



ITALIAN CHAMPIONS

UN'ANALISI DEL
DECENNIO 2013-23

 **EQUITA**

ITALIAN CHAMPIONS

Un'analisi del decennio 2013-2023

LE ECCELLENZE ITALIANE CRESCONO, MA VANNO SOSTENUTE

L'analisi dei titoli italiani meglio performanti degli ultimi 10 anni evidenzia alcuni elementi di continuità rispetto a 5 anni fa (trend di crescita di ricavi vicina al 10% CAGR, miglioramento dei margini, presenza in settori diversificati, alta propensione all'export e all'M&A, azionista di riferimento di matrice familiare/imprenditoriale) e altri di cambiamento (capitalizzazione più elevata oggi, riduzione delle quote di controllo degli azionisti di riferimento, più ampio ricorso a canali di finanziamento non bancario). Permangono criticità legate alla bassa liquidità delle mid caps, ed è emersa una compressione delle valutazioni, sia in valore assoluto che rispetto ai peers internazionali, un segnale d'allarme della diminuita capacità dei mercati dei capitali domestici di sostenere i propri campioni nazionali. Contro questa tendenza sono state proposte alcune azioni urgenti nel Manifesto per lo Sviluppo dei Mercati dei Capitali in Italia, promosso da Equita, Assonime, Università Bocconi e Borsa Italiana.

■ Le "Italian Champions" del decennio 2013-23

Sono 40 i titoli italiani con capitalizzazione superiore a € 1bn che hanno sovraperformato il mercato in questi 10 anni, e vanno da Sesa (+987% di ritorno in 10 anni) a Saras (+126%), sono ben bilanciati tra large caps (21 titoli del FTSE MIB) e small-mid caps (19 del FTSE MID) e vedono una maggiore concentrazione rispetto al mercato dei settori industriale, utilities, consumer e tecnologico. Alcune delle aziende più rappresentative del panel parteciperanno oggi e domani a Milano alla conferenza dedicata alle Italian Champions (Amplifon, Banca Mediolanum, Buzzi, De Longhi, Interpump, Mediobanca e Prysmian). Avremo inoltre 3 aziende (Fineco Bank, Lottomatica e Technogym) che, pur non avendo ancora 10 anni di quotazione e non essendo quindi presenti nel panel, rappresentano eccellenze italiane nei loro settori di riferimento.

■ Come sono cambiate le Italian Champions negli ultimi 5 anni

Abbiamo analizzato in particolare come sono cambiate le caratteristiche delle prime 10 aziende del paniere di oggi (Sesa, Reply, Stellantis, MOL, STM, Amplifon, Recordati, Interpump, TIP ed ERG), rispetto a 5 anni fa, quando avevamo condotto la nostra prima analisi sulle Italian Champions. Dall'analisi emerge che:

- La capitalizzazione media del paniere è decisamente salita (circa € 12bn, quasi triplicata rispetto ai € 4bn del 2018) con una presenza di grandi gruppi che erano assenti nel 2018 (la capitalizzazione più elevata nel 2018 era inferiore a € 10bn contro i € 55bn di oggi).
- La maggioranza dei titoli (60%) è trattata ora sul FTSE MIB, rispetto al 40% nel 2018.
- Il portafoglio vede l'ingresso di titoli del settore delle energie rinnovabili (ERG) che non erano presenti nel 2018 e una forte espansione dei titoli legati alla tecnologia (oltre a Reply, che si conferma nel paniere, sono entrate anche Sesa, STM e una fintech come MOL). Si confermano player come Recordati e Amplifon legati al settore healthcare. Entrano due industriali come Interpump (molto vicina alla soglia nel 2018) e Stellantis (capace di realizzare un'operazione transformational nel 2019 tale da rafforzarne il posizionamento competitivo e supportarne la performance) al posto di altre due industriali come Brembo e IMA (uscita dal mercato). Entra nel panel infine TIP, un operatore finanziario da sempre focalizzato in investimenti in titoli di eccellenza e che rispetto al 2018 ha ora ampiamente superato la barriera di € 1bn di capitalizzazione.
- I titoli del paniere hanno registrato mediamente una crescita dei ricavi del 9% CAGR e degli utili del 24% CAGR nel decennio, confermando una forte vocazione all'export, che rappresenta mediamente oltre il 60% dei ricavi.
- Si conferma una prevalente connotazione imprenditoriale/familiare per le aziende del paniere (8 su 10 hanno come azionista di riferimento l'imprenditore o la famiglia di fondatori), ma in strutture di controllo meno rigide, visto che oggi solo nel 30% di queste aziende l'azionista di riferimento detiene almeno la metà del capitale, percentuale che sale al 50% se guardiamo ai diritti di voto, grazie all'ampia adozione di azioni a voto maggiorato (presenti in 6 casi su 10). Nel 2018 le aziende del panel che avevano un azionista di riferimento sopra il 50% del capitale erano il 90% e 100%

