal value derivante dalle ipotesi di stato stazionario e creare una formula più precisa che tiene conto delle spese in conto capitale effettive che si presume siano avvenute nel periodo di previsione esplicita. Tali spese non sono esattamente coerenti con lo sviluppo stazionario dei FCFF nel periodo post orizzonte. Il risultato di questa ricerca dimostra come il valore continuativo dell'azienda sia spesso considerato sospetto, poiché si svolge in un lontano futuro. Infatti, è difficile fare ipotesi nel periodo successivo alla previsione esplicita, data l'incertezza futura.

Tuttavia, da questo articolo emerge come il periodo più difficile dal punto di vista modellistico sia quello iniziale, in quanto l'analista deve fare una valutazione per definire uno scenario. Con l'evolversi di questo scenario, per il calcolo del FCFF, verranno prese sempre più informazioni provenienti dagli anni precedenti coperti dalla previsione dell'analista piuttosto che dai bilanci pubblici relativi agli anni storici. Pertanto, è necessario che vengano fatte delle previsioni accurate, perché andranno ad influenzare il Terminal Value.⁶²

2.2.3 Possibili casi in cui è difficile utilizzare il DCF model

Ci sono dei casi specifici in cui il DCF model potrebbe rivelarsi il metodo di valutazione meno adatto. Un articolo di Capielli e Panconi (2006) illustra una particolare situazione di un'azienda fortemente dipendente da un solo cliente. Inoltre, non si trova in regola con i pagamenti e mostra una forte tendenza all'uso del factoring pro-soluto. Si tratta di una piccola impresa industriale il cui fatturato non supera i 20 milioni di euro e il profilo tipico dei suoi clienti è quello delle grandi multinazionali che hanno un elevato potere negoziale. Per questo motivo, quasi la totalità delle sue vendite deriva da un paio di clienti. Grazie alla loro forte incidenza, questi clienti sono riusciti a dettare delle condizioni di pagamento che vanno a

⁶² Jennergren L.P., 'Continuing value in firm valuation by the discounted cash flow model', European Journal of Operational Research 185 (2008)

sfavore dell'azienda, come ad esempio tempi molto dilazionati ed eventuali ritardi. Per quanto riguarda l'analisi qualitativa del settore di appartenenza, le produzioni di nicchia ne fanno da padrone. Il mercato è fortemente centralizzato, dove le grandi multinazionali, per tenere bassi i propri costi fissi e avere maggiore flessibilità, mirano ad esternalizzare la propria produzione.

In particolare, le sfavorevoli condizioni imposte dai clienti impattano su più aspetti della valutazione. In primo luogo, per mantenere il livello del fabbisogno di finanziamento e controllare l'indebitamento, l'azienda deve ricorrere a scelte più costose e sicure come il factoring pro soluto. In secondo luogo, in base alle risorse finanziarie che l'impresa riuscirà ad ottenere, verranno pianificati gli investimenti. Infine, l'andamento dell'indicatore di posizione finanziaria netta.

Dopo aver determinato le caratteristiche qualitative, si passa all'applicazione del DCF model. Prima però di passare all'applicazione diretta, bisogna tenere conto delle peculiarità della società presa in analisi. Onde evitare errori di valutazione, i due autori si preoccupano di non considerare all'interno del capitale circolante netto (CCN) tutti gli eventi straordinari che si sono verificati, analizzando inoltre le diverse forme di finanziamento con cui il CCN viene finanziato e il loro rischio associato. In più, è necessario fare una stima puntuale del fabbisogno di investimenti necessario a mantenere la stessa posizione di vantaggio competitivo. Infine, anche la posizione finanziaria netta dovrà essere depurata da tutti gli eventi straordinari. Successivamente, vengono fatte delle assunzioni sull'andamento del

CCN, sulle sue modalità di finanziamento e sui tempi di pagamento. Nello specifico, verranno fatte delle ipotesi sull'andamento dei crediti, sulla loro scadenza e sulla quantità di ricorso al factoring pro soluto. Vengono poi ipotizzati dei parametri come il tasso di sconto e i flussi di cassa normalizzati, necessari per applicare la formula del modello. I risultati hanno mostrato come, in questo contesto valutativo, il DCF model non si rivela il metodo di valutazione più idoneo. Il motivo di questa considerazione è dato dal fatto che il capitale circolante netto è influenzato da alcuni aspetti che caratterizzano l'azienda, come ad esempio il potere dei suoi clienti o la situazione del settore di appartenenza. Infatti, affinché il DCF model sia impostato correttamente, è necessario che il CCN abbia un andamento determinabile dagli analisti. Pertanto, sebbene questo modello abbia delle enormi potenzialità date dallo studio più approfondito rispetto agli altri metodi valutativi, è richiesto un contesto chiaro, in modo da permettere al valutatore di fare tutte le assunzioni del caso.⁶³

⁶³ Cappiello F., Panconi G., 'Valutazione d'azienda – Difficoltà di valutazione con il metodo DCF', Guida alla Contabilità & Bilancio (2006), n. 21, p. 70

2.3 Valuation ratios

2.3.1 Book to market ratio

Il book to market ratio è un indicatore rappresentato dal rapporto tra il valore del patrimonio rappresentato a bilancio (book value) e il valore di mercato delle azioni ordinarie (market value). Esso esprime la differenza tra ciò che i principi contabili riportano come valore dell'equity e ciò che valuta il mercato. Esiste una sorprendente evidenza secondo la quale il BTM in un dato anno può esprimere una funzione ritardata delle variazioni annuali di mercato del capitale azionario nel corso dei sei anni precedenti. Inoltre, la dimensione di questi ritardi varia notevolmente a seconda del tipo di attività che l'impresa svolge. Ad esempio, i BTM ratio delle attività che utilizzano asset con una vita economica molto lunga presentano una risposta più ritardata alle variazioni di mercato.⁶⁴

La letteratura sostiene che il rapporto book-to-market (BTM) abbia capacità predittive per i rendimenti azionari, nonostante non ci sia un consenso comune sul perché questo rapporto abbia tale potere. In contrapposizione alla letteratura classica, la finanza comportamentale afferma che il BTM ratio è influenzato dai prezzi errati causati da pregiudizi nelle aspettative degli investitori. Inoltre, segnala che i titoli che presentano un BTM basso sono particolarmente sensibili alla

⁶⁴ Beaver W.H., Ryan S.G., 'Accounting Fundamentals of the Book-to-Market Ratio', *Financial Analysts Journal*, Vol.49, No.6 (1993)

delusione sugli utili, questo perché le aspettative su titoli con BTM basso (titoli growth) sono più ottimistiche. Tuttavia, altre ricerche hanno evidenziato una tendenza opposta, ovvero che gli investitori sono tendenzialmente più ottimisti sui titoli con BTM elevato (titoli value). Infatti, nonostante le azioni value abbiano in media una maggiore delusione sugli utili, le conseguenze sul prezzo di una delusione degli utili sui titoli growth sono maggiori. Uno studio di Donnelly R. (2014) cerca di analizzare proprio questa differenza di conseguenze sul prezzo tra i due tipi di titoli. In generale, la storia della finanza comportamentale richiede che le previsioni debbano essere riviste maggiormente al ribasso dopo una delusione degli utili relativi ad un titolo growth, in modo da riflettere una correzione delle aspettative ottimistiche. Se ciò si verificasse, si garantirebbe una reazione dei prezzi più ampia nel caso di una sorpresa per gli utili di un titolo in crescita. L'obiettivo di questa ricerca è quello di verificare il rapporto tra il BTM ratio e la reazione dei prezzi alle sorprese sugli utili. Per fare ciò, è necessaria un'analisi sulla determinazione dell'indicatore: solitamente, la maggior parte della valutazione sui titoli growth dipende da una combinazione di guadagni 'anormali' futuri attesi e valori in essere (book value), con una maggiore dipendenza dei primi. Di conseguenza, le valutazioni sui titoli in crescita dipendono in gran parte dal conto economico, in particolare dagli utili correnti. Viceversa, le valutazioni sui titoli value derivano quasi interamente dal valore contabile fornito in bilancio. Si è scoperta anche la presenza di un secondo fattore che assicura che la valutazione di

un titolo value possa dipendere esclusivamente dal suo valore contabile ed essere insensibile agli utili. Si tratta dell'inutilità degli utili negativi alla previsione degli utili futuri. Infatti, quando i guadagni di un titolo value non riescono a raggiungere anche le più modeste aspettative, questo suggerisce che gli utili 'anormali' futuri saranno zero o negativi e la valutazione si concentra il valore contabile piuttosto che sugli utili attesi, questo perché una sorpresa negativa suggerisce che gli utili non sono un buon predittore. Per questo motivo avviene una reazione asimmetrica, tra le due tipologie di titoli, ad una sorpresa negativa sugli utili. Coerentemente con quanto appena detto, questa ricerca dimostra che una sorpresa positiva ha un'influenza molto più ampia su una revisione delle previsioni rispetto ad una sorpresa negativa. Fondamentalmente, i risultati suggeriscono anche che, indipendentemente dal fatto che si tratti di un'azione value o un'azione growth, la revisione delle previsioni da parte degli analisti in seguito ad una sorpresa sugli utili non viene influenzata. Inoltre, le prove fornite suggeriscono che le maggiori reazioni sul prezzo dovute ad una delusione relativa ai risultati sono coerenti con l'eccessivo ottimismo. Tuttavia, a differenza delle precedenti ricerche, non sono state riscontrate prove relative ad una differenza di ottimismo tra le due tipologie di titoli tale da giustificare la risposta differenziale del prezzo. Inoltre, i risultati

evidenziano la capacità del BTM di prevedere le delusioni degli utili. Infatti, i titoli value avranno più delusioni e saranno in media maggiori rispetto ai titoli growth.⁶⁵

2.3.2 *Earnings per share ratio*

L'Earnings per Share (EPS), detto anche Utile per Azione, è una misura che fa riferimento all'utile netto e viene espressa per ciascuna azione. Si tratta di un indicatore che prende in considerazione gli azionisti ordinari. Infatti, al numeratore è presente l'utile netto a disposizione degli azionisti, mentre al denominatore è riportato il totale delle azioni ordinarie.⁶⁶

La letteratura si divide sul fatto che gli investitori facciano troppo poco o troppo affidamento sulla previsione degli utili fatte dagli analisti. Nonostante non siano stati testati dei metodi di market timing che si basano sulle previsioni degli utili per azione, almeno due studi esaminano metodi di asset allocation basata sulle previsioni degli EPS. Il primo studio, quello di Emanuelli e Pearson (1994)⁶⁷, rileva che le previsioni degli utili per azione migliorano i rendimenti dell'allocazione

⁶⁵ Donnelly R., 'The book-to-market ratio, optimism and valuation', *Journal of Behavioral and Experimental Finance* 4 14-24 (2014)

⁶⁶ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/earnings-per-share.html>

⁶⁷ Emanuelli J.F., Pearson R.G., 'Using earnings estimates for global asset allocation', *Financial Analyst Journal* (1994), Vol.50, pp. 60-72

azionaria. Inoltre, Bercel (1994)⁶⁸ dimostra che i cambiamenti delle previsioni degli EPS degli analisti possono essere utilizzati per generare rendimenti anormali in sette mercati internazionali. Chung e Kryzanowski (2000) svolgono una ricerca per cercare di verificare se una strategia di market timing, che utilizza le previsioni degli analisti sugli utili per azione, genera una performance di investimento migliore. Da questo studio, viene rilevata una significativa propensione all'ottimismo nelle previsioni degli analisti per l'indice S&P 500 per l'anno fiscale in corso e quello successivo. Inoltre, i risultati dimostrano che i singoli investitori dovrebbero utilizzare le previsioni meno ottimistiche sugli utili di mercato. Infine, sebbene alcuni autori dimostrino che una modesta quantità di informazioni possa portare a prestazioni di investimento superiori, solo gli investitori che possiedono capacità predittive veramente superiori dovrebbero tentare operazioni di market timing.⁶⁹

Si potrebbe pensare che questo indicatore sia meno attendibile rispetto ad altri che utilizzano i flussi di cassa, in quanto meno soggetti a manipolazioni contabili rispetto agli utili. Inoltre, è comune collegare i guadagni conseguiti con i dividendi pagati, questo legame è ben stabilito nella letteratura. Tuttavia, non è ancora chiaro

⁶⁸ Bercel A., 'Consensus expectations and international equity returns', *Financial Analyst Journal* (1994), Vol.50, pp. 76-80

⁶⁹ Chung R., Kryzanowski L., 'Market timing using strategists' and analysts' forecasts of S&P 500 earnings per share', *Financial Services Review* (2000), Vol.9, pp. 125-144

il rapporto tra i flussi di cassa e i guadagni ottenuti dall'azienda. Una ricerca di Consler e Lepak (2011) cerca di determinare se il flusso di cassa è il miglior predittore di dividendi. Il campione è composto da 1.902 aziende che, tra il 2000 e il 2006, hanno pagato dividendi. Vengono costruiti dei modelli lineari con o senza variabili di controllo, come ad esempio il totale delle attività, il rapporto di indebitamento o l'indice di liquidità attuale. Questi indicatori sono stati scelti perché la letteratura ha dimostrato la loro significatività con i dividendi. Lo studio rileva come il flusso di cassa per azione sia un indicatore migliore per la stima dei dividendi per azioni rispetto all'EPS, in quanto dimostra un migliore adattamento sia al modello con variabili sia con quello senza variabili di controllo. Pertanto, i risultati suggeriscono che il flusso di cassa è il miglior predittore dei dividendi.⁷⁰

2.3.3 *Price/Earnings ratio*

Il price/earning è il *“rapporto tra la quotazione (prezzo di mercato) dell'azione di una società e gli utili per azione. Si esprime anche come rapporto tra la capitalizzazione di borsa dell'emittente e gli utili conseguiti. È noto sia come Price/Earnings (P/E) sia come Prezzo/Utile per Azione (P/U)”*.⁷¹ Questo indicatore cambia a seconda degli utili che prendiamo come riferimento. L'indicatore che mette a rapporto il prezzo corrente dell'azione con gli utili relativi allo scorso

⁷⁰ Consler J., Lepak G.M., 'Earnings per share versus cash flow per share as predictor of dividends per share', *Managerial Finance*, Vol.37, No.5 (2011) pp. 482-488

⁷¹ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/price-earnings.html>

esercizio è chiamato Price/Earnings storico. Viceversa, l'indicatore che mette a confronto il prezzo corrente dell'azione con gli utili stimati dagli analisti è chiamato Price/Earnings prospettico. Proprio quest'ultimo, chiamato anche Price-Future/Earnings ratio, presenta dei problemi di valutazione, in quanto non è possibile determinare con certezza il valore degli utili attesi dell'azienda soggetta a valutazione. Per questo motivo, è necessario tenere conto delle prospettive future delle azioni ordinarie prese in considerazione, espresse al tasso annuale di crescita dell'utile per azione. Inoltre, bisogna tenere conto della posizione competitiva del mercato in relazione agli utili correnti. Il P/E convenzionale prende quindi in considerazione l'anno corrente e/o alcuni anni passati, il Price Future Earnings invece considera un numero di anni futuri, inclusi nel prezzo di mercato, ai quali viene applicato un tasso annuale di crescita.⁷²

Una ricerca di Giannetti A. (2007) ha cercato di studiare la capacità dell'indicatore P/E di previsione dei rendimenti azionari. Questo perché gli utili per azione, i quali vengono riportati trimestralmente dalla società, rappresentano l'informazione finanziaria più esaminata dai singoli investitori. Solitamente, per analizzare la capacità predittiva di un indicatore, viene presa un'ampia gamma di variabili macroeconomiche e contabili per stimare i rendimenti futuri. Tuttavia, mentre i prezzi e i rendimenti sono variabili ad alta frequenza misurate con poco rumore, le

⁷² Bell W.E., 'The Price-Future EarningsRatio: A Practical Aid to Stock Valuation', The Analyst Journal, Vol.14, No.4 (1958) pp. 25-28

variabili contabili e macroeconomiche sono tipicamente dati a bassa frequenza che vengono spesso misurate con un rumore statistico importante. Per ovviare a questo problema, si potrebbe pensare di misurare gli utili mensilmente anziché trimestralmente, così facendo però, si potrebbe andare ad alterare il contenuto informativo. Per determinare la prevedibilità dei rendimenti, la letteratura economica suggerisce che se i rendimenti sono prevedibili, allora un economista finanziario può indagare se questa prevedibilità consentirebbe ad un investitore astuto di entrare in una posizione di mercato nel momento esatto. Questa ricerca approccia questa implicazione economica, prendendo in relazione i rendimenti azionari trimestrali al tempo t , il P/E ratio al tempo $t-1$ e l'ultima variazione dell'indice P/E dal tempo $t-2$ al tempo $t-1$. Successivamente, si prende in considerazione la strategia ottimale di trading di uno speculatore che ripartisce la sua ricchezza tra un asset rischioso, in questo caso lo S&P 550, e un asset privo di rischio. La finestra temporale di previsione del modello è di nove anni. I risultati di questa ricerca hanno evidenziato che il Price/Earnings ha una forte capacità di timing del mercato per quanto riguarda le strategie non vincolate. Per quanto riguarda le strategie vincolate, come ad esempio le operazioni di trading dove possono essere presenti restrizioni istituzionali sulle vendite allo scoperto e sulle posizioni con leva, il market timing non rappresenta la fonte principale di profitti.⁷³

⁷³ Giannetti A., 'The short term predictive ability of earnings-price ratios: The recent evidence (1994-2003)', *The Quarterly Review of Economics and Finance* 47 (2007), 26-39

2.3.4 Dividend Yield

Il dividend yield è un “*indicatore di rendimento dato dal rapporto tra il dividendo staccato da un’azione e il prezzo di mercato dell’azione stessa*”.⁷⁴ Questo indicatore viene usato anche come multiplo per la valutazione delle aziende.

Gli investitori non hanno le stesse preferenze per quanto riguarda la distribuzione dei dividendi. Le società quotate in borsa dovrebbero avere ben chiaro il quadro dei propri azionisti e delle loro preferenze. Alcuni di questi preferiscono la plusvalenza (capital gain), altri preferiscono percepire un dividendo e altri ancora non hanno una preferenza specifica a riguardo. Uno dei fattori più importanti che influenza le preferenze degli investitori è sicuramente la tassazione dei dividendi, poiché le aliquote fiscali differiscono a seconda se ci si trovi in presenza di investitori istituzionali oppure di investitori individuali. Inoltre, anche la residenza di un azionista è in grado di influenzare la politica dei pagamenti di un’impresa. Uno studio si è occupato di indagare se la domanda degli investitori di titoli con dividend yield elevati sia influenzata dall’andamento dei tassi di interesse, prendendo come riferimento 481 azioni svedesi quotate in borsa tra gennaio 2000 e dicembre 2016. Sebbene studi precedenti abbiano dimostrato risultati contrastanti tra di loro riguardo alle preferenze degli azionisti, questa ricerca trova che gli investitori istituzionali domestici preferiscono detenere titoli con dividendi elevati, mentre

⁷⁴ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/dividend-yield.html>

quelli stranieri mostrano un maggior gradimento verso il capital gain. Per quanto riguarda gli investitori individuali, sono state riscontrate partecipazioni elevate nelle aziende che presentano dividendi più bassi, a causa dell'effetto fiscale. Inoltre, i precedenti studi non sono stati in grado di determinare se le azioni che staccano dividendi presentino rendimenti attesi più elevati per compensare il livello di tassazione. Questa ricerca, invece, dimostra che i portafogli con titoli che pagano dividendi hanno prestazioni migliori rispetto a quelli che non presentano titoli con dividendi. Infine, dopo aver controllato la concentrazione delle proprietà in aziende, sono state trovate delle prove modeste in base alle quali i titoli che presentano rendimenti alti e bassi sovraperformano e attraggono gli investitori.⁷⁵

Per quanto riguarda il discorso sull'uso del dividend yield per la valutazione delle aziende, uno studio di Rahman et al. (2019) cerca di esaminare la capacità predittiva dell'indicatore e del tasso di interesse per i rendimenti azionari. Vengono presi in considerazione quattro mercati azionari asiatici emergenti: Bangladesh, Pakistan, India e Sri Lanka. Sono stati preferiti questi mercati a quelli degli USA perché la letteratura esistente riporta un calo del potere predittivo del dividendi yield negli Stati Uniti a partire dagli anni Novanta, probabilmente dovuto alla scarsa tendenza delle aziende statunitensi al pagamento dei dividendi. Inoltre, la partecipazione degli investitori istituzionali nei mercati presi in analisi risulta bassa. Per misurare

⁷⁵ Baker H.K., De Ridder A., Rasbrant J., 'Investors and dividend yields', *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol.76, pp. 386-395 (2020)

la capacità predittiva dell'indicatore, viene utilizzato un modello autoregressivo vettoriale (VAR) stimato tramite il metodo dei minimi quadrati generalizzati (EGLS). Le osservazioni sono mensili e partono da maggio 1995 fino ad arrivare a dicembre 2014. I risultati mostrano come nei mercati di India e Pakistan, presentando una prevalenza di investitori istituzionali informati e minori vincoli normativi, il dividend yield non abbia un grande potere predittivo. Inoltre, i governi di questi due Paesi intervengono spesso nelle operazioni riguardanti il mercato dei prestiti. Per questo motivo, il potere predittivo del tasso di interesse potrebbe essere stato compromesso. Si scopre che il dividend yield ha un potere predittivo fuori campione significativo in India e Pakistan, soprattutto nei portafogli a grande capitalizzazione. Ciò può essere collegato al fatto che le grandi imprese tendono a pagare in contanti più regolarmente rispetto alle piccole. Per quanto riguarda il tasso di interesse, è stato riscontrato un potere predittivo del rendimento delle azioni in tutti e quattro i Paesi.⁷⁶

⁷⁶ Rahman M.L., Shamsuddin A., Lee D., 'Predictive power of dividend yields and interest rates for stock returns in South Asia: Evidence from a bias-corrected estimator', *International Review of Economics and Finance* 62 (2019), pp. 267-286

CAPITOLO 3: ANALISI QUALITATIVA DI ARISTON THERMO

GROUP

Prima di passare alla valutazione vera e propria dell'azienda per definire il prezzo target, è necessario fare un'analisi qualitativa. Pertanto, si parte analizzando Ariston nel suo complesso, considerando la storia, i segmenti di mercato che ricopre e le strategie che intende perseguire. Successivamente, si passa allo studio del settore di appartenenza, considerando sia il contesto macroeconomico in cui opera che la propria posizione competitiva all'interno di esso. Infine, vengono analizzati i principali rischi che affronta l'azienda nello svolgimento delle proprie operazioni. Tutte le informazioni contenute in questo capitolo sono state prese all'interno del prospetto di quotazione di Ariston Thermo Group e nel report annuale del 2021.

3.1 Business description

3.1.1 Storia

Tutto inizia nel 1930, quando Aristide Merloni fonda le industrie Merloni nelle Marche, le quali si occupavano esclusivamente della produzione di bilance. Trent'anni dopo, l'azienda conta quasi 600 dipendenti e cinque stabilimenti. L'attenzione inizia a spostarsi verso la produzione di bombole a gas e scaldabagni elettrici ed è in questa fase di intensa crescita che nasce il marchio Ariston. Infatti, dieci anni dopo, l'azienda diventa leader in Italia nel settore degli scaldabagni, si diffonde nei principali mercati dell'Europa Occidentale ed entra nel settore del

riscaldamento domestico. *“Negli anni Novanta, con l’apertura di filiali in Europa Orientale e in Asia, l’azienda è ormai uno dei protagonisti mondiali nel suo settore: è in questi anni, infatti, che acquisisce Racold, la più grande società di scaldabagni in India, e inaugura il primo stabilimento interamente di proprietà in Cina. Nel 2001 il Gruppo acquisisce società e marchi storici nel settore del riscaldamento e dei bruciatori: Chaffoteaux, Elco, Cuenod e Rendamax. Quattro anni dopo, oltre ad aver aperto un nuovo stabilimento a San Pietroburgo, entra a far parte del Gruppo anche Ecoflam, uno dei leader italiani nei sistemi di riscaldamento. Tra il 2008 e il 2009 viene acquisita in Svizzera la Termogamma SA, azienda specializzata nelle pompe di calore, e il Gruppo adotta il nome di Ariston Thermo. Con l’acquisizione di Cipag SA e Domotec AG del 2011, Ariston Thermo si conferma leader in Svizzera nella produzione, distribuzione e manutenzione di sistemi per il riscaldamento dell’acqua. Due anni dopo, viene perfezionata l’acquisizione di DhE, società italiana che fa parte del settore delle resistenze elettriche per applicazioni commerciali e industriali. Inoltre, costituisce una joint venture per la produzione e la commercializzazione in Uzbekistan di sistemi di riscaldamento destinati all’uso domestico e caratterizzati da un’alta efficienza energetica”.*⁷⁷ Il 2014 rappresenta un anno importante: in primo luogo, entra nel Gruppo l’olandese ATAG Heating, brand di fascia alta nel settore del

⁷⁷ <https://www.aristongroup.com/it/Il-Gruppo/la-nostra-storia>

riscaldamento. In secondo luogo, vengono effettuate altre due importanti operazioni nei mercati a maggior crescita: l'acquisizione di Heat Tech Geysers, secondo player nel mercato sudafricano degli scaldabagni, e l'inaugurazione di un nuovo stabilimento in Vietnam per la produzione di scaldabagni elettrici. L'anno successivo, l'azienda costituisce la nuova consociata Ariston Thermo Indonesia ed entra sia nel mercato danese, con l'acquisizione di Gastech-Energi A/S, sia in quello francese con SPM, azienda di bruciatori e componenti. *“In occasione dei 20 anni di presenza in Russia viene inaugurato un nuovo polo logistico a San Pietroburgo”*⁷⁸. Nel 2016 Ariston Thermo continua il suo percorso di crescita, sia tramite acquisizioni, sia col raggiungimento di traguardi importanti in sedi storiche. Per quanto riguarda le acquisizioni, entra a far parte del Gruppo il marchio NTI, leader in Canada e tra i leader negli USA nel settore delle caldaie a condensazione, con prodotti e servizi rinomati per qualità e affidabilità. Inoltre, per quanto riguarda i raggiungimenti nelle sedi storiche, gli stabilimenti di Arcevia e Osimo ottengono l'ambita medaglia di bronzo del World Class Manufacturing. *“Gli investimenti di Ariston Thermo proseguono con l'acquisizione di HTP, un marchio solido sul mercato americano del comfort termico ad alta efficienza, e di Atmor, azienda israeliana che distribuisce i suoi scaldabagni elettrici istantanei in 40 Paesi del mondo. Inoltre, il Gruppo apre anche un nuovo sito produttivo in*

⁷⁸ <https://www.aristongroup.com/it/Il-Gruppo/la-nostra-storia>

Tunisia. Viene raggiunto un accordo nel 2018 con Whirlpool per la reindustrializzazione dello stabilimento di Albacina volto alla realizzazione di un centro di competenza per la progettazione e produzione di tecnologie rinnovabili avanzate per il comfort termico. Nel 2019, Ariston Thermo raggiunge un accordo con la conglomerata messicana Grupo Industrial Saltillo per l'acquisizione del 100% di Calorex, azienda leader in Messico negli scaldabagni, per il settore commerciale e residenziale, consolidando la propria presenza nel continente americano. Lo stabilimento Ariston Thermo di Cerreto D'Esi, specializzato nella produzione di scaldabagni elettrici, riceve l'ambita medaglia di bronzo del World Class Manufacturing (WCM). ”⁷⁹

Nel 2020, novantesimo anniversario dalla sua fondazione, Ariston lancia una serie di attività CSR a livello globale per sostenere i diversi stakeholder nella lotta contro il Covid-19. Inoltre, amplia la collaborazione con il Politecnico di Milano e la Fondazione Politecnico di Milano con il fine di migliorare la ricerca per l'innovazione tecnologica e per lo sviluppo di soluzioni sostenibili nel settore del comfort termico. Infine, nel 2021 viene firmato un accordo con Chromagen, leader israeliano nella fornitura di soluzioni rinnovabili per il riscaldamento dell'acqua.

⁷⁹ <https://www.aristongroup.com/it/Il-Gruppo/la-nostra-storia>

Questo permette ad Ariston di rafforzare ulteriormente la propria posizione competitiva nel segmento delle energie rinnovabili.⁸⁰

3.1.2 Business Units

Il gruppo opera in tre diversi settori: comfort termico, componenti e bruciatori. I prodotti vengono distribuiti nel mercato tramite diversi marchi, alcuni di questi di marchio globale mentre altri sono brand locali. Il gruppo supporta la propria offerta di prodotti tramite un'ampia e articolata rete di produzione tra i Paesi in cui opera. Il comfort termico rappresenta il 91% delle vendite relative al 2020, ha un'ampia offerta specializzata di prodotti in grado di soddisfare i propri clienti per quanto riguarda scaldabagni e riscaldamento domestico. Il riscaldamento interno include prodotti come caldaie, pompe di calore e termostati mentre gli scaldabagni si dividono in elettrici e a pompa di calore. Sono offerti anche servizi diretti di assistenza pre e post-vendita. Analizzando nello specifico la categoria degli scaldabagni, essa rappresenta il 44% delle vendite relative al settore del comfort termico. *“Il brand principale è Ariston, il quale ha permesso di ottenere degli sviluppi ecologici negli ultimi anni sia in Europa, che in Africa, Medio Oriente e Asia. Tramite delle acquisizioni, il gruppo ha aggiunto altri brand iconici come American Standard negli USA, Calorex e Cinsa in Messico, Racold in India e*

⁸⁰ <https://www.aristongroup.com/it/Il-Gruppo/la-nostra-storia>

Chaffoteaux nei paesi francofoni”⁸¹. Il catalogo di prodotti consiste principalmente in: scaldabagni elettrici ad accumulo o istantanei, scaldabagni a gas ad accumulo o istantanei e scaldabagni a pompa di calore. La seconda categoria di prodotti, quella del riscaldamento, rappresenta il 47% delle vendite relative al settore del comfort termico nel 2020. *“Il gruppo commercializza i prodotti in tutto il mondo tramite i brand Ariston ed Elco, mentre localmente tramite ATAG in Olanda, Chaffoteaux in Francia, NTI e HTP in Nord America. Tramite Elco e Gastech, il gruppo offre i propri servizi di manutenzione e riparazione diretta”*⁸². L’offerta di prodotti è ampia e include all’interno del catalogo anche soluzioni rinnovabili ad alta efficienza. L’obiettivo è quello di proporre soluzioni a basso consumo di energia ma che mantengano un alto valore. I prodotti di questa categoria si dividono in: prodotti standard a gas per uso domestico, prodotti ad alta efficienza e prodotti ad energia rinnovabile. Quest’ultima categoria è caratterizzata dalle pompe di calore che adottano soluzioni ibride, pompe di calore alimentate a gas e sistemi di climatizzazione dell’aria. Per quanto riguarda invece la categoria dei prodotti ad alta efficienza, la maggior parte delle vendite riguarda caldaie a muro o a pavimento, le quali possono essere usate sia per uso domestico che per uso commerciale. In aggiunta, il Gruppo propone una serie di servizi a supporto dei

⁸¹ Ariston Group, Prospetto di quotazione (2021), pp.42

⁸² Ariston Group, Prospetto di quotazione (2021), pp.42

bisogni dei consumatori, come ad esempio i servizi prevendita, i controlli software e delle soluzioni che permettono di avvicinare i clienti all'azienda. Anche qua sono previsti servizi di manutenzione e riparazione diretti e servizi indiretti come il controllo da remoto, in modo da garantire la migliore esperienza ai propri clienti e rinforzare i propri brand.

Il settore dei bruciatori costituisce il 5% delle vendite relative al 2020, il gruppo offre componenti altamente specializzati. La caratteristica principale di questi prodotti è data dalla tecnologia di combustione: infatti, i bruciatori equipaggiano tecnologie di combustione avanzate che permettono la riduzione dei consumi di energia e delle emissioni. *“Questo settore distribuisce prodotti tramite i propri brand locali in tutta Europa e vende in oltre cento Paesi tramite una rete internazionale di concessionarie. I mercati principali sono Francia, Germania, Olanda, Russia e Cina. I global brand principali sono Ecoflam e Elco, in Francia opera localmente Cuenod. I tre centri principali di R&S e produzione sono locati in Italia, Francia e Germania, con un altro centro in Cina che si aspetta diventi operativo nel 2022”*⁸³.

I componenti rappresentano il 4% delle vendite del gruppo relative al 2020, l'obiettivo principale di questo settore è dare supporto alla categoria degli scaldabagni. Infatti, è interamente centrato sulla produzione di elementi per gli

⁸³ Ariston Group, Prospetto di quotazione (2021), pp.42

scaldabagni e termostati. Si tratta di un settore che opera quasi esclusivamente in Europa; tuttavia, si sta recentemente espandendo anche nel Medio Oriente. *“Il settore dei componenti offre integrazione verticale con il più ampio settore degli scaldabagni, vendendo più di 34 milioni di pezzi in più di 100 Paesi diversi.”*⁸⁴

3.1.3 Company strategies

Per raggiungere l’obiettivo principale di diventare il principale fornitore di soluzioni rinnovabili ad alta efficienza per il comfort termico, Ariston cerca di seguire delle strategie ben delineate. La prima, consiste nel fornire comfort sostenibile grazie ad un catalogo di prodotti di alto valore. L’ambizione del Gruppo consiste guidare la transizione globale verso le energie sostenibili e limitare le emissioni di gas a effetto serra, tramite l’offerta di prodotti rinnovabili ad alta qualità ed efficienza. Il settore del comfort termico può potenzialmente giocare un ruolo fondamentale nel progresso della riduzione dei gas serra, dato che *“il 18% delle emissioni globali e il 36% delle emissioni energetiche europee provengono da edifici già presenti. Si cerca quindi di migliorare e accelerare la performance dell’energia e ridurre il consumo degli elettrodomestici al loro interno. Il gruppo può sfruttare tutte le misure indicate dall’International Energy Agency per raggiungere le 0 emissioni nel 2050: prodotti e soluzioni esclusivamente elettriche,*

⁸⁴ Ariston Group, Prospetto di quotazione (2021)

prodotti ad alta efficienza, che possano essere alimentati con biocarburanti o idrogeno e soluzioni che possano aiutare i consumatori a adottare comportamenti consapevoli nell'uso dell'energia. Le innovazioni sostenibili sono perseguite anche negli altri due settori relativi ai componenti e ai bruciatori tramite lo sviluppo di nuove tecnologie come, ad esempio, bruciatori industriali a base di idrogeno”⁸⁵.