- La liquidità dei titoli rimane ancora un tema critico. **La media del panel vede una liquidità giornaliera nei primi 9 mesi del 2023 di € 35mn**, un numero però fortemente condizionato dalla **Stellantis ed STM che hanno scambi medi giornalieri superiori a € 100mn**. 6 titoli su 10 del paniere hanno invece scambiato in questo stesso periodo meno di € 10mn al giorno.
- E' cresciuta la diversificazione delle fonti di approvvigionamento di credito, con il 60% dei titoli del paniere che ha fatto ricorso al mercato dei capitali contro il 20% nel 2018.
- E' rimasto molto diffuso tra le aziende del paniere il ricorso all'M&A: **per 9 società su 10 la capacità di acquisire e integrare aziende rappresenta una parte essenziale dei driver di crescita**.
- Nonostante la forte performance degli ultimi 10 anni, **le valutazioni sono oggi più compresse rispetto a 5 anni fa**, con un multiplo medio del paniere di 15x PE rispetto ai 19x del 2018 e con **i singoli titoli che trattano per lo più a sconto rispetto ai titoli comparabili internazionali**, sconto che non emergeva invece nel 2018.

■ Conclusioni

L'analisi delle caratteristiche delle Italian Champions del decennio 2013-2023 ha mostrato alcuni elementi di continuità e altri elementi di cambiamento rispetto a cinque anni fa.

Oggi come allora, le Italian Champions:

- **Hanno avuto una capacità di sviluppare i ricavi con CAGR vicini al 10%, ampliando i margini;**
- Hanno mantenuto una **forte presenza sui mercati esteri;**
- Sono state capaci di crescere **sia organicamente che via M&A;**
- **Hanno ancora spesso un azionista di riferimento di matrice familiare/imprenditoriale** che ha nel tempo aumentato il flottante.

Rispetto a 5 anni fa, però, le Italian Champions di oggi:

- Hanno una **capitalizzazione mediamente più elevata;**
- Vedono prevalentemente un **azionista di riferimento con quote di capitale ben inferiori al 50%;**
- Hanno fatto **più ampio ricorso al mercato dei capitali di debito**.

La liquidità rimane una criticità importante per le aziende di minore capitalizzazione, con livelli di scambi medi giornalieri decisamente limitati rispetto alle capitalizzazioni, anche se migliorati rispetto al 2018. È emersa poi una nuova criticità legata alla **compressione delle valutazioni delle aziende del panel, sia in valore assoluto che rispetto ai peers internazionali**.