La previsione del gruppo per il futuro è quella di arrivare ad alimentare i propri bruciatori per il 100% ad idrogeno, al momento è in grado di alimentarli per il 30%. Un altro obiettivo è quello di aumentare la leadership nel mercato degli scaldabagni, dove il gruppo è storicamente specializzato, soprattutto in quelli elettrici. Negli ultimi anni si è cercato di crescere anche in altre categorie del settore come quella degli scaldabagni elettrici istantanei, degli scaldabagni a gas oppure quella degli scaldabagni a pompa di calore. Tutto ciò ha l'obiettivo di rendere ATG un leader più ampio all'interno del settore. Dal 2015, la proporzione delle vendite da parte di prodotti diversi dagli scaldabagni elettrici è cresciuta in modo sostanziale. Il gruppo offre un'ampia gamma in tutte le sottocategorie, ed è attualmente concentrato sull'ottenere la leadership nell'offerta di soluzioni rinnovabili ad alta efficienza energetica. Il Gruppo è in costante miglioramento e sta cercando di sviluppare singolarmente ogni area aziendale, ad esempio, a livello operativo, si sta cercando di migliorare le procedure delle pratiche interne e il supporto alle piattaforme

⁸⁵ Ariston Group, Prospetto di quotazione (2021), pp.38

digitali con l'obiettivo di avere un unico ciclo di vita dei prodotti. Inoltre, il miglioramento e il rafforzamento della propria produzione e del proprio marchio costituisce la via principale per ottimizzare l'efficienza dei costi, la flessibilità produttiva e la vicinanza ai mercati principali. Infine, a livello organizzativo, si sta cercando di sviluppare le competenze dei centri di R&S in modo da garantire un maggiore supporto che si adegui alle pratiche di sviluppo dei nuovi prodotti in modo da rafforzare la presenza locale del gruppo e accrescere la leadership nel settore.

Anche all'interno del mercato del riscaldamento, l'uso di fonti rinnovabili è alla base del motore di crescita. *“Il gruppo è fortemente convinto di differenziarsi dai suoi competitors grazie all'ampia offerta di prodotti rinnovabili ad alta efficienza tecnologica. [...] Il gruppo crede di migliorare la propria strategia con un ulteriore rinforzo dei propri servizi diretti in modo da assistere i consumatori per tutto il ciclo di vita del prodotto, dal supporto pre-vendita a quello post-vendita”*⁸⁶. Questi servizi possono spaziare tra i più vari: posso riguardare il catalogo dei prodotti, la loro installazione e manutenzione ed infine una loro eventuale riparazione. Inoltre, il gruppo offre una linea per l'assistenza 24 ore per tutto l'anno. ATG sta lavorando anche a livello digitale grazie al miglioramento della propria offerta di servizi come webinar e cataloghi web. *“Lo sviluppo dei prodotti sarà concentrato sull'espansione dell'offerta di sistemi pronti all'uso, inclusi i servizi digitali*

⁸⁶ Ariston Group, Prospetto di quotazione (2021), pp. 38-39

*integrati. Un ulteriore supporto alla rapida espansione verso le totali tecnologie rinnovabili consiste nello sviluppo di una nuova generazione di riscaldamenti elettrici a pompa di calore e di innovative pompe di calore ad assorbimento di gas*⁸⁷.

Per aumentare il proprio valore e la propria quota di mercato, data la sua comprovata esperienza di successo nelle procedure di acquisizione, il Gruppo cercherà di continuare a perseguire nuove procedure di M&A. In aggiunta, la neo-acquisizione permetterà di ottenere un'ulteriore flessibilità e accesso al capitale per poter fare altre acquisizioni. Data l'ampia frammentazione dei mercati in cui il Gruppo opera, le possibilità di consolidamento all'interno di essi sono concrete. Secondo le stime del gruppo, *“nel mercato degli scaldabagni in Europa e Nord America, le tre principali società per volumi di vendita detengono il 39% della quota del mercato, le successive cinque il 21%, le successive dieci il 16% e le restanti il 24%. Per quanto riguarda il mercato del riscaldamento, per le stesse aree le percentuali sono rispettivamente pari a 29%, 26%, 20% e 25%. Il gruppo ha intenzione di continuare e accelerare il processo di scouting per individuare le future opportunità di acquisizione e consolidare la propria posizione”*.⁸⁸

⁸⁷ Ariston Group, Prospetto di quotazione (2021), pp. 39

⁸⁸ Ariston Group, Prospetto di quotazione (2021), pp. 39

Dopo decenni di espansione, il gruppo si trova a far fronte ad esigenze di costruzione e mantenimento di un'organizzazione bilanciata che comprende operazioni centralizzate e presenza locale. L'obiettivo è quello di gestire la complessità di un'impresa globale senza mai trascurare l'eccellenza operativa. Per mantenere questo bilanciamento ed ottenere i risultati prefissati, sono state create delle piattaforme digitali e dei processi di integrazione che permettono di rendere più armonioso il sistema operativo e la logistica. Affinché venga migliorata l'esperienza del cliente e l'efficienza dei propri prodotti, il Gruppo si impegna a fornire servizi come, ad esempio, il supporto tecnico e le manutenzioni ordinarie. L'eccellenza operativa è in grado di garantire efficienza produttiva e miglioramento dei margini. Tuttavia, per mantenere questa eccellenza è necessario effettuare continui investimenti nel proprio marchio di fabbrica. In questo caso, Ariston ha deciso di migliorare i già esistenti centri di produzione, investire nelle nuove strutture e migliorare le proprie operazioni implementando, ad esempio, i già citati processi di produzione e distribuzione digitalizzati e automatizzati.

Inoltre, al fine del raggiungimento e del mantenimento di un'operatività eccellente, il Gruppo ha dato particolare attenzione alle fasi del processo di assunzione, formazione e promozione dei successi tra i dipendenti del gruppo. Infatti, Ariston investe in maniera significativa sulla formazione e sull'educazione dei propri dipendenti tramite una serie di programmi progettati al miglioramento delle abilità dei propri dipendenti. *“Il gruppo crede che questo forte focus interno sulla gestione*

del capitale lavoro sia un elemento essenziale che preserva rapidità e flessibilità e che possa continuare a portare ad una migliore redditività”⁸⁹.

Infine, il gruppo si pone l’obiettivo di continuare l’integrazione tra strategie e obiettivi ESG. Alla fine del 2020, Ariston ha intrapreso un nuovo progetto per rinnovare e aggiornare il proprio impegno in vista del suo centesimo anniversario, la ‘Road to 100’. *“Il gruppo è convinto che il suo storico e costante impegno verso la sostenibilità, supportato dal trend, sia sociale che regolamentare, e l’aumento dei margini di profitto relativi ai prodotti ad alta efficienza, possa costituire un driver significativo di crescita e profittabilità”⁹⁰.*

3.2 Industry overview and competitive positioning

3.2.1 Framework macroeconomico, performance e obiettivi di mercato

Dopo il calo della crescita globale nel 2020 fortemente influenzato dall’arrivo del virus SARS-CoV-2, nell’Ottobre del 2021 il Fondo Monetario Internazionale ha stimato un tasso di crescita globale del 5,9% per quanto riguarda il 2021 e del 4,9% per il 2022. Nonostante la ripresa economica continui, questa leggera frenata è dovuta ad alcune tendenze negative che riguardano soprattutto le economie avanzate, come ad esempio le interruzioni della distribuzione, che vengono in parte

⁸⁹ Ariston Group, Prospetto di quotazione (2021), pp. 40

⁹⁰ Ariston Group, Prospetto di quotazione (2021)

compensate dalle prospettive di crescita a breve termine dei Paesi in via di sviluppo.⁹¹

Stando al report di BRG Building Solutions relativo all'ultimo anno, è stato stimato un valore di mercato relativo al settore degli scaldabagni e del riscaldamento pari a 50.6 miliardi di euro. Analizzando singolarmente i due mercati, quello relativo agli scaldabagni, che costituisce poco più della metà del valore di mercato globale, è rappresentato principalmente dai Paesi dell'Asia, del Medio Oriente e del Sud America. Per quanto riguarda il settore del riscaldamento invece, si riscontra più equilibrio, con una maggiore rilevanza nei paesi europei. *“Nel 2020, il settore degli scaldabagni rappresentava il 44% delle vendite del Gruppo, mentre quello del riscaldamento il 47%. Entrambi, tra il 2018 e il 2021, sono saliti ad un tasso di crescita pari a 1.6%, mentre nei tre anni precedenti avevano registrato una crescita del 2.1%. Per quanto riguarda il prossimo triennio, BRG stima che entrambi i settori cresceranno ad un tasso pari a 3.6%, passando da un valore di mercato di 50.6 miliardi di euro a 56.2 miliardi di euro. Nel periodo 2024-2027 invece, si prevede una crescita del 5.1% che porterà la combinazione dei due settori a raggiungere quota 65.2 miliardi di euro”.*⁹² Andando ad analizzare la crescita relativa al prossimo triennio divisa per aree geografiche, l'Europa è quella che

⁹¹ Ariston Group, Annual Report 2021

⁹² Ariston Group, Prospetto di quotazione (2021), pp. 44-45

presenta il tasso più elevato, pari al 6.3%, mentre il Nord America è l'area con la più bassa crescita stimata, pari a 1.8%. Un contributo allo sviluppo dei due settori viene dato dai prodotti che utilizzano fonti rinnovabili ad alta efficienza: infatti, la crescita del 3.6% stimata da BRG per il prossimo triennio è fortemente influenzata dal 5.3% di crescita stimato per i prodotti ad energia rinnovabile, i quali stanno sempre più prendendo spazio all'interno della produzione del Gruppo.

Gli obiettivi che si prefissa il Gruppo sono obiettivi finanziari interni che riguardano la crescita delle vendite, il margine EBITDA, i prodotti rinnovabili ad alta efficienza e la voce "CAPEX and investments". Per quanto riguarda le vendite, ci si aspetta un aumento che oscilla tra il 4% e il 6%, fino al raggiungimento di un valore che oscilla tra gli 1.9 e i 2 miliardi di euro. Questo aumento può essere raggiunto grazie alla crescita organica, potenzialmente supportata dalla crescita inorganica tramite fusioni e acquisizioni. Inoltre, ci si aspetta di mantenere il margine EBITDA aggiustato sopra al 10%. Tornando alla categoria dei prodotti rinnovabili ad alta efficienza, nonostante stiano raggiungendo una parte di fatturato sempre più alta, il Gruppo si pone l'obiettivo di raggiungere una quota pari al 75% delle vendite. Infine, per quanto riguarda la voce "CAPEX and investments", l'obiettivo è quella di mantenere una percentuale pari a circa il 3% delle vendite.⁹³

⁹³ Ariston Group, Prospetto di quotazione (2021)

Tutti questi obiettivi si riferiscono al medio termine, il Gruppo non ha intenzione di definire nello specifico il periodo in anni, in quanto *“questi obiettivi non devono essere letti come una previsione, proiezione o risultati attesi. Sono solo obiettivi che derivano dal perseguimento della propria strategia. L’abilità di ottenere questi obiettivi si basa sul successo dell’esecuzione della strategia e dipende anche dall’accuratezza di un numero di assunzioni riguardanti fattori che sono sotto il controllo del gruppo”*⁹⁴.

3.2.2 Posizione competitiva

Per prima cosa, Ariston gode di una buona posizione strategica nei mercati in via di sviluppo. Infatti, *“il gruppo si prefigge di sfruttare al meglio la sua posizione competitiva nei mercati emergenti, data la sua previsione di crescita. BRG Building Solutions ha stimato una crescita annua mondiale del mercato del riscaldamento e dell’acqua calda, escludendo Giappone e Corea del Sud, pari al 1,6% tra il 2018 e la prima metà del 2021. Ha anche stimato una crescita media (CAGR) del 3,6% tra il 2021 e il 2024, con l’Europa che cresce significativamente sopra la media al 6,3%”*⁹⁵.

⁹⁴ Ariston Group, Prospetto di quotazione (2021), pp. 40

⁹⁵ Ariston Group, Prospetto di quotazione (2021), pp.33

Quando si parla di crescita, c'è una differenza sostanziale tra Paesi sviluppati e Paesi in via di sviluppo. Solitamente, la crescita nelle economie dei paesi sviluppati era principalmente collegata al bisogno di sostituzione degli impianti già installati, mentre le nuove installazioni ricoprivano una parte marginale. Viceversa, nelle economie in via di sviluppo, le nuove installazioni erano il motore di spinta per la crescita, questo grazie alla progressiva avanzata delle tecnologie riguardanti il riscaldamento domestico. Tuttavia, questa tendenza è cambiata negli ultimi anni: infatti, il passaggio alle fonti rinnovabili e ai prodotti ad alta efficienza tecnologica hanno cominciato a prendere sempre più importanza all'interno del settore, rendendoli il volano della crescita globale recente. *“Per quanto riguarda il mercato degli scaldabagni nelle economie sviluppate, il tasso di crescita è principalmente dato dai bisogni di sostituzione. Ciononostante, il trend corrente va verso una maggiore efficienza energetica e i prodotti rinnovabili stanno incrementando la quota di mercato del settore. In aggiunta, sia in Europa che negli Stati Uniti, c'è un interesse sempre maggiore riguardo all'apporto dei riscaldamenti d'acqua elettrici nella flessibilità della rete energetica”*⁹⁶. Il bisogno di sostenibilità rappresenta il maggior fattore di crescita anche per quanto riguarda il settore del riscaldamento. Nei recenti anni sono state effettuate delle scelte con l'obiettivo di sensibilizzare sia l'opinione pubblica che il panorama normativo. Questo passaggio

⁹⁶ Ariston Group, Prospetto di quotazione (2021), pp.34

alla cosiddetta “thermal sensitivity” è principalmente guidato dall’Europa con il Green New Deal, seguita poi da USA e Asia. Questo trend, sia regolamentare che popolare, rappresenta una grande opportunità per Il gruppo, il quale sta fornendo una gamma di prodotti e sistemi ampia e bilanciata, in grado di variare da prodotti ad alta efficienza a sostituzioni complete dei tradizionali prodotti con sistemi rinnovabili o alternative ibride.

Inoltre, *“il gruppo opera in 42 Paesi e l’80% delle vendite relative al 2020 proviene da 18 Stati”*⁹⁷. Il raggio d’azione è esteso e ricopre posizioni di forza in molti mercati. Nel settore degli scaldabagni, l’impronta distintiva di cui gode il marchio gli permette di avere un facile accesso al mercato, alla manifattura, alla R&S e alla catena di distribuzione. Il gruppo stima di essere tra i top tre del mercato in 44 Paesi, e almeno tra i top cinque in altri 24 Stati. Posizione competitiva che viene mantenuta anche nel mercato del riscaldamento domestico. Ariston riesce ad affermarsi grazie all’alto grado delle tecnologie utilizzate, alla costante attenzione sui trend come quello riguardante le energie rinnovabili e alla forte efficienza produttiva. Infatti, il gruppo, in base alle vendite nel 2020, sostiene di essere uno dei top cinque player del settore in 17 Paesi del mondo.

Grazie alle competenze tecnologiche e alle ampie infrastrutture, Ariston è in grado di offrire un ampio catalogo di prodotti specializzati per entrambi i settori del

⁹⁷ Ariston Group, Prospetto di quotazione (2021), pp.35

comfort termico. In aggiunta, il gruppo ritiene che la tendenza all'innovazione combinata alle capacità e alle infrastrutture possano permettere di raggiungere gli obiettivi di sostenibilità prefissati.

Il fatto di avere un'organizzazione e una governance rapide ha permesso al gruppo di stabilire una presenza locale e rispettare i target di crescita, riuscendo a bilanciare le proprie operazioni in modo da creare una società globale con radici locali. Una chiave fondamentale del suo successo è data dall'organizzazione bilanciata, la quale è contemporaneamente centralizzata e localizzata, così come la sua robusta struttura di governance. Il sistema e i controlli del gruppo sono progettati per essere bilanciati globalmente ed essere contemporaneamente applicati in modo efficiente a livello locale. Per quanto riguarda l'espansione globale, il gruppo ha deciso di mantenere certe attività locali personalizzate alle esigenze del mercato, armonizzandole ed integrandole in modo da creare delle sinergie e delle potenzialità di crescita. È stato anche creato un forte piano di pratiche di controllo volte a mantenere l'integrità e l'efficienza dei sistemi organizzativi, come ad esempio l'Enterprise Resource Planning (ERP), implementato nel 2001. Il 91% delle vendite del gruppo relative al 2020 sono state generate da compagnie operanti sotto la stessa piattaforma di ERP. L'obiettivo del gruppo è quello di far sì che entro il 2023 tutte le compagnie operino sotto lo stesso ERP. È presente un altro piano di controllo, chiamato Customer Relationship Management (CRM), il quale si occupa della prima fase del

dislocamento. A fine 2021, 14 Paesi chiave opereranno sotto la stessa piattaforma di CRM, in modo da armonizzare e automatizzare le pratiche e i processi di vendita. Nei prossimi anni, ci si aspetta una crescita forte e stabile, grazie al consolidamento tramite il posizionamento nei principali mercati e l'acquisizione delle nuove tecnologie. Nel 2001, le vendite sono raddoppiate grazie alle acquisizioni di alcuni brands che fanno tuttora parte del gruppo. Dopodiché l'espansione è continuata grazie a sei maggiori acquisizioni (Canada, USA, Messico, Olanda, Danimarca e Sud Africa) accompagnate da altre acquisizioni più piccole che hanno contribuito a consolidare la crescita delle vendite del gruppo. Questo ha permesso al gruppo di costruire una struttura di acquisizione dinamica basata sulla ricerca, sulla valutazione e sulla selezione dei possibili target in base a tre obiettivi: espansione geografica, consolidamento nel mercato e leadership tecnologica. In aggiunta, ove richiesto, il gruppo è in grado di stabilire un approccio a lungo termine per ottenere acquisizioni, in modo da creare relazioni che possano sviluppare i target nei successivi anni per assicurare un'adeguata strategia.

Infine, in linea con la propria mission, il gruppo ha costruito nei suoi 90 anni di storia una crescita basata sui suoi valori fondamentali: forte governance, organizzazione solida costruita su integrità, attenzione al cliente e sostenibilità e un irremovibile spirito imprenditoriale. Il gruppo ha investito fortemente nella R&S, nell'efficacia dell'intera filiera e nel proprio marchio di fabbrica. Ha mirato a innovarsi e creare un segno distintivo il 79% delle vendite del gruppo relative al

2020 nel settore del comfort termico sono state generate da prodotti che sono stati lanciati nel mercato nei cinque anni precedenti.⁹⁸

3.2.3 *Market drivers*

Il principale driver nelle economie consolidate è rappresentato dal bisogno di sostituzione degli impianti già installati. Esso rappresenta un driver fondamentale per la domanda di mercato, dato che in questi Paesi la crescita demografica è relativamente stabile e le nuove costruzioni di immobili sono basse.

Il secondo driver di domanda di mercato sono le prime installazioni. In questo caso, le protagoniste sono le economie in via di sviluppo, in quanto rappresentano un considerevole potenziale per costruire dei nuovi impianti.

Il settore del comfort termico gioca un ruolo fondamentale nella transizione verso la sostenibilità. Per esempio: *“in Europa il 36% delle emissioni di gas serra sono generate dagli edifici. Negli edifici per uso abitativo, l’80% del consumo di energia è generato dal riscaldamento, sia dell’acqua che domestico. Grazie alla crescita di consapevolezza di aver bisogno di un cambiamento sostenibile, ai piani governativi di riduzione delle emissioni di gas serra sia internazionali, come l’accordo di Parigi che transnazionali come il Green New Deal europeo, l’industria del comfort termico sta osservando una sempre più penetrante accelerata verso le tecnologie*

⁹⁸ Ariston Group, Prospetto di quotazione (2021)

*rinnovabili ad alta efficienza. [...] Questa accelerazione è il risultato di un incremento del valore di mercato e ad un prezzo sempre più alto per le soluzioni rinnovabili*⁹⁹.

Un ulteriore driver è dato dalle regolamentazioni presenti nei Paesi in cui il gruppo opera, a favore di soluzioni sostenibili con l'obiettivo di mitigare le emissioni carboniche da parte degli edifici. Questo trend regolamentare è molto più forte nei paesi occidentali, l'Europa è al momento la più attiva, grazie anche al Green Deal, con una serie di politiche promosse dalla Commissione Europea volte a ridurre a zero le emissioni di CO2 entro il 2050. Ogni Stato membro ha creato il proprio schema per incoraggiare l'uso delle tecnologie rinnovabili, includendo anche incentivi fiscali come il superbonus in Italia.

Infine, la digitalizzazione sta aiutando a modellare i mercati grazie al sempre più impattante rapporto con i consumatori finali e i clienti, ai nuovi servizi da remoto e ai nuovi siti online.¹⁰⁰

⁹⁹ Ariston Group, Prospetto di quotazione (2021), pp. 46

¹⁰⁰ Ariston Group, Prospetto di quotazione (2021)

3.3 Rischi di investimento

3.3.1 Market risk

Il rischio di mercato è il *“rischio relativo agli effetti imprevisi sul valore di mercato di attività e passività prodotti da variazioni dei tassi di interesse, dei tassi di cambio e da altri prezzi delle attività”*¹⁰¹.

Per quanto riguarda il tasso di cambio, il Gruppo opera in un contesto internazionale che espone Ariston al rischio che le variazioni dei tassi di cambio possano influenzare i propri risultati finanziari. Infatti, queste variazioni possono avere impatti su varie voci di bilancio. In primo luogo, per quanto riguarda gli oneri e proventi aventi un'altra valuta, la diversa valutazione derivante dalla variazione rispetto a quando sono state concordate le condizioni di prezzo avrà impatti sul risultato operativo. Inoltre, anche la conversione di crediti e debiti denominati in una valuta diversa contribuirà ad impattare sul risultato operativo. In secondo luogo, in caso di bilancio consolidato, sia le attività che le passività detenute dalla società che redige il bilancio e denominate in una valuta diversa, possono impattare sui risultati del bilancio del gruppo. Il tasso di cambio euro-dollaro è indubbiamente l'esposizione più significativa del gruppo, seguita poi dal cambio con altre valute con importi inferiori come il rublo e il franco svizzero. La misura di mitigazione del rischio per quanto riguarda le variazioni dei proventi e degli oneri denominati

¹⁰¹ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/rischio-di-mercato.html>

in un'altra valuta riguarda principalmente gli strumenti a tasso medio forward. Questi strumenti consistono in *“accordi di copertura contro la volatilità che caratterizza i mercati delle valute, utilizzando come riferimento i tassi di cambio medi mensili, i quali consentono al Gruppo di raggiungere gli obiettivi fissati nella propria politica di gestione del rischio”*¹⁰². Inoltre, sono stati stipulati dei contratti derivati al fine di garantire una maggior copertura sulla quota di esposizione netta in valute diverse dall'euro. Per quanto riguarda invece il rischio di conversione dei crediti e dei debiti, anche qui sono utilizzati dei derivati in modo da proteggere il Gruppo da eventuali svalutazioni o rivalutazioni al momento della scadenza. Per determinare il possibile impatto del rischio di cambio sui propri risultati di bilancio, il Gruppo ha effettuato un'analisi di sensitività, la quale ha ipotizzato una variazione generale dei tassi del 2%. I risultati hanno mostrato come, mantenendo fisse tutte le altre variabili, il risultato ante oneri fiscali varia di 2.5 milioni. La variazione può essere positiva o negativa, a seconda che si tratti rispettivamente di una rivalutazione o di una svalutazione del tasso di cambio.

Il rischio di fluttuazione delle materie prime rappresenta la seconda componente dei rischi di mercato. Infatti, nel caso di Ariston, *“profitti e perdite risentono dell'andamento dei prezzi delle materie prime, in particolare, i metalli non ferrosi come rame, nichel e alluminio, così come i metalli preziosi come l'argento.*

¹⁰² Ariston Group, Annual report 2021, pp. 182

*Entrambi rappresentano una delle componenti primarie della maggior parte dei prodotti commercializzati dal Gruppo*¹⁰³. Per potersi coprire dal rischio di oscillazione dei prezzi di queste materie prime, il Gruppo, in particolare la controllante Ariston, ha previsto delle misure di copertura già adottate negli anni precedenti. Queste procedure, volte a ridurre la volatilità dei prezzi negli acquisti e perseguire gli obiettivi definiti dalla propria politica di gestione del rischio, sono caratterizzate da strumenti finanziari a medio termine. Un esempio di questi strumenti è dato dai derivati a copertura di una determinata quota di acquisti di materie prime, i quali vengono esposti nello Stato Patrimoniale al loro fair value.

L'ultima componente dei rischi di mercato riguarda il rischio di tasso di interesse, il quale *“si riferisce al possibile impatto sul conto economico derivante dalla fluttuazione dei tassi di interesse applicati ai finanziamenti del Gruppo*¹⁰⁴. In particolare, questo rischio riguarda tutta la componente debitoria a tasso variabile, in quanto un aumento del tasso di interesse comporterebbe un aumento dei costi di finanziamento e di conseguenza un impatto negativo sul bilancio del Gruppo. Per questo motivo, la politica di ATG punta a trovare un equilibrio tra finanziamenti a tasso fisso e finanziamenti a tasso variabile, tenendo sempre in considerazione le scadenze. Alla fine del 2021, il Gruppo ha in essere posizioni in derivati pari a 311,8

¹⁰³ Ariston Group, Annual Report 2021, pp. 183

¹⁰⁴ Ariston Group, Annual Report 2021, pp. 184

milioni di euro, con una percentuale di finanziamenti coperti del 77%. Anche qua è stata svolta un'analisi di sensitività volta a misurare il possibile impatto di una variazione dei tassi di interesse sugli oneri finanziari derivanti dai finanziamenti a tasso variabile nei successivi 12 mesi. Ipotizzando una variazione di +/- 50 punti base, i risultati hanno evidenziato un impatto positivo di 0,479 milioni di euro e un impatto negativo di 0,496 milioni di euro. A fine 2021, non sono stati rilevati impatti concreti sull'utile e sul patrimonio netto del Gruppo.¹⁰⁵

3.3.2 *Credit risk*

Il rischio di credito è il “*rischio che il debitore non sia in grado di adempiere ai suoi obblighi di pagamento di interessi e di rimborso del capitale*”¹⁰⁶. Come in tutte le aziende, anche la politica del Gruppo Ariston prevede la gestione del rischio di credito tramite una valutazione preliminare del merito creditizio. Inoltre, vengono previsti anche dei limiti alle concessioni di credito e strumenti di mitigazione del rischio. Quest'ultimi, possono consistere, ad esempio, in garanzie bancarie o trasferimento parziale del rischio di insolvenza ad una controparte. Alla fine del 2021, la quota dei crediti coperta da queste garanzie bancarie è pari al 67% dell'esposizione totale dell'azienda. Inoltre, questa politica aziendale volta al

¹⁰⁵Ariston Group, Annual Report 2021

¹⁰⁶ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/rischio-di-credito.html>

controllo dei crediti di ciascuna società definisce la stima delle perdite attese. Per prima cosa, i crediti commerciali vengono divisi in base a delle tipologie come la durata o il rating del paese in cui il cliente ha sede. Successivamente, la perdita attesa viene stimata in base alla probabilità di insolvenza nell'arco dei successivi 12 mesi. Nel report 2021 Ariston *“ applica una definizione di soglia di default per i crediti ordinari esigibili scaduti da 120 giorni e una perdita attesa del 100% per quanto riguarda i crediti legalmente considerati in default, in quanto questa è considerata un'efficace indicazione della soglia oltre la quale il credito è considerato irrecuperabile. Il calcolo della probabilità di inadempimento è quindi basato sul numero effettivo di giorni di ritardo del pagamento ”*¹⁰⁷.

Dai risultati contenuti nel report annuale si rileva un'esposizione al rischio, al netto delle garanzie, pari a 82.1 milioni di euro. Non sono stati rilevati rischi di concentrazione dei clienti. Le garanzie maggiormente utilizzate sono le polizze assicurative mentre le lettere di credito e le garanzie bancarie rivestono un ruolo marginale.

I crediti scaduti vengo riclassificati in base alla loro scadenza, a partire dai più recenti (scadenza entro trenta giorni) fino ai più vecchi (scadenza oltre i 120 giorni). La percentuale di crediti scaduti è del 13% e rimane stabile rispetto all'anno precedente. Il piano di ammortamento dei crediti scaduti viene determinato in base

¹⁰⁷ Ariston Group, Annual Report 2021, pp. 179-180

alla loro scadenza e al rating del paese da cui proviene il credito. Anche gli importi non scaduti sono sottoposti ad una svalutazione in base alla propria classe di rischio. Il gruppo dichiara che alla fine del 2021, il fondo svalutazione crediti ammonta a 1,3 milioni di euro.

La svalutazione applicata sugli importi può essere sia specifica che generica. Nel primo caso, i crediti scaduti da più di un anno e quelli affidati a società terze per il loro recupero sono soggetti ad una valutazione specifica. Nel secondo caso, per i crediti la cui scadenza non supera i 12 mesi, viene applicato il modello IFRS 9 semplificato. Dove, grazie a delle valutazioni che seguono analisi storiche, tipo di cliente, rischio associato al Paese e mercato, viene applicata una percentuale generica per ogni classe di credito.¹⁰⁸

3.3.3 *Liquidity risk*

Il rischio di liquidità è il *“rischio che un titolo non possa essere venduto a un prezzo equo con bassi costi di transazione e in breve tempo”*¹⁰⁹.

La liquidità complessiva disponibile del Gruppo a fine 2021, definita come *“somma delle disponibilità liquide e mezzi equivalenti e della quota non utilizzata delle sole*

¹⁰⁸ Ariston Group, Annual Report 2021

¹⁰⁹ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/rischio-di-liquidita-.html>

linee di credito committed”¹¹⁰, ammonta a circa 1.220 milioni di euro. La principale fonte di liquidità dell’azienda è rappresentata dalle operazioni di finanziamento bancario. Per evitare di non essere in grado di reperire tempestivamente delle risorse necessarie all’adempimento dei propri creditori, il Gruppo valuta periodicamente il proprio fabbisogno finanziario. Per questo motivo, è importante mantenere un’adeguata armonia in termini di scadenze e disponibilità. Entrando maggiormente nel dettaglio, alla fine del 2021 le passività finanziarie che scadono entro un anno rappresentano il 53,28% del totale, con una quota pari a 550 milioni di euro. Un altro dato particolare riguarda le passività che scadono oltre i cinque anni: infatti, a differenza del 2020, dove la loro quota era di soli 10 milioni di euro, nel 2021 hanno raggiunto un valore pari a 207,8 milioni. ¹¹¹

¹¹⁰ Ariston Group, Annual Report 2021, pp. 181

¹¹¹ Ariston Group, Annual Report 2021

CAPITOLO 4: ANALISI QUANTITATIVA

4.1 Analisi della performance

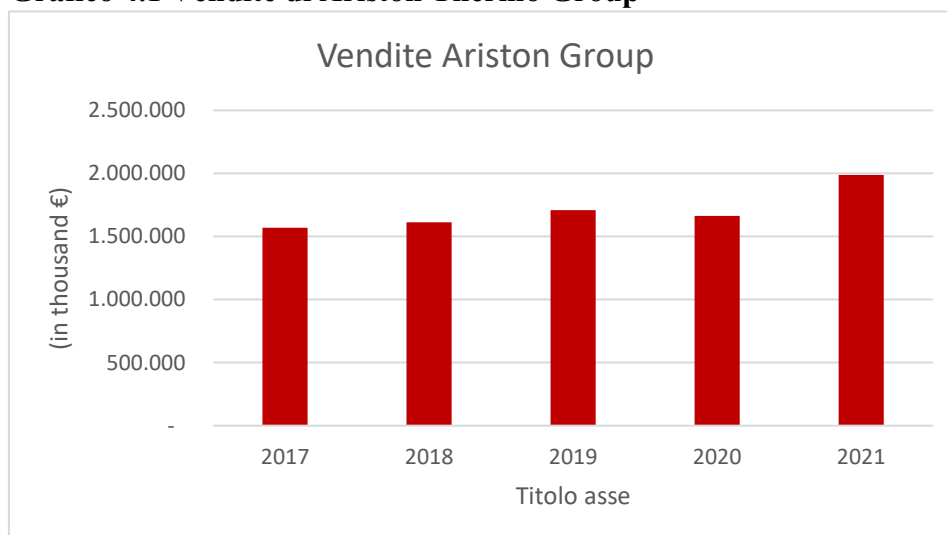
In questa prima parte del capitolo verranno analizzate le performance passate del Gruppo Ariston, più precisamente, vengono presi i report finanziari relativi al periodo 2017-2021. Da questi documenti vengono osservate le principali voci contenute all'interno dei bilanci riclassificati per cercare di capire come si è arrivati agli attuali dati di bilancio. Dopo aver ben chiaro il percorso recente dell'azienda, verranno stimate delle previsioni future sulla base dell'analisi qualitativa effettuata nel Capitolo 3. Successivamente verranno effettuate delle analisi sui principali indicatori di bilancio ed infine si arriverà alla vera e propria fase di valutazione finanziaria con il DCF model.