In conclusione, possiamo dire che oggi **le eccellenze italiane non si trovano più solo nelle piccole e medie capitalizzazioni ma sempre più in gruppi di dimensioni rilevanti e con una governance più aperta al mercato**. D'altra parte, **la compressione delle valutazioni, sia in valore assoluto che rispetto ai peers internazionali, è un segnale di attenzione per la diminuita capacità dei mercati dei capitali domestici di sostenere i propri campioni nazionali**. Oltre allo spirito imprenditoriale e alla propensione alla crescita internazionale, sia organica che inorganica, servono infatti mercati dei capitali efficienti per attrarre le aziende più performanti sul mercato e investitori – gioco-forza prevalentemente domestici per le aziende di medio-piccola capitalizzazione - in grado di sostenerne lo sviluppo e la corretta valorizzazione. Questo è uno degli obiettivi principali **del recente Manifesto per lo sviluppo dei Mercati dei Capitali in Italia**, promosso da Equita, Assonime, Università Bocconi e Borsa Italiana e sottoscritto da primari attori del sistema finanziario italiano ([manifesto per lo sviluppo dei mercati dei capitali](#)). Il Manifesto propone alcune **azioni urgenti** che per le società quotate vanno dalla creazione di fondi d'investimento e fondi di fondi dedicati alle PMI quotate, a iniziative di rilancio dello strumento dei PIR e dei PIR alternativi, a iniziative di supporto alla ricerca indipendente sulle piccole medie capitalizzazione, a interventi per favorire le IPO e la raccolta di capitali di debito sui mercati.

INDICE

I 40 TITOLI CHE HANNO SOVRAPERFORMATO NEGLI ULTIMI 10 ANNI.....5

COME SONO CAMBIATE LE ITALIAN CHAMPIONS IN QUESTI 5 ANNI?.....7

- QUALI ERANO LE CARATTERISTICHE DELLE ITALIAN CHAMPIONS 5 ANNI FA?.....7
- QUALI SONO LE 10 ITALIAN CHAMPIONS DEL DECENNIO 2013-2023?.....8
- COS'È CAMBIATO NELLE CARATTERISTICHE DEI CHAMPIONS RISPETTO A 5 ANNI FA?...9
 1. CAPITALIZZAZIONE MEDIA DECISAMENTE PIÙ ELEVATA9
 2. LA MAGGIORANZA ORA È QUOTATA SUL MERCATO PRINCIPALE9
 3. SETTORI DI APPARTENENZA: CRESCE IL TECH, ENTRANO LE RINNOVABILI, ESCONO I CONSUMER.....10
 4. RICAVI IN CRESCITA DEL 9% CAGR E UTILI DEL 24% CAGR COME MEDIA DEL PANEL.....10
 5. ORIENTATI ALL'EXPORT12
 6. GOVERNANCE: SEMPRE PREVALENTE LA CONNOTAZIONE IMPRENDITORIALE/FAMILIARE, MA IN STRUTTURE DI CONTROLLO MENO RIGIDE12
 7. VOTO MAGGIORATO: LIVELLI DI ADOZIONE LEGGERMENTE SALITI RISPETTO AL 2018.....13
 8. FREE FLOAT: LENTI MA COSTANTI PROGRESSI.....14
 9. LIQUIDITÀ: UN TEMA ANCORA CRITICO PER LE AZIENDE DI MEDIA CAPITALIZZAZIONE14
 10. FINANCING: CRESCE LA DIVERSIFICAZIONE DEI CANALI DI APPROVVIGIONAMENTO DEL CREDITO15
 11. M&A RIMANE UN ELEMENTO QUASI INDISPENSABILE PER LA CRESCITA16
 12. VALUTAZIONI: MULTIPLO MEDIO DEL PANEL IN CALO VS. 2018 E A SCONTO RISPETTO AI PEERS.....16
- CONCLUSIONI.....17

PROPOSTE PER SOSTENERE LO SVILUPPO DI NUOVE ITALIAN CHAMPIONS.....18

I 40 TITOLI CHE HANNO SOVRAPERFORMATO NEGLI ULTIMI 10 ANNI

A 5 anni da quando avevamo tracciato il primo identikit, abbiamo voluto aggiornare la nostra analisi per capire **come è cambiato il profilo delle Italian Champions, le società italiane quotate con una capitalizzazione superiore a € 1bn meglio performanti degli ultimi 10 anni.**

Il portafoglio di titoli italiani con capitalizzazione superiore a € 1bn che negli ultimi 10 anni (periodo di riferimento 1 ottobre 2012 – 30 settembre 2023) hanno sovraperformato il mercato è rappresentato da **40 nomi che vanno da Sesa** (best performer con un total return del 987%, +27% medio annuo) **a Saras** (+126% total return o +8.5% medio annuo, leggera sovraperformance rispetto al +125% del mercato).