4.1.1 Performance passate

Stando ai report finanziari pubblicati dal Gruppo Ariston, nel quinquennio 2017-2021 le vendite del Gruppo sono passate da quasi 1.6 miliardi di euro a poco più di 2 miliardi di euro, registrando un aumento del 26%. Andando ad analizzare nel dettaglio i dati ogni singolo anno, si riscontra una costante crescita nel tempo con una leggera flessione nell'anno 2020 dovuta alla crisi pandemica. La maggior parte di questo upgrade è dovuto principalmente all'ultimo anno. Infatti, il report del 2021 cita: *“il settore del comfort termico, il quale comprende sia la categoria degli scaldabagni che quella del riscaldamento, rappresenta la divisione più grande del*

Gruppo, registrando un fatturato di 1.8 miliardi di euro, pari al 90,9% dei ricavi totali. Rispetto al 2020, dove si erano registrati ricavi pari a 1.5 miliardi di euro, si è registrata una crescita del 19,6%”¹¹². Come facilmente intuibile, il settore del comfort termico è stato il motore trainante della crescita di Ariston Thermo Group per il 2021, questo plusvalore è stato realizzato grazie alla costante crescita, soprattutto all’interno dei mercati europei.

Grafico 4.1 Vendite di Ariston Thermo Group



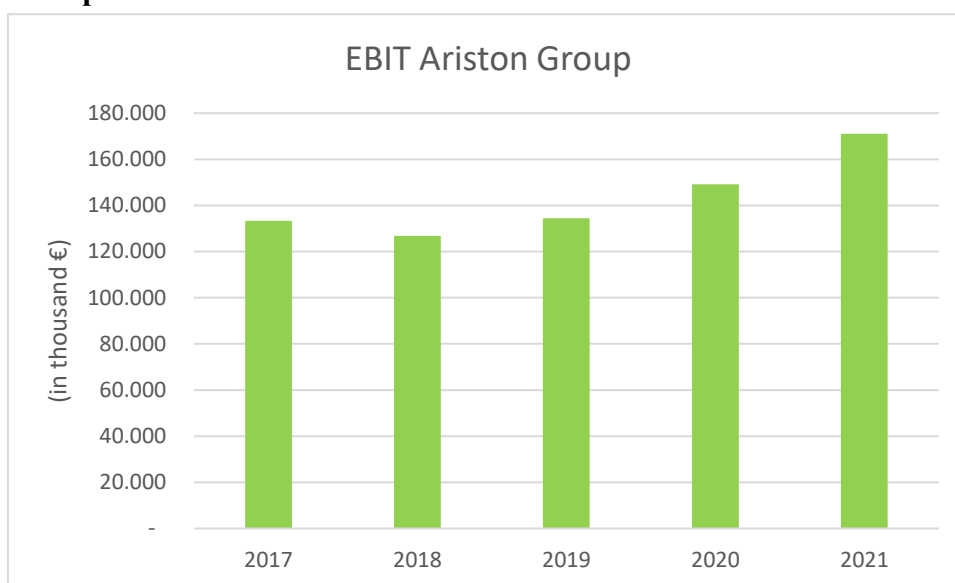
Fonte: nostre elaborazioni sui dati aziendali

Per quanto riguarda le altre voci presenti nel Conto Economico riclassificato, ai fini della valutazione finanziaria è opportuno analizzare l’andamento dell’EBIT. L’EBIT non è altro che l’acronimo di “Earnings Before Interests and Taxes” ed è “una misura di risultato operativo prima della deduzione degli oneri finanziari e

¹¹² Ariston Group, Annual report (2021), pp. 20

delle imposte”¹¹³. Negli ultimi cinque anni, il risultato operativo è passato da 133,4 milioni di euro a 171 milioni di euro, registrando una crescita del 28%. Questa voce sarà fondamentale per sviluppare il DCF model.

Grafico 4.2 Earnings Before Interests and Taxes di Ariston Thermo Group



Fonte: nostre elaborazioni sui dati aziendali

Infine, l’ultima voce che si andrà ad analizzare è quella del risultato netto d’esercizio, ovvero “la differenza tra ricavi e costi di una azienda”¹¹⁴. Costituisce l’ultima voce del Conto Economico e si parla di utile quando i ricavi sono maggiori dei costi, viceversa si parlerà di perdita d’esercizio. Nel caso specifico di Ariston,

¹¹³ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/earnings-before-interest-and-taxes.html>

¹¹⁴ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/risultato-esercizio-rettificato-normalizzato172.htm>

si è passati dagli 82,6 milioni di euro del 2017 ai 136 milioni di euro del 2021, registrando una crescita pari al 65%.

Grafico 4.3 Risultato netto d'esercizio di Ariston Thermo Group



Fonte: nostre elaborazioni sui dati aziendali

Passando invece alle voci dello Stato Patrimoniale, è utile analizzare la composizione degli asset aziendali. Per prima cosa, si nota come il Gruppo sia riuscito, soprattutto nell'ultimo anno, a mantenere una buona percentuale di asset correnti rispetto al totale. Ciò permette ad Ariston di mantenere una buona parte di attività che presentano una breve scadenza per far fronte al rischio di liquidità. Infatti, la percentuale di asset correnti si è sempre mantenuta sopra il 50%, ma nel 2021 è arrivata a toccare il 61% del totale. Ne consegue che la percentuale degli asset non correnti è scesa per la prima volta negli ultimi cinque anni sotto il 40%.

Grafico 4.4 Composizione degli asset di Ariston Thermo Group



Fonte: nostre elaborazioni sui dati aziendali

Inoltre, è importante controllare la composizione delle passività distinguendole, come già fatto con gli asset, in passività correnti e passività non correnti. Come nel caso delle attività, anche le passività correnti sono maggiori di quelle non correnti. Nel periodo 2017-2019 si è vista una perfetta parità tra le due categorie, mentre nell'ultimo biennio c'è stata una maggiore tendenza verso le passività a breve termine, con una percentuale sul totale pari al 57%.

Grafico 4.5 Composizione delle passività di Ariston Thermo Group



Fonte: nostre elaborazioni sui dati aziendali

4.2 Previsioni future

Coerentemente con quanto ipotizzato dal Gruppo stesso, ci si aspetta che le vendite relative al periodo di previsione 2022-2026 crescano ad un tasso pari al 5% nel primo triennio e ad un tasso pari al 4% nell'ultimo biennio. Si passa quindi dal valore di 2.021.400.000€ registrato nel 2021 al valore stimato per l'anno 2026 di 2.523.573.000€, registrando una crescita totale del 24,84% per quanto riguarda il periodo di previsione dei futuri cinque anni.

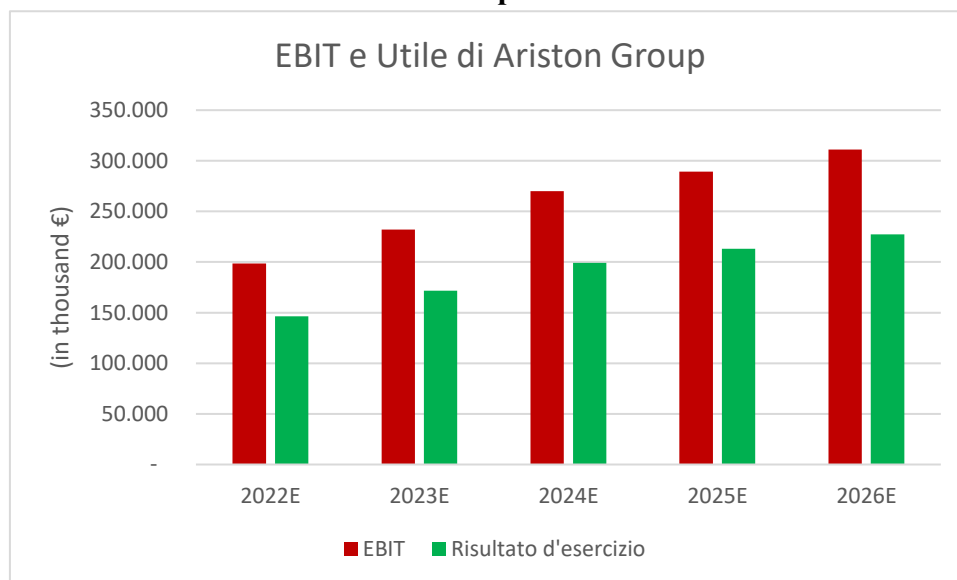
Grafico 4.6 Previsione delle vendite di Ariston Thermo Group



Fonte: nostre elaborazioni sui dati aziendali

Grazie alla forte efficienza delle catene di produzione e distribuzione, si stima un aumento contenuto dei costi operativi, pari a circa del 3% ogni anno. Per questo motivo, è previsto un miglioramento dei margini operativi che andranno ad influenzare anche l'utile d'esercizio. Infatti, ci si aspetta che il risultato netto cresca del 66,8%, passando dai 136 milioni di euro registrati nel 2021 ai 227 milioni di euro previsti nel 2026.

Grafico 4.7 Previsione del margine operativo e del risultato d'esercizio di Ariston Thermo Group



Fonte: nostre elaborazioni sui dati aziendali

Per quanto riguarda le voci di Stato Patrimoniale, si prevede una continuazione del trend di riduzione delle voci a lungo termine in favore delle poste correnti.

Di seguito vengono elencate le riclassificazioni del Conto Economico e dello Stato Patrimoniale di Ariston Thermo Group.

Tabella 4.8 Previsioni relative al Conto Economico di Ariston Thermo Group

INCOME STATEMENT										
(in thousand €)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
REVENUE										
Revenue	1.569.739	1.612.134	1.710.153	1.663.971	1.987.300	2.086.665	2.190.998	2.300.548	2.392.570	2.488.273
% change		3%	6%	-3%	19%	5%	5%	5%	4%	4%
Other revenues and income	29.600	36.162	21.893	27.876	34.100	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000
Total revenue	1.599.339	1.648.296	1.732.046	1.691.847	2.021.400	2.121.665	2.225.998	2.335.548	2.427.570	2.523.273
% Growth		3.06%	5.08%	-2.32%	19.48%	4.96%	4.92%	4.92%	3.94%	3.94%
OPERATING EXPENSES										
Change in inventories	- 41.093	- 24.800	- 9.273	- 4.077	- 107.500	- 96.750	- 87.075	- 78.368	- 70.531	- 63.478
Raw materials, consumables and goods for resale	701.436	724.970	757.790	704.746	988.000	1.017.640	1.048.169	1.079.614	1.112.003	1.145.363
Services	341.109	332.287	339.655	325.167	433.100	446.093	459.476	473.260	487.458	502.082
Personnel	370.638	371.407	388.297	387.134	412.300	424.669	437.409	450.531	464.047	477.969
Provisions and write-downs	22.247	23.281	15.567	19.279	21.400	21.828	22.265	22.710	23.164	23.627
Other operating expenses	27.503	26.553	31.173	32.838	27.300	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000
Total operating expenses	1.421.840	1.453.698	1.523.209	1.465.087	1.774.600	1.843.480	1.910.244	1.977.748	2.046.141	2.115.563
% Growth		2.24%	4.78%	-3.82%	21.13%	3.88%	3.62%	3.53%	3.46%	3.39%
% On sales	88.90%	88.19%	87.94%	86.60%	87.79%	86.89%	85.82%	84.68%	84.29%	83.84%
EBITDA	177.499	194.598	208.837	226.760	246.800	278.185	315.755	357.800	381.429	407.710
Amortisation	44.099	67.835	74.376	77.677	75.800	79.590	83.570	87.748	92.135	96.742
OPERATING PROFIT (EBIT)	133.400	126.763	134.461	149.083	171.000	198.595	232.185	270.052	289.294	310.968
% on sales	8.34%	7.69%	7.76%	8.81%	8.46%	9.36%	10.43%	11.56%	11.92%	12.32%
FINANCIAL INCOME AND EXPENSE										
Financial income	2.554	2.672	3.701	2.214	4.500	4.545	4.590	4.636	4.683	4.730
Financial expense	- 18.336	- 18.201	- 17.246	- 14.599	- 12.400	- 12.276	- 12.153	- 12.032	- 11.911	- 11.792
Exchange rate gains/losses	- 8.756	- 5.200	- 156	- 3.452	4.100	3.690	3.321	1.661	830	2.489
Total financial income and expense	- 24.538	- 20.729	- 13.701	- 15.837	- 3.800	- 4.041	- 4.242	- 5.735	- 6.398	- 9.552
PROFIT (LOSS) ON INVESTMENTS										
Valuation according to the equity method	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other profit (loss) on investments	139	4.540	5.040	- 1.332	- 1.900	- 1.995	- 2.095	- 2.199	- 2.309	- 2.425
Total profit (loss) on investments	139	4.540	5.040	- 1.332	- 1.900	- 1.995	- 2.095	- 2.199	- 2.309	- 2.425
PROFIT BEFORE TAXES	109.001	110.574	125.800	131.914	165.300	192.559	225.849	262.118	280.586	298.991
TAXES	26.412	29.002	36.782	35.227	29.100	46.214	54.204	62.908	67.341	71.758
PROFIT (LOSS) FROM CONTINUING OPERATIONS	82.589	81.572	89.018	96.687	136.200	146.345	171.645	199.210	213.245	227.233
PROFIT (LOSS) FROM DISCONTINUED OPERATIONS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
NET PROFIT/LOSS FOR THE PERIOD	82.589	81.572	89.018	96.687	136.200	146.345	171.645	199.210	213.245	227.233
Net profit/loss for the period attributable to non controlling interests	-	-	-	-	200	-	-	-	-	-
Net profit/loss for the period attributable to equity holders of the Parent	82.589	81.572	89.018	96.687	136.400	146.345	171.645	199.210	213.245	227.233

Tabella 4.9 Previsioni relative agli asset patrimoniali di Ariston Thermo Group

ASSETS	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
NON CURRENT ASSETS										
Goodwill	248.567	252.587	299.932	285.737	294.800	297.748	299.237	296.244	297.726	294.748
Other intangible assets	79.944	84.533	111.422	105.698	113.000	115.260	117.565	119.917	122.315	124.761
Total intangible assets	328.511	337.120	411.354	391.435	407.800	413.008	416.802	416.161	420.040	419.509
Land and buildings	109.714	151.783	161.586	147.135	161.900	166.757	171.760	176.913	182.220	187.686
Plant and machinery	88.232	92.202	110.295	106.756	104.500	108.680	113.027	117.548	122.250	127.140
Other PPE	65.440	94.152	97.542	87.443	106.000	107.060	108.131	109.212	110.304	111.407
Total PPE	263.386	338.137	369.423	341.334	372.400	382.497	392.918	403.673	414.774	426.234
Property investment	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Investments in associates	-	-	-	-	2.300	1.600	1.600	1.600	1.600	1.600
Deferred tax assets	43.362	60.965	50.107	58.304	102.400	72.673	69.766	66.975	68.315	68.998
Financial assets	1.292	2.296	3.371	3.878	5.200	5.226	5.252	5.278	5.305	5.331
Non current financial assets	-	3.538	3.516	5.127	-	-	-	-	-	-
Other non current assets	5.156	5.519	6.208	7.795	6.400	6.464	6.529	6.594	6.660	6.726
Non-current tax receivables	-	-	-	1.100	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200
Total non current assets	641.707	747.575	843.979	808.973	897.700	882.668	894.066	901.481	917.894	929.599
% on total	43%	47%	49%	45%	39%	37%	36%	35%	35%	34%
CURRENT ASSETS										
Inventories	248.492	268.553	275.943	265.490	382.000	420.200	449.614	472.095	486.258	495.983
Trade receivables	213.025	205.613	237.618	227.766	248.300	260.715	273.751	287.438	301.810	316.901
Tax receivables	7.457	10.550	16.007	12.121	29.800	30.694	31.615	32.563	33.540	34.546
Current financial assets	11.146	4.616	16.022	10.000	10.800	11.528	11.310	14.727	13.999	12.900
Other current assets	44.175	35.190	32.212	37.087	56.400	56.682	56.965	56.249	56.530	56.813
Cash and cash equivalents	316.228	309.164	313.346	452.458	689.700	724.185	760.394	798.414	838.335	880.251
Total current assets	840.523	833.686	891.148	1.004.922	1.417.000	1.504.004	1.583.649	1.661.486	1.730.472	1.797.394
% on total	57%	53%	51%	55%	61%	63%	64%	65%	65%	66%
ASSETS HELD FOR SALE	304	262	378	304	2.300	300	300	300	300	300
TOTAL ASSETS	1.482.534	1.581.523	1.735.505	1.814.199	2.317.000	2.386.972	2.478.016	2.563.268	2.648.666	2.727.293