GLI OUTPERFORMER DEL MERCATO NEGLI ULTIMI 10 ANNI (€ mn)

Società	total return (10-year)	Capitalizzazione al 31/10/23 (€ mn)
Sesa	987%	1,476
Alerion Clean Power	835%	1,266
Reply	796%	3,324
Stellantis	691%	55,340
Gruppo Mutuonline	666%	1,064
STM	648%	32,753
Amplifon	641%	6,031
Recordati	556%	9,118
Interpump	494%	4,290
Tamburi Investment Partners	414%	1,458
Erg	406%	3,487
Sol	405%	2,467
Zignago Vetro	331%	1,104
Davide Campari	278%	12,115
Brembo	264%	3,389
A2A	262%	5,548
Mediobanca	253%	9,571
Cementir	240%	1,252
Leonardo	237%	8,230
Italmobiliare	236%	1,014
Terna	232%	14,524
Maire Tecnimont	229%	1,443
Enel	224%	60,878
Brunello Cucinelli	219%	5,158
Banca Generali	213%	3,578
Diasorin	210%	4,728
Iren	205%	2,457
Unipolsai	196%	6,333
Intesa Sanpaolo	172%	44,912
Prysmian	163%	9,463
Banca Mediolanum	162%	5,733
Unipol Gruppo	159%	3,668
Buzzi	155%	4,816
Hera	152%	3,953
Snam	147%	14,553
Azimut Hldg	136%	2,848
De Longhi	135%	3,190
Credito Emiliano	130%	2,611
Acea	127%	2,421
Saras	126%	1,305
FTSE ITALIA ALL SHARE	125%	704,336

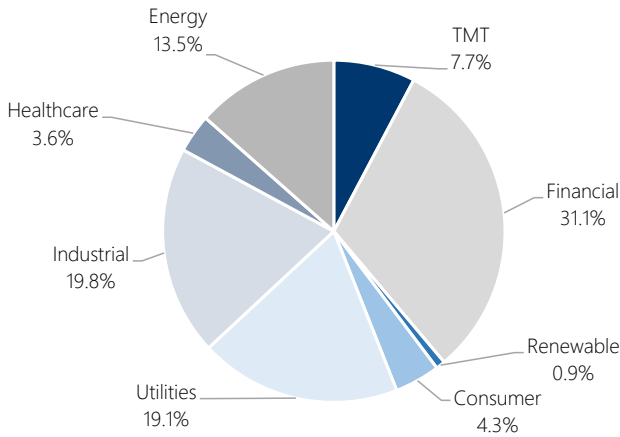
Fonte: elaborazione EQUITA SIM su dati Factset

Tra questi 40 titoli, **21 appartengono al FTSEMIB e 19 al FTSEMID**, con una presenza quindi ben bilanciata tra large caps e small-mid caps.