Fonte: nostre elaborazioni sui dati aziendali

Tabella 4.10 Previsioni relative alle passività patrimoniali di Ariston Thermo Group

LIABILITIES AND EQUITY	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EQUITY										
Share capital	41.845	41.845	41.845	41.845	46.000	46.000	46.000	46.000	46.000	46.000
Share premium reserve	24.008	24.008	24.008	24.008	293.700	293.700	293.700	293.700	293.700	293.700
Retained earnings and other reserves	278.708	316.492	367.613	283.976	402.000	422.100	443.205	465.365	488.634	513.065
equity holders of the Parent	82.589	81.575	89.017	96.687	136.500	146.345	171.645	199.210	213.245	227.233
Total equity attributable to equity holders of the Parent	427.150	463.920	522.483	446.516	878.200	908.145	954.550	1.004.275	1.041.579	1.079.999
Non-controlling interests and reserves	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Profit/loss for the period attributable to non-controlling interests	-	-	-	-	200	-	-	-	-	-
Total equity attributable to non-controlling interests	-	-	-	-	200	-	-	-	-	-
Total equity	427.150	463.920	522.483	446.516	878.000	908.145	954.550	1.004.275	1.041.579	1.079.999
NON CURRENT LIABILITIES										
Deferred tax liabilities	32.502	49.139	32.416	32.150	50.800	51.816	52.852	53.909	54.988	56.087
Non-current provisions for risks and charges	41.408	39.076	46.432	51.827	56.900	57.469	58.044	58.624	59.210	59.802
Provisions for employee benefits	55.063	53.870	57.601	58.263	51.800	52.318	52.841	53.370	53.903	54.442
Non-current financial liabilities	-	-	-	-	7.800	7.613	10.897	3.678	7.586	2.110
Non-current loans	315.376	357.429	434.396	389.874	446.400	453.096	459.892	466.791	473.793	480.900
Other non-current liabilities	81.261	63.118	41.626	40.278	4.900	4.998	5.098	5.200	5.304	5.410
Total non-current liabilities	525.610	562.632	612.471	572.392	618.600	627.310	639.624	641.572	654.784	658.752
<i>% on total</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>42%</i>	<i>43%</i>	<i>42%</i>	<i>42%</i>	<i>41%</i>	<i>41%</i>	<i>40%</i>
CURRENT LIABILITIES										
Trade payables	326.822	297.255	331.128	364.061	477.200	496.288	516.140	536.785	558.257	580.587
Tax payables	12.584	18.166	18.741	21.640	45.100	46.002	46.922	47.860	48.818	49.794
Current provisions for risks and charges	28.624	29.216	29.487	31.276	33.500	34.505	35.540	36.606	37.705	38.836
Current financial liabilities	15.678	32.143	42.742	33.337	46.100	47.944	49.862	51.856	53.930	56.088
Current loans	5.883	25.480	22.305	188.009	23.100	23.562	24.033	24.514	25.004	25.504
Other current liabilities	140.183	152.711	156.148	156.968	195.400	203.216	211.345	219.798	228.590	237.734
Total current liabilities	529.774	554.971	600.551	795.291	820.400	851.517	883.841	917.420	952.304	988.542
<i>% on total</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>58%</i>	<i>57%</i>	<i>58%</i>	<i>58%</i>	<i>59%</i>	<i>59%</i>	<i>60%</i>
Total liabilities	1.055.384	1.117.603	1.213.022	1.367.683	1.439.000	1.478.827	1.523.466	1.558.993	1.607.087	1.647.295
LIABILITIES HELD FOR SALE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL LIABILITIES AND EQUITY	1.482.534	1.581.523	1.735.505	1.814.199	2.317.000	2.386.972	2.478.016	2.563.268	2.648.666	2.727.293

Fonte: nostre elaborazioni sui dati aziendali

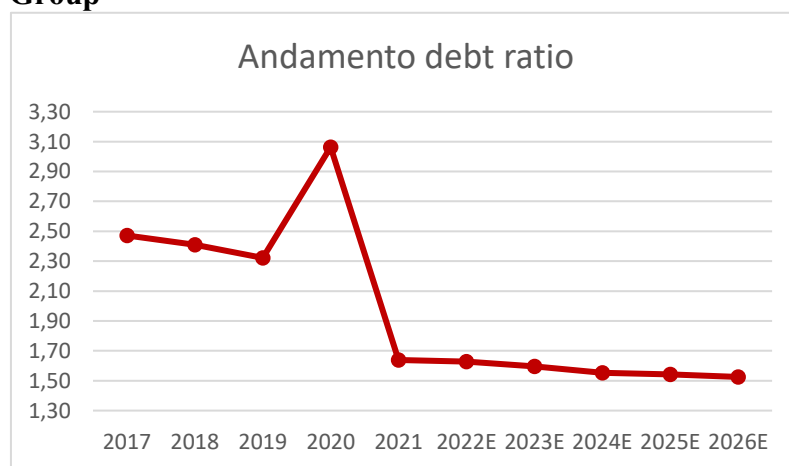
4.2 Analisi degli indicatori

4.2.1 Indicatori patrimoniali

Gli indicatori patrimoniali sono in grado di analizzare l'intera struttura dello Stato Patrimoniale di un'azienda. Possono riguardare sia voci appartenenti agli asset, sia voci appartenenti alle passività. Esistono vari tipi di indici che rientrano in questa categoria, in questo caso studio ne vengono esaminati due: il debt ratio e la Posizione Finanziaria Netta (PFN).

Per quanto riguarda la situazione di indebitamento, prendendo come misurazione il debt ratio, ovvero il “rapporto tra il totale delle passività e i mezzi propri”¹¹⁵, si scopre come il Gruppo nell’ultimo anno sia riuscito a ridurre il rapporto del 46%, passando da 3,06 a 1,64. Si tratta di un notevole passo in avanti per l’azienda in quanto più si mantiene basso, maggiore è la capacità di far fronte agli adempimenti tramite i propri mezzi, dati dal Patrimonio Netto. Nel periodo di previsione relativo ai prossimi 5 anni, ci si aspetta che il Gruppo riesca a mantenere il livello raggiunto nel 2021, continuando questo percorso di riduzione supportato dalla neo-quotazione all’interno del Gruppo Euronext. infatti, come è possibile notare dal grafico 4.11, dopo la forte discesa nel corso dell’ultimo anno, si prevede che il debt ratio continui a diminuire lentamente fino a toccare quasi gli 1,50.

Grafico 4.11 Andamento del debt ratio di Ariston Thermo Group



Fonte: nostre elaborazioni sui dati aziendali

¹¹⁵ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/rapporto-di-indebitamento.html>

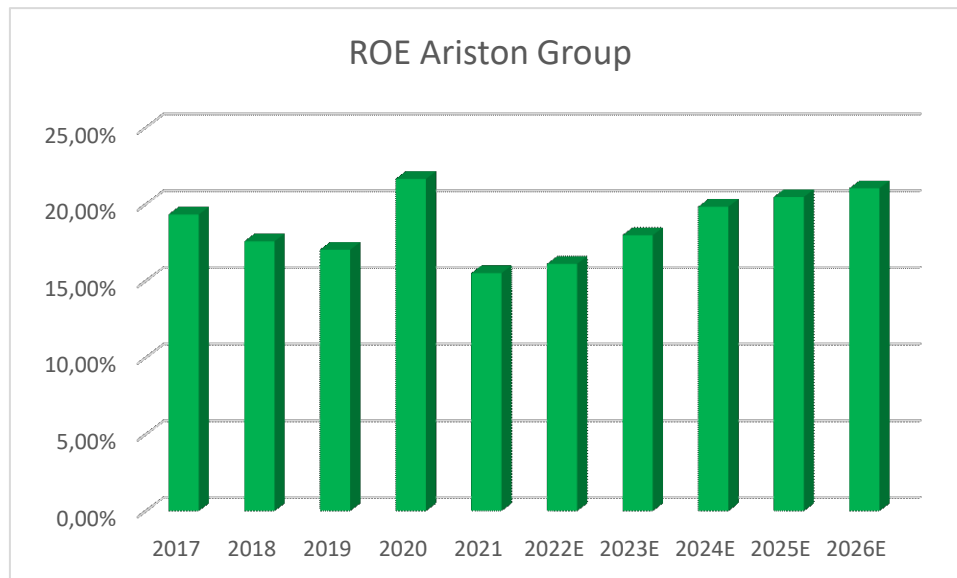
4.2.2 Indicatori di redditività

Gli indicatori di redditività che vengono analizzati sono il Return On Equity (ROE), il Return On Investment, il Return on Sales e, infine, il tasso di rotazione del capitale investito.

Il primo, il Return On Equity, è un indicatore in grado di misurare *“la redditività del patrimonio netto, ovvero il rendimento del capitale investito nell’azienda dagli azionisti. È dato dal rapporto tra il reddito netto e il patrimonio netto di una società risultanti dal bilancio d’esercizio”*¹¹⁶. Esso rappresenta uno degli indici più significativi per esprimere lo stato di salute di un’azienda. In questo specifico caso, analizzando l’andamento nel corso degli anni, si nota come il Gruppo Ariston abbia mantenuto sempre un ottimo livello di redditività del capitale investito. Inoltre, in vista della neo-quotazione, mantenere questi livelli di rendimento attrae numerosi investitori, i quali sposteranno i propri capitali dalle aziende che presentano ROE più bassi per cercare una maggiore redditività. Anche per quanto riguarda il periodo di previsione 2022-2026, ci si aspetta che l’azienda mantenga questi ottimi livelli, fino a tornare ad un ROE superiore al 20%.

¹¹⁶ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/return-on-equity.html>

Grafico 4.13 Analisi e previsione del Return On Equity di Ariston Thermo Group



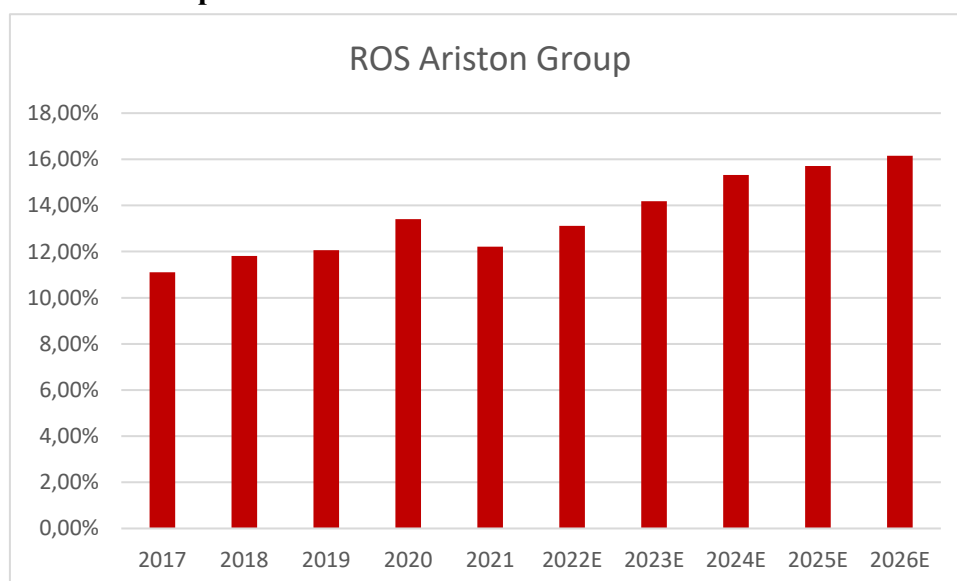
Fonte: nostre elaborazioni sui dati aziendali

Il secondo indicatore di redditività che viene preso in considerazione è il Return On Investment, ovvero *“una misura della redditività del capitale investito e quindi della capacità di ottenere ritorno sugli investimenti. Esso, pertanto, non indica solo la capacità di remunerare il capitale di rischio (come avviene con l’impiego del ROE), ma la capacità di remunerare sia il capitale di rischio sia il capitale di debito. È dato dal rapporto tra risultato operativo e capitale investito”*¹¹⁷. In questo caso specifico, il ROI di Ariston Thermo Group si mantiene su buoni livelli medi, oscillando intorno all’8% nel corso degli ultimi cinque anni. Viste le potenzialità di

¹¹⁷ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/redditivita--del-capitale-investito.html>

crescita guidate dalle fonti rinnovabili, si prevede che il Gruppo possa aumentare di un paio di punti percentuali la redditività di entrambi i capitali investiti, fino ad arrivare a sfiorare il 12%.

Grafico 4.15 Analisi e previsione del Return On Sales di Ariston Thermo Group



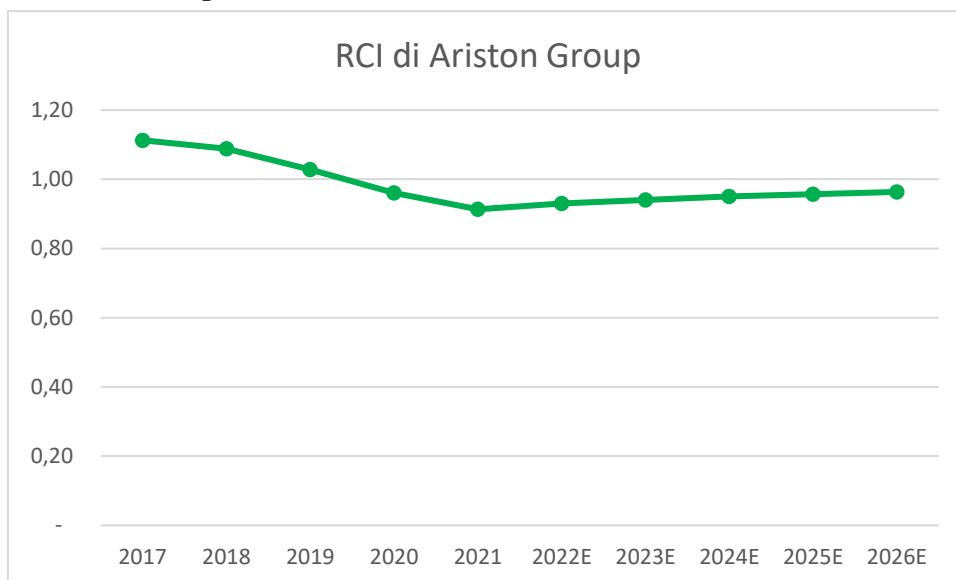
Fonte: nostre elaborazioni sui dati aziendali

L'ultimo indicatore preso in analisi è il tasso di rotazione del capitale investito (RCI). Il quale *“mette in relazione il volume delle vendite con le dimensioni aziendali, espresse dalla media delle attività. Da un punto di vista finanziario, l'indice di rotazione esprime la velocità di ritorno, tramite le vendite, dei capitali investiti nella gestione”*¹¹⁸. Negli ultimi cinque anni l'RCI del Gruppo Ariston è

¹¹⁸ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/imultiplidiborsa.htm>

sceso sotto il valore di uno, ciò non rappresenta un ottimo segnale in quanto “un indice inferiore ad uno è poco soddisfacente; è da considerarsi positiva una lettura compresa tra uno e due, mentre è decisamente molto apprezzabile un valore superiore a due”¹¹⁹. Tuttavia, le previsioni mostrano come il tasso di rotazione del capitale investito possa piano piano riprendersi fino ad avvicinarsi a dei risultati incoraggianti (0,96).

Grafico 4.16 Analisi e previsione del Return On Sales di Ariston Thermo Group



Fonte: nostre elaborazioni sui dati aziendali

¹¹⁹ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/imultiplidiborsa.htm>

4.2.3 Indicatori di liquidità

Gli indicatori in grado di misurare il livello di liquidità di un'azienda che vengono presi in considerazione in questa analisi sono l'indice di liquidità primaria (quick ratio) e secondaria (current ratio).

Il current ratio *“è utilizzato per valutare quando un'impresa è in grado di finanziare il proprio fabbisogno a breve termine per mezzo degli incassi provenienti dalla gestione. È calcolato dividendo le attività correnti con le passività correnti”*¹²⁰.

Il quick ratio comprende invece meno voci all'interno delle attività correnti. Infatti, esso fornisce una indicazione più forte di copertura di liquidità, in quanto esprime la capacità dell'azienda di coprire le proprie passività a breve termine tramite il solo utilizzo delle disponibilità immediate.