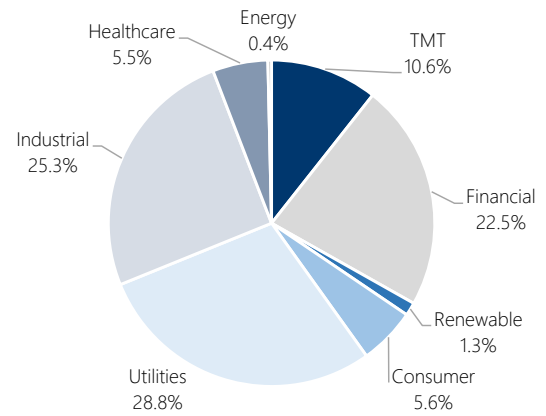
In termini di settori di riferimento, **la maggior parte dei titoli appartiene al settore industriale (10) e finanziario (10)**, seguiti da utilities (7), tecnologici (4), consumer (3) ed *healthcare* (3), rinnovabili (2) ed energy (1). Questa distribuzione dei titoli meglio performanti, pesata per le capitalizzazioni di mercato, evidenzia una concentrazione più forte rispetto all'intero panel di titoli italiani con capitalizzazione sopra € 1bn principalmente nei settori **industriali, utilities, consumers, e TMT**.

MARKET OUTPERFORMERS: SETTORI DI RIFERIMENTO

MARKET



MARKET OUTPERFORMERS



Fonte: elaborazione EQUITA SIM su dati Factset

Anche nel 2023, come ormai consuetudine, abbiamo selezionato **alcune delle aziende più rappresentative all'interno di questo panel per partecipare alla nostra conferenza dedicata alle Italian Champions** che si terrà oggi e domani a Milano, dopo l'edizione organizzata a Francoforte il 27 settembre, a Londra il 13-14 settembre e a Parigi il 15 giugno.

Nell'edizione di oggi e domani a Milano, ospiteremo in particolare il top management di 7 aziende che appartengono al panel (**Amplifon, Banca Mediolanum, Buzzi, De Longhi, Interpump, Mediobanca e Prysmian**) e di 3 aziende che, pur non avendo ancora 10 anni di quotazione e non essendo quindi presenti nel panel, riteniamo rappresentino eccellenze italiane nei loro settori di riferimento (**Fineco Bank, Lottomatica e Technogym**).

Nelle edizioni di Londra, Francoforte e Parigi delle Italian Champions Conference avevamo inoltre ospitato il top management di altre 5 aziende posizionate nella parte alta del panel (**Diasorin, Gruppo MOL, Recordati, Reply e TIP**), e 6 aziende d'eccellenza di più recente quotazione (**Ariston, Denora, GVS, Intercos, Racing Force e Technoprobe**).

COME SONO CAMBIATE LE ITALIAN CHAMPIONS IN QUESTI 5 ANNI?

In questa sezione, riprendiamo **le principali caratteristiche delle Italian Champions quali erano emerse nella nostra analisi sul decennio 2008-2018 e le confrontiamo con caratteristiche che emergono oggi da un'analisi aggiornata al periodo 2013-2023**, focalizzando l'attenzione sui primi 10 titoli del panel con liquidità giornaliera di almeno € 0.5mn.

■ **Quali erano le caratteristiche delle Italian Champions 5 anni fa?**

Nel nostro precedente report sulle Italian Champions di ottobre 2018, avevamo individuato il seguente portafoglio di 10 Italian Champions (società con capitalizzazione superiore a € 1bn con i migliori total return su un periodo di 10 anni): **De Longhi, Reply, Brembo, Amplifon, Recordati, IMA, Diasorin, MARR, Banca Generali e Campari**.

Cosa avevamo scritto allora:

"Se consideriamo le caratteristiche dei seguenti 10 titoli (De Longhi, Reply, Brembo, Amplifon, Recordati, IMA, Diasorin, MARR, Banca Generali e Campari), che hanno una capitalizzazione di mercato superiore a € 1bn e che hanno registrato le migliori performance negli ultimi 10 anni (rendimenti annualizzati compresi tra il 20% e il 30% in media all'anno), scopriamo che queste società hanno una capitalizzazione di mercato compresa tra € 1.5bn e € 9bn (con una media di circa € 4bn), per la maggior parte non sono quotate nel listino principale, operano in settori diversificati (e non negli stereotipati settori dell'eccellenza italiana dell'industria meccanica o della moda) e sono saldamente nelle mani di un azionista di riferimento (spesso di proprietà familiare, a conferma di un'evidenza empirica a livello globale di sovraperformance delle società a proprietà familiare). Tuttavia, emerge una crescente disponibilità dell'azionista di controllo ad ampliare la presenza nel capitale di investitori istituzionali, anche grazie alla recente introduzione in Italia delle azioni a voto maggiorato.

Queste "Italian Champions" sono mediamente molto esposte all'export (oltre il 50% del fatturato), hanno una forte propensione alle attività di M&A e nei 10 anni tra il 2007 e il 2017 hanno sostanzialmente raddoppiato il fatturato e quadruplicato gli utili.

Nonostante questo successo, gli indici di liquidità delle "Italian Champions" sono ancora piuttosto bassi (volume medio di scambi giornalieri di € 7.9mn, con un range che va da meno di € 2mn a € 22mn). Inoltre, tendono a utilizzare poche alternative di finanziamento rispetto al tradizionale canale bancario.

In termini di valutazioni, le "Italian Champions" scambiano con un premio del 50% rispetto all'indice delle Mid Cap italiane e, in media, trattano in linea con i loro principali concorrenti internazionali."

Identity Card 2008-2018

Società con market cap superiore a € 1bn con i migliori total return su un periodo di 10 anni

Foto	Nome Italian Champion 2008-2018 Settore: Diversificato Capitalizzazione di mercato € 1.6 - 8.9 bn Liquidità € 1.5 - 21 mn CAGR fatturato a 10 anni 6% CAGR utile netto a 10 anni 14%									
Dettagli	<table border="1"> <tr> <td>Export</td> <td>> 50% per 7 su 10</td> <td rowspan="4">VALUTAZIONE in linea con i peer globali, a forte premio sul mercato italiano</td> </tr> <tr> <td>Azionista di riferimento</td> <td>Imprenditori / famiglia</td> </tr> <tr> <td>Quota di controllo</td> <td>100% sopra il 50%</td> </tr> <tr> <td>Canali di finanziamento</td> <td>principalmente bancario</td> </tr> </table>	Export	> 50% per 7 su 10	VALUTAZIONE in linea con i peer globali, a forte premio sul mercato italiano	Azionista di riferimento	Imprenditori / famiglia	Quota di controllo	100% sopra il 50%	Canali di finanziamento	principalmente bancario
Export	> 50% per 7 su 10	VALUTAZIONE in linea con i peer globali, a forte premio sul mercato italiano								
Azionista di riferimento	Imprenditori / famiglia									
Quota di controllo	100% sopra il 50%									
Canali di finanziamento	principalmente bancario									

■ Quali sono le 10 Italian Champions del decennio 2013-2023?

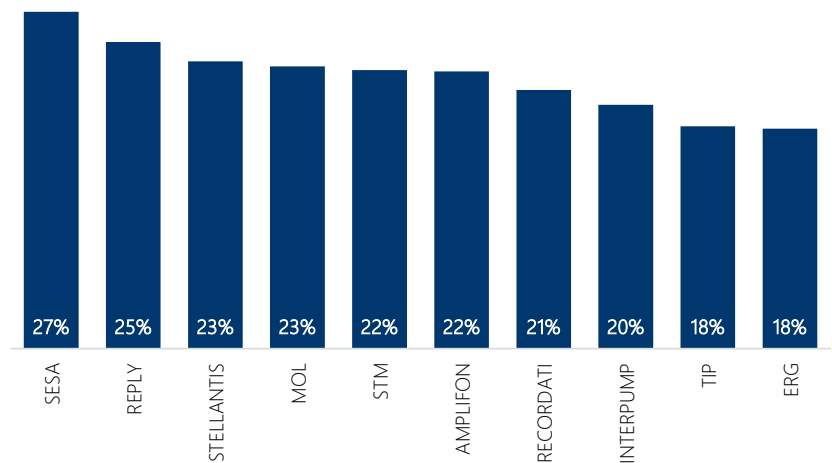
Le 10 società italiane con capitalizzazione superiore a € 1bn e scambi medi giornalieri di almeno € 0.5mn che hanno meglio performato negli ultimi 10 anni (total return nel periodo 1 ottobre 2013 - 30 settembre 2023) sono:

Sesa, Reply, Stellantis, MOL, STM, Amplifon, Recordati, Interpump, TIP ed ERG.