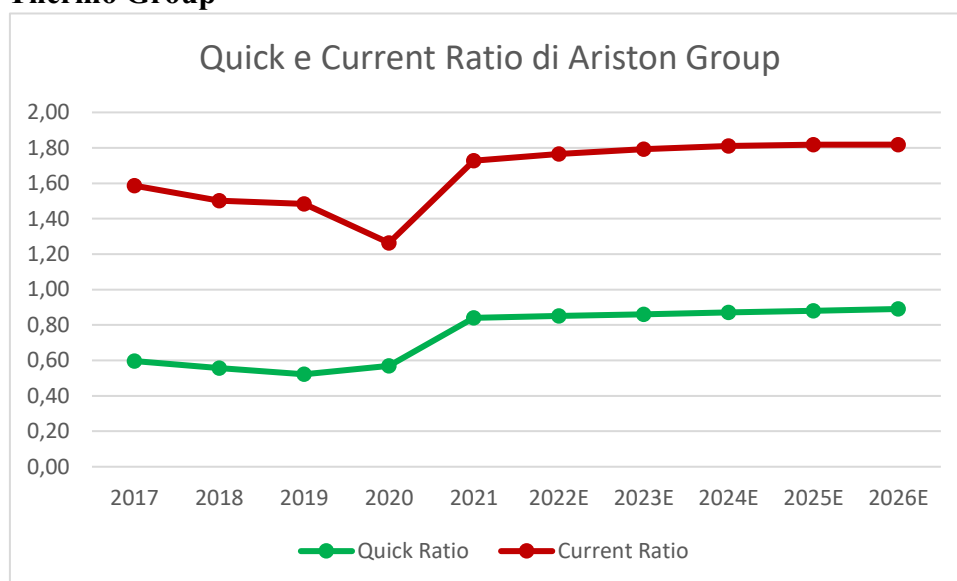
In entrambi i casi, maggiore è l'indice, maggiore sarà il grado di copertura delle passività correnti.

Entrando maggiormente nel dettaglio si può notare come nel 2021 il Gruppo sia riuscito ad aumentare le proprie risorse liquide in relazione alle passività a breve termine. Infatti, nonostante le tendenze leggermente negative negli anni precedenti, l'ultimo anno ha permesso ad Ariston di raggiungere un ottimo livello di liquidità. Ciò è dovuto alla forte generazione di cassa creata, dove si è registrata una crescita del 52,4%, passando dai 452 milioni di euro del 2020 ai 689 milioni di euro del

¹²⁰ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/current-ratio.html>

2021. Per quanto riguarda il periodo di previsione 2022-2026, come si vede dal grafico 4.17, ci si aspetta che il Gruppo possa raggiungere un ancor più ottimo grado di copertura delle passività correnti.

Grafico 4.17 Analisi e previsione del Return On Sales di Ariston Thermo Group



Fonte: nostre elaborazioni sui dati aziendali

4.3 Valutazione

Per questa analisi finanziaria viene usato un DCF model a due stadi. Il primo stadio comprende un periodo di previsione lungo cinque anni e il secondo stadio consiste nella determinazione del Terminal Value. Come già visto nel capitolo due, questo metodo di valutazione si basa sull'utilizzo dei flussi di cassa attualizzati ad un tasso di sconto. Per ottenere questi flussi di cassa si parte prendendo il Margine Operativo (EBIT) e gli si sottraggono le imposte fiscali, in modo da ottenere il Net Operating

Profit After Taxes (NOPAT). Questa voce non è altro che *“il risultato operativo al netto delle imposte, questo margine misura il profitto generato dalle attività operative”*¹²¹. Dopodiché, viene sottratta la variazione del Capitale Circolante Netto (CCN), ovvero *“la differenza tra le attività correnti e le passività correnti. Rientrano tra le attività correnti: crediti verso clienti, rimanenze finali, cassa, ratei e risconti attivi. Le passività comprendono: debiti verso fornitori, debiti di natura operativa, ratei e risconti passivi”*¹²². Inoltre, al NOPAT vanno sottratti anche il CAPEX e aggiunti gli ammortamenti e le svalutazioni in modo da ottenere l’unlevered free cash flow, il quale rappresenta il flusso di cassa disponibile per gli azionisti.

Tabella 4.18 Calcolo degli Unlevered Free Cash Flow di Ariston Thermo Group

(in thousand €)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	198.595	232.185	270.052	289.294	310.968
Less taxes	46.214	54.204	62.908	67.341	71.758
NOPAT	152.381	177.981	207.144	221.953	239.210
Increases/(Decreases) of debt	31.117	32.324	33.579	34.883	36.239
(Increases)/Decreases of inventories	-38.200	-29.414	-22.481	-14.163	-9.725
(Increases)/Decreases of credit	-48.804	-50.231	-55.356	-54.823	-57.197
Less incr. NWC	-55.887	-47.321	-44.258	-34.102	-30.684
Less capex	10.097	10.421	10.755	11.101	11.460
Plus deprec. and amort.	79.590	83.570	87.748	92.135	96.742
Unlevered FCF	165.987	203.810	239.879	268.885	293.809

Fonte: nostre elaborazioni sui dati aziendali

¹²¹ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/net-operating-profit-after-taxes.html>

¹²² <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capitale-circolante-netto.html>

4.3.1 Stime delle principali variabili per la valutazione

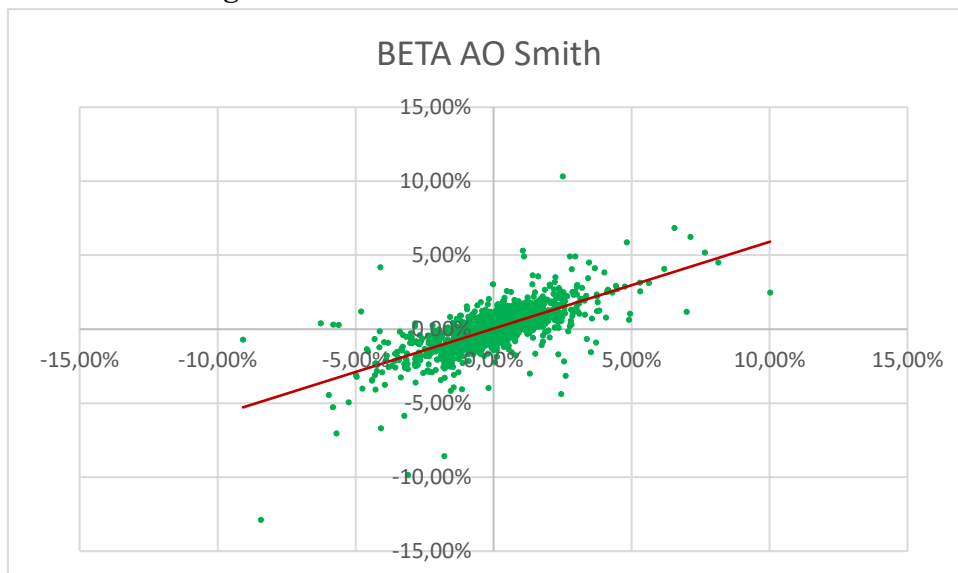
Il passo successivo per l'impostazione del DCF model è la determinazione del BETA di mercato ovvero il *“coefficiente che definisce l'esposizione di un titolo azionario al rischio sistematico, ovvero la tendenza del rendimento di un'attività a variare in conseguenza di variazioni di mercato”*¹²³. Per determinarlo è necessario calcolare la funzione di regressione lineare tra la variazione dei rendimenti del titolo e la variazione dei rendimenti di un indice che possa rappresentare al meglio il mercato in cui l'azienda opera. Tuttavia, essendo il titolo Ariston neo-quotato, non possono esserci dati storici sulle variazioni dei rendimenti del proprio titolo. Per questo motivo, sorge la prima problematica di valutazione finanziaria. Per ovviarla, si è provveduto a calcolare i beta di mercato dei principali competitor del Gruppo. All'interno del prospetto di quotazione, ATG individua due principali concorrenti all'interno dei settori in cui opera. *“Il primo di questi è AO Smith, un'industria globale di scaldabagni, boiler e prodotti di trattamento dell'acqua sia ad uso residenziale che ad uso commerciale con sede negli Stati Uniti. Il secondo è NIBE Group, un'industria globale di soluzioni per il riscaldamento e di fornelli con sede in Svezia”*¹²⁴. Sono state prese le serie storiche dei titoli delle due aziende relative agli ultimi cinque anni per poi calcolare la variazione percentuale giornaliera dei

¹²³ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/beta.html>

¹²⁴ Ariston Group, Prospetto di Quotazione (2021), pp. 46

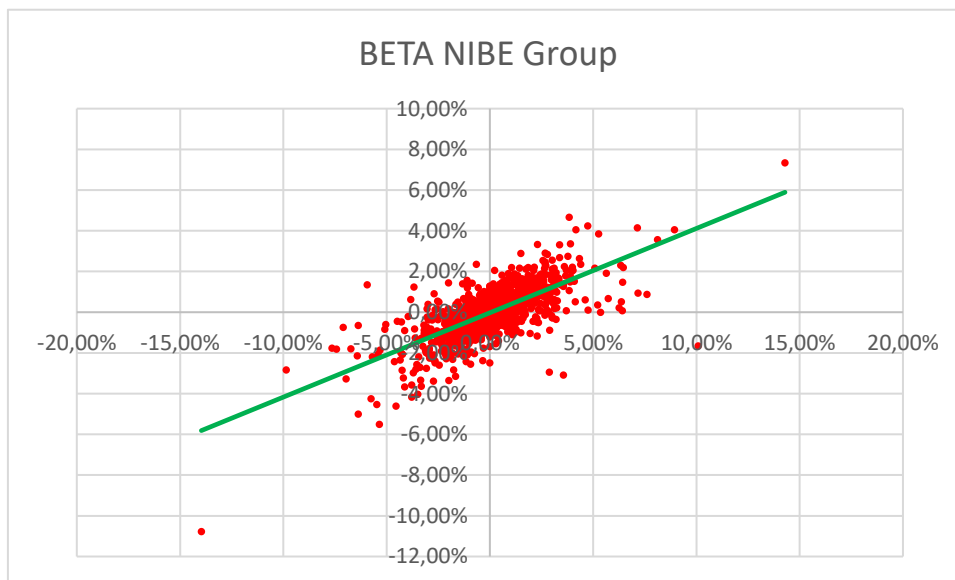
rendimenti. Successivamente, viene fatta una regressione lineare con le variazioni degli indici in cui rientrano le due aziende. Per quanto riguarda AO Smith, è stato preso l'indice Dow Jones Construction & Materials, mentre per NIBE Group è stato preso l'OMX Stockholm Benchmark. L'azienda statunitense presenta un beta di mercato di 0,83, dimostrando una buona correlazione con il mercato in cui opera. Per quanto riguarda invece l'azienda svedese, è stato riscontrato un beta di 1,20. Si tratta di un beta aggressivo, in quanto le variazioni del titolo saranno più grandi di quelle dei titoli appartenenti allo stesso mercato, sia per quanto riguarda le variazioni positive, sia per quelle negative. Infine, viene fatta una semplice media tra i due valori per ottenere una stima del beta di Ariston Thermo Group.

Grafico 4.19 Regressione lineare tra titolo AO Smith e indice DJ C&M



Fonte: nostre elaborazioni sui dati presi da Investing.com

Grafico 4.20 Regressione lineare tra titolo NIBE Group e indice OMX Stockholm Benchmark



Fonte: nostre elaborazioni sui dati presi da Investing.com

Una parte fondamentale per la costruzione del DCF model è indubbiamente la determinazione del tasso con il quale si sconteranno i flussi di cassa. Solitamente viene preso il costo medio ponderato del capitale (WACC). Il WACC “*permette a un’impresa o a un investitore di stabilire il costo del capitale analizzandone tutte le componenti. Quindi permette di discriminare tra un rendimento atteso accettabile o meno di un investimento. La formula del costo medio ponderato è la seguente:*

Formula 4.21 Costo medio ponderato del capitale

$$WACC = C_e * \frac{E}{(E + D)} + C_d * (1 - T) * \frac{D}{(D + E)}$$

Fonte: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/costo-medio-ponderato139.htm>

*Dove C_e è il costo del capitale proprio, C_d è il costo del debito, T è il livello di tassazione, E è la quantità di Patrimonio Netto e D è la quantità di debito*¹²⁵.

Quindi, prima di determinare il costo medio ponderato del capitale, è necessario stimare le due voci presenti all'interno della formula: il costo del debito e il costo dell'equity. Per quanto riguarda il costo del debito, si è preso semplicemente il rapporto tra gli oneri finanziari presenti all'interno del conto economico di fine 2021 e il totale dei debiti finanziari presenti nelle passività patrimoniali. Discorso più complicato invece è quello della determinazione del costo del capitale proprio. Secondo il Capital Asset Pricing Model, *“il rendimento atteso di un'attività è una funzione lineare del rendimento privo di rischio e del rischio sistematico dell'attività, moltiplicato per il premio al rischio del mercato*¹²⁶. Ne consegue che la formula per determinare il costo del capitale proprio è espressa come:

Formula 4.22 Costo del capitale proprio

$$C_e = \beta * [E(R_m) - R_f] + R_f$$

Fonte: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/costo-medio-ponderato139.htm>

β è il nostro beta di mercato, ci resta solo da stimare il rendimento privo di rischio (R_f) e il rischio sistematico dell'attività (R_m). Per stimare il primo, è stata presa la

¹²⁵ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/costo-medio-ponderato139.htm>

¹²⁶ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capital-asset-pricing-model.html>

serie storica relativa ai rendimenti degli ultimi cinque anni di un BTP italiano con scadenza dieci anni e ne viene calcolata una semplice media aritmetica. Il risultato ci porta a considerare un rendimento privo di rischio pari a 1,90%. Per quanto riguarda il rischio sistematico, sono stati presi gli equity risk premium dei Paesi in cui il Gruppo Ariston opera, vengono inseriti nell'area geografica di appartenenza e vengono ponderati per la percentuale di vendite generate nel 2021. Come si può vedere dalla tabella sottostante, si ottiene un premio al rischio pari a 5,67%

Tabella 4.23 Calcolo dell'equity risk premium

EQUITY RISK PREMIUM					
Region	ERP	Areas	Average	Weight of revenues	Average*Weight
Africa	9,49%	Asia, Pacific & MEA	6,21%	19,40%	1,21%
Asia	5,28%				
Middle East	5,84%				
Australia	4,24%				
Europe	5,07%	Europe	5,07%	66,50%	3,37%
US	4,24%	Americas	7,78%	14,10%	1,10%
Caribbean	11,07%				
Central and South America	8,03%				
Total					5,67%

Fonte: nostre elaborazioni sui dati presi da Damodaran

Tabella 4.24 Calcolo del costo di equity

CAPM	
BETA Unlevered Estimated	1,02
BETA Levered	1,48
Average of Equity Risk Premium	5,67%
Risk Free Rate (Italy)	1,90%
Cost of Equity	10,29%

Fonte: nostre elaborazioni

Dopo aver ottenuto sia il costo del debito che il costo del capitale, si prendono a bilancio i valori del Patrimonio Netto e la somma di tutte le passività finanziarie per capire quanto pesa l'equity e quanto pesa il debito. Infine, si procede alla determinazione del costo medio ponderato del capitale come esplicito dalla tabella sottostante.

Tabella 4.25 Calcolo del costo medio ponderato del capitale

WACC	
Interest expense	12.619
Total financial Debt (€)	523.400
Cost of Debt	2,41%
Tax Rate	24,00%
After-tax Cost of Debt	1,83%
Cost of Equity	10,29%
Total financial Debt (€)	523.400
Total Equity (€)	878.000
Total Capital	1.401.400
Debt Weighting	37,35%
Equity Weighting	62,65%
WACC	7,13%

Fonte: nostre elaborazioni

4.3.2 Costruzione del DCF model

Ora che sono stati determinati i flussi di cassa da scontare e il tasso di sconto, non resta che calcolare il Valore Attuale Netto degli Unlevered Free Cash Flow scontati durante il periodo di previsione di cinque anni.

Tabella 4.26 Determinazione dei flussi di cassa scontati (DFCF)

DCF					
Date	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026
Time	1	2	3	4	5
Discount factor	0,93	0,87	0,81	0,76	0,71
DFCF	154.941	177.587	195.107	204.146	208.225
NPV	940.007				

Fonte: nostre elaborazioni

L'ultima parte di valutazione consiste nella determinazione del Terminal Value. Per ottenerlo è necessario utilizzare il Gordon Growth Model, ovvero un modello che di base "stima il valore intrinseco di un'azione attualizzando i dividendi futuri attesi. Questo modello collega il valore dell'azione ai dividendi attesi nel periodo seguente, al tasso di rendimento richiesto dal titolo (espresso dal costo del capitale proprio) e al tasso di crescita atteso dei dividendi"¹²⁷. In questo caso specifico, viene utilizzata la logica del modello di Gordon, sostituendo i dividendi futuri attesi con i flussi di cassa futuri attesi. Infatti, "il Terminal Value si può calcolare con la valorizzazione perpetua dei flussi di cassa utilizzando la formula sintetica di Gordon"¹²⁸. Ne deriva che la formula per la determinazione del valore intrinseco sarà:

Formula 4.27 Formula modello di Gordon

$$\text{Terminal value} = \frac{\text{flusso di cassa atteso in } (t+1)}{(\text{Wacc} - \text{tasso di crescita costante perpetuo dei flussi}) / \text{Wacc}}$$

Fonte: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/metodo-dcf-discounted-cash-flow140.htm>

¹²⁷ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/gordon-growth-model.html>

¹²⁸ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/metodo-dcf-discounted-cash-flow140.htm>

Quella che resta ancora da stimare è il tasso di crescita g da inserire all'interno della formula per trovare il Terminal Value. Nel del report annuale del 2021, il Gruppo Ariston stima un tasso di crescita per ogni macrosettore in cui opera: *“tasso di crescita del 2% per il settore del comfort termico, tasso di crescita dell'1,2% per il settore dei bruciatori e un tasso dell'1,3% per il settore dei componenti”*¹²⁹. Utilizzando queste stime, viene preso un growth rate ponderato per la percentuale di vendite che ogni settore ricopre. Sempre all'interno del report, il Gruppo afferma che: *“il comfort termico rappresenta il settore più importante, ricoprendo il 90,9% delle vendite. [...] Il settore dei componenti riveste il 4,3% del totale delle vendite. [...] Il settore dei bruciatori ricopre il 4,8% del totale delle vendite”*¹³⁰. Ne consegue che la stima del tasso di crescita globale per quanto riguarda il gruppo Ariston si può esprimere nella seguente tabella.