Fonte: elaborazione EQUITA SIM

ITALIAN CHAMPIONS: 10 MIGLIORI TOTAL RETURN ANNUALIZZATI 2013-2023

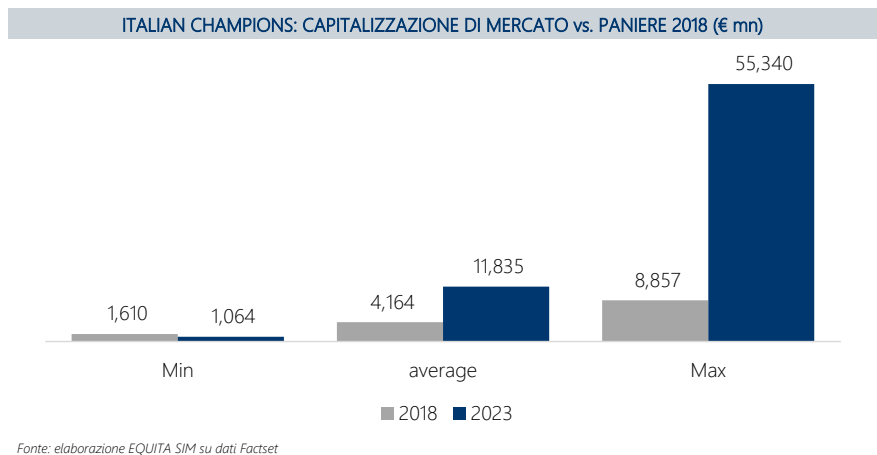
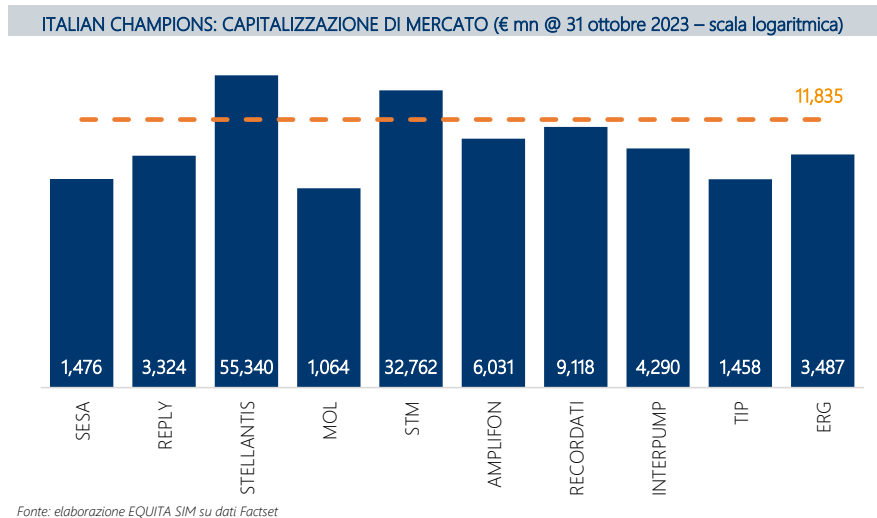


* periodo di riferimento 1 ottobre 2013 -30 settembre 2023
 Fonte: elaborazione EQUITA SIM su dati Factset

■ **Cos'è cambiato nelle caratteristiche dei Champions rispetto a 5 anni fa?**

1. Capitalizzazione media decisamente più elevata

La capitalizzazione dei 10 Champions di oggi è compresa tra € 1.1bn di MOL e € 55bn di Stellantis, con una **presenza di grandi gruppi che erano assenti nel 2018** (la market cap più elevata allora era inferiore a € 10bn), con **capitalizzazione media di circa € 12bn, quasi triplicata rispetto ai € 4bn del 2018**.