Tabella 4.28 Determinazione del tasso di crescita globale perpetuo

Growth rate			
Sector	Growth rate	% on revenue	Weighted Growth rate
Thermal Comfort	2%	90,90%	1,82%
Burners	1,20%	4,30%	0,05%
Components	1,30%	4,80%	0,06%
Total			1,93%

Fonte: nostre elaborazioni sui dati aziendali

¹²⁹ Ariston Group, Annual Report (2021), pp. 157

¹³⁰ Ariston Group, Annual Report (2021), pp. 20

Ora che tutti i dati sono stati stimati, si procede alla fase finale di valutazione, ovvero la stima del target price. Per prima cosa, viene applicato il modello di Gordon per la determinazione del Terminal Value. Una volta ottenuto il valore intrinseco dell'azienda, lo si somma al Valore Attuale Netto dei flussi di cassa per ottenere l'Enterprise Value, ovvero *“il valore dell'impresa, il quale rappresenta il prezzo che dovrebbe pagare chi volesse acquisire la società senza debiti”*¹³¹. Una volta ottenuto il valore dell'impresa, gli si viene sottratta la Posizione Finanziaria netta per ottenere l'Equity Value. L'ultimo passo per ottenere il target price è quello di dividere l'equity value per il numero di azioni in circolazione.

Tabella 4.29 Determinazione del prezzo unitario per azione

ENTERPRICE VALUE TO EQUITY VALUE BY B.T.E.		
NPV of DFCF	940.006,63	24,51%
TV	4.084.183,57	
NPV of TV	2.894.499,18	75,49%
Enterprise value	3.834.505,81	
Less NFP	184.800,00	
Equity value	3.649.705,81	
Diluted Shares Outstanding	331.183,53	
Equity value per share	11,02	

Fonte: nostre elaborazioni

Il risultato della valutazione fornisce un target price di 11,02€, in contrapposizione al prezzo di lancio della Initial Public Offer di 10,25€. Tuttavia, in fase di lancio

¹³¹ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/enterprise-value.html>

della IPO, il Gruppo Ariston ha annunciato “*un range di prezzo indicativo fissato nell’intervallo da €10,25 a €12,00 (compresi) per ciascuna Azione Ordinaria*”¹³².

4.3.3 *Analisi dei multipli*

A supporto della valutazione con il DCF model, è stata effettuata un’analisi parallela utilizzando i multipli di mercato di uno dei due principali competitor del Gruppo Ariston: AO Smith. A differenza di quanto fatto per la determinazione del beta di mercato, in questo caso non viene preso in considerazione anche NIBE Group, in quanto presenta dei multipli relativi al 2021 altamente volatili. Per questo motivo, dopo aver fatto dei test di applicazione all’interno dell’analisi, si è deciso di escludere l’azienda svedese in quanto produceva dei risultati poco attendibili. Entrando maggiormente nello specifico, i multipli utilizzati per la valutazione sono quattro: il rapporto Prezzo/Utile (Price/Earnings), il rapporto tra il valore dell’impresa e il margine operativo lordo (Enterprise Value/EBITDA), il rapporto tra il prezzo e i flussi di cassa (Price/Cash Flow) e, infine, il rapporto tra il prezzo e il valore contabile (Price/Book Value). Sono stati presi tutti e quattro i multipli di mercato dell’azienda statunitense relativi agli ultimi cinque anni ed è stata fatta una media aritmetica per ogni singolo multiplo in modo da evitare che la presenza di valori troppo discordanti dal resto del campione potesse influenzare la valutazione.

¹³² Ariston Group, IPO documentation, Range di prezzo, pp. 1

Dopodiché, sono stati presi i denominatori relativi a ciascun rapporto e sono stati moltiplicati per la media dei rispettivi multipli in modo da ottenere il valore dell'impresa. Infine, il procedimento è analogo a quello del DCF model: all'Enterprise Value va sottratta la Posizione Finanziaria netta in modo da ottenere l'Equity Value e dividerlo per il numero delle azioni in circolazione per avere il cosiddetto target price, ovvero il prezzo unitario per azione. Il riepilogo delle operazioni viene riportato nella tabella sottostante.

Tabella 4.30 Valutazione con analisi dei multipli

	PRICE/EARNINGS					EV/EBITDA					PRICE/CASH FLOWS					PRICE/BOOK				
	2017	2018	2019	2020	2021	2017	2018	2019	2020	2021	2017	2018	2019	2020	2021	2017	2018	2019	2020	2021
AO SMITH	36,09	16,55	21,47	25,85	28,43	17,45	11,12	14,08	15,84	19,49	32,78	16,38	17,41	15,86	21,6	6,38	4,18	4,64	4,8	7,39
average	25,68					15,60					20,81					5,48				
	Net profit		136400,00			EBITDA		246.800,00			Total cash flow		328.500,00			Total Equity		878.000,00		
Enterprise value	3.502.479,20					3.849.092,80					6.834.771,00					4.809.684,00				
Less net debt						184800,00														
Equity value	3.317.679,20					3.664.292,80					6.649.971,00					4.624.884,00				
Number of shares						331183,53														
Equity value per share	10,02					11,06					20,08					13,96				

Fonte: nostre elaborazioni sui dati presi da

<https://it.tradingview.com/symbols/LSE-0L7A/financials-statistics-and-ratios/>

Analizzando i risultati, si può vedere come sia il multiplo Price/Earnings che l'Enterprise Value/EBITDA hanno prodotto dei risultati simili al target price ottenuto con il DCF model. Infatti, entrambi i prezzi rientrano nel range annunciato da Ariston Thermo Group e, pertanto, si considerano attendibili ai fini della valutazione. Viceversa, gli altri due multipli, il Price/Cash Flow e il Price/Book, hanno prodotti dei target price che si discostano dal risultato del DCF model e, quindi, anche dal range di prezzo dell'IPO. Ciò potrebbe essere dato, nel primo caso, dal fatto che il Gruppo Ariston ha prodotto nel 2021 un flusso di cassa

notevolmente maggiore rispetto agli anni precedenti, passando dai 23 milioni di euro del 2020 ai 328,5 milioni di euro del 2021. Mentre, nel secondo caso, la recente quotazione in Borsa ha portato un incremento notevole del Patrimonio Netto del Gruppo, passando dai 446,5 milioni di euro del 2020 agli 878,3 milioni di euro del 2021

CONCLUSIONE

I risultati ottenuti tramite l'utilizzo del DCF model dimostrano come il target price derivante dalla analisi svolta in questa ricerca rientri all'interno del range di prezzo fissato dal Gruppo Ariston durante la fase dell'Initial Public Offer. Tuttavia, ogni valutazione finanziaria si basa su stime e valutazioni soggettive che, allo stesso tempo, guardano anche il contesto in cui ci si trova. Pertanto, i dati utilizzati per determinare il target price di Ariston Thermo Group possono variare a seconda del soggetto che svolge l'analisi e del contesto macroeconomico e temporale in cui l'analisi viene svolta. Questa ricerca ha il solo scopo di cercare di ricostruire tutte le valutazioni sottostanti le fasi del processo di quotazione descritte nel Capitolo 1. Più precisamente, l'obiettivo è quello di immedesimarsi in un'analista finanziario che, durante la fase di collocamento, distribuisce i research report in modo da informare i potenziali investitori che sottoscriveranno l'offerta. Questa ricerca non deve essere presa come un consiglio di investimento ma come una mera valutazione che potrebbe portare a possibili spunti e alternative, in quanto il contesto e la soggettività delle stime lasciano ampie possibilità di discussione e approfondimenti.

BIBLIOGRAFIA

Agung Saputro J., Hartono J., *'Improved Accuracy of Ratio Multiple Valuation'*, SHS Web of Conferences 34, 03002 (2017)

Ariston Group, Annual Report 2021

Ariston Group, IPO documentation, Pricing

Ariston Group, IPO documentation, Range di prezzo

Ariston Group, Prospetto di quotazione (2021)

Art. 1.1, Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

Art. 2.1.2 *'Competenze in materia di ammissione'*, Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

Art. 2.1.3 comma 1, Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

Art. 2.2.2 *'Requisiti degli emittenti di azioni'*, Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

Art. 2.2.3 *'Ulteriori requisiti per ottenere la qualifica di STAR'*, Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

Art. 2.4.2 *'Procedura di ammissione alla quotazione e procedura di ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari'*, Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

Art.1 Regolamento UE 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, 14 giugno 2017

Art.184 Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF), D.lgs. 24 febbraio 1998, n.58

Art.2.2.1 *'Requisiti delle azioni'*, Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

Art.6 Regolamento UE 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, 14 giugno 2017

Art.7 Regolamento (UE) n.596/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio, 16 aprile 2014

Art.7 Regolamento UE 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, 14 giugno 2017

Baker H.K., De Ridder A., Rasbrant J., *'Investors and dividend yields'*, The Quarterly Review of Economics and Finance, Vol.76, pp. 386-395 (2020)

Beaver W.H., Ryan S.G., *'Accounting Fundamentals of the Book-to-Market Ratio'*, Financial Analysts Journal, Vol.49, No.6 (1993)

Bell W.E., *'The Price-Future EarningsRatio: A Practical Aid to Stock Valuation'*, The Analyst Journal, Vol.14, No.4 (1958) pp. 25-28

Bercel A., *'Consensus expectations and international equity returns'*, Financial Analyst Journal (1994), Vol.50, pp. 76-80

Bodie Z., Kan A. and Marcus J., *'Investments'*, 8th Ed. McGraw-Hill Irwin (2009)

Borsa Italiana S.p.A., *"Quotarsi in borsa"*, 2001

Camozzi & Bonisconi Studio Legale e Tributario, *'Il processo di quotazione: profili giuridici, fiscali ed organizzativi'*, pag. 20-21, maggio 2006

Cappiello F., Panconi G., *'Valutazione d'azienda – Difficoltà di valutazione con il metodo DCF'*, Guida alla Contabilità & Bilancio (2006), n. 21, p. 70

Chung R., Kryzanowski L., *'Market timing using strategists' and analysts' forecasts of S%P 500 earnings per share'*, Financial Services Review (2000), Vol.9, pp. 125-144

Colak G., Fu M., Hasan I., *'On modelling IPO failure risk'*, Economic Modelling, Vol.109 (2022)

Consler J., Lepak G.M., *'Earnings per share versus cash flow per share as predictor of dividends per share'*, Managerial Finance, Vol.37, No.5 (2011) pp. 482-488

Demirakos E.G., Strong N.C., Walker M., *'Does valuation model choice affect target price accuracy?'*, European Accounting Review (2010), Vol. 19, No. 1, pp. 35-72

- Donnelly R., *'The book-to-market ratio, optimism and valuation'*, Journal of Behavioral and Experimental Finance 4 14-24 (2014)
- Emanuelli J.F., Pearson R.G., *'Using earnings estimates for global asset allocation'*, Financial Analyst Journal (1994), Vol.50, pp. 60-72
- Forsyth J.A., *'An alternative formula for the constant growth model'*, Journal of Economics, Finance and Administrative Science, Vol. 24, No. 48, pp. 221-240 (2019)
- Gao S., Meng Q., Chan K.C., *'IPO pricing: Do institutional and retail investor sentiment differ?'*, Economics Letters (2016)
- Gebhardt, W., Lee, C. and Swaminathan, B., *"Toward an implied cost of capital by toward an implied cost-of-capital"*, Journal of Accounting Research, Vol. 39 No. 1, pp. 135-176 (2001)
- Giannetti A., *'The short-term predictive ability of earnings-price ratios: The recent evidence (1994-2003)'*, The Quarterly Review of Economics and Finance 47 (2007), 26-39
- Gleason C.A., Johnson B., Li H., *'Valuation model use and the price target performance of sell-side equity analysts'*, Contemporary Accounting Research (2013), Vol. 30, No. 1, pp. 80-115
- Good, W. R., *'Bias in stock market valuation'*, Financial Analysts Journal, September/October 6–7 (1989)
- Hickman, K. & Petry, G. H., *'A comparison of stock price predictions using court accepted formulas, dividend discount, and P/E models'*, Financial Management, Summer, 76–87 (1990)
- Jacobsen, R., *'The persistence of abnormal returns'*, Strategic Management Journal, Vol. 9 No. 5, pp. 415-430 (1988)
- Jennergren L.P., *'Continuing value in firm valuation by the discounted cash flow model'*, European Journal of Operational Research 185 (2008)
- Koller T., Goedhart M., Wessels D., Copeland T. and McKinsey and Company, *'Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies'*, John Wiley and Sons (2010)

M. Lowry, R. Michaely and E. Volkova, *Initial Public Offerings: A Synthesis of the Literature and Directions for Future Research*, Foundations and Trends in Finance, Vol.11 Issue 3-4 (2017)

Macey J., O'Hara M., Pompilio D., *Down and out in the stock market: the law and economics of the delisting process*, The Journal of Law and Economics, Vol.51, No.4 (2008)

Martin G.R., *European valuation multiples: the investors' sentiment about size*, Cuadernos de Economia (2019) 42, pp- 173-188

Ong C.Z., Mohd-Rashid R., Taufil-Mohd K.N., *Do institutional investors drive the IPO valuation?*, Borsa Istanbul Review (2020)

Pagano M., Roell A.A., Zechner J. *"The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad?"*, The Journal of Finance, Vol.58, No.6 (2002)

Paleari S., Pellizzoni E., Vismara S., *A comparative study of Initial Public Offerings in Italy and in the United Kingdom*, Borsa Italiana Spa Research & Development (2005)

Payne T.H., Howard Finch J., *Effective teaching and use of the constant growth dividend discount model*, Financial Service, Review 8, Pag. 283-291 (1998)

Rahman M.L., Shamsuddin A., Lee D., *Predictive power of dividend yields and interest rates for stock returns in South Asia: Evidence from a bias-corrected estimator*, International Review of Economics and Finance 62 (2019), pp. 267-286

Sarkissian S., Schill M.J. *'Cross-Listing Waves'*, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.51, No.1 (2016)

Sayed S.A., *How much does valuation model choice matter? Target price accuracy of PE and DCF model in Asian emerging markets*, Journal of Accounting in Emerging Economies (2017), Vol. 7, No. 1, pp. 90-107

Wafi A.S., Hassan H., Mabrouk A., *Fundamental Analysis Models in Financial Markets – Review Study*, Procedia Economics and Finance (2015)

Wysocki P.D., *Discussion of IPO Failure Risk*, Journal Accounting Research, Vol.45, No.2 (2007)

Yooyanyong P., Suwanragsa I., Tangjitprom N., *'The Accuracy of Various Value Drivers of Price Multiple Method in Determining Equity Price'*, Journal of Asian Finance, Economics and Business, Vol.17, No. 1 (2020) pp. 29-36

SITOGRAFIA

<https://it.tradingview.com/symbols/LSE-0L7A/financials-statistics-and-ratios/>

<https://www.aristongroup.com/it/Il-Gruppo/la-nostra-storia>

<https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/il-ruolo-degli-advisor/il-ruolo-degli-advisor.htm#:~:text=Global%20Coordinator,Registro%20degli%20Euronext%20Growth%20Advisors.>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/analisi-fondamentale.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/beta.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capital-asset-pricing-model.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capitale-circolante-netto.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capital-expenditures.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/current-ratio.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/dividend-yield.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/earnings-before-interest-and-taxes.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/earnings-per-share.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/enterprise-value.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/gordon-growth-model.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/greenshoe.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/investitore-istituzionale.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/net-operating-profit-after-taxes.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/price-earnings.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/rapporto-di-indebitamento.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/redditivita--del-capitale-investito.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/return-on-equity.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/rischio-di-credito.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/rischio-di-liquidita-.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/rischio-di-mercato.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/chi-siamo/home/chi-siamo.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/costo-medio-ponderato139.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/imultiplidiborsa.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/metodo-dcf-discounted-cash-flow140.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/risultato-esercizio-rettificato-normalizzato172.htm>