ITALIAN CHAMPIONS: INDICE DI RIFERIMENTO	
Società	Indice di riferimento
Sesa	FTSE MID
Reply	FTSE MID
Stellantis	FTSE MIB
Mol	FTSE MID
Stm	FTSE MIB
Amplifon	FTSE MIB
Recordati	FTSE MIB
Interpump	FTSE MIB
Tip	FTSE MID
Erg	FTSE MIB

Fonte: elaborazione EQUITA SIM

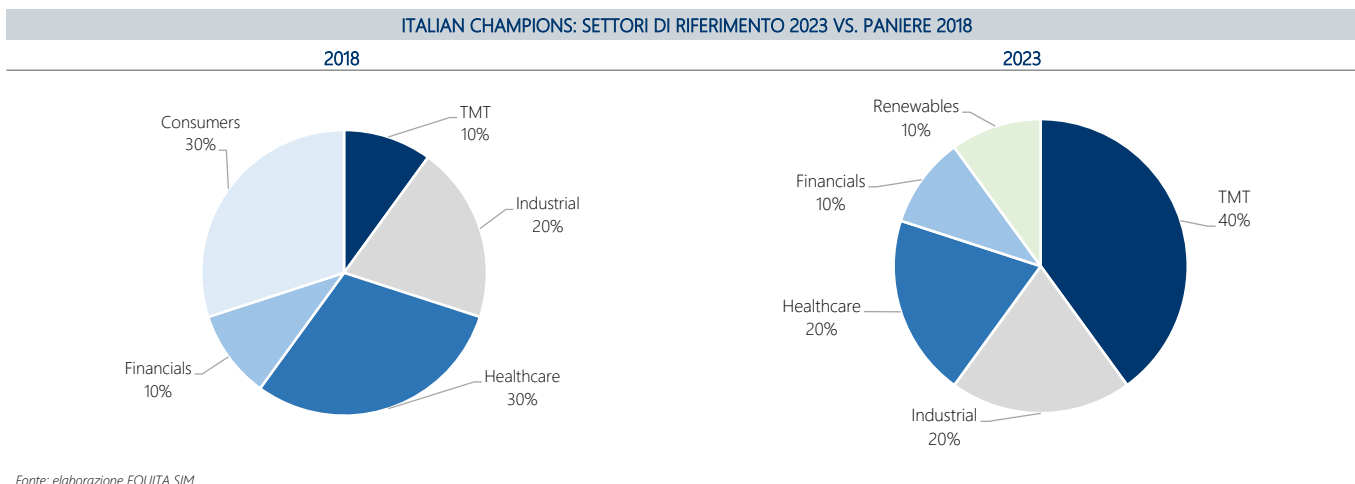
2. La maggioranza ora è quotata sul mercato principale

La maggioranza dei titoli (6 su 10 del paniere delle nuove Italian Champions) fa parte dell'indice delle **società a maggiore capitalizzazione (FTSE MIB), rispetto a una percentuale esattamente inversa (4 su 10) nel 2018**. Anche questa è un'indicazione a nostro avviso del fatto che il mercato ha premiato più recentemente titoli di dimensione più significativa, pur mantenendo un buon bilanciamento tra large caps e small-mid caps.

3. Settori di appartenenza: cresce il Tech, entrano le Rinnovabili, escono i Consumer

Il portafoglio delle 10 Italian Champions riflette le tendenze emerse negli ultimi anni, con **l'ingresso nel panel di titoli del settore delle energie rinnovabili (ERG)** che non erano presenti nel 2018 e una **forte espansione dei titoli legati alla tecnologia** (oltre a Reply, che si conferma nel paniere, sono entrate anche Sesa, STM e una fintech come MOL). **Si confermano** player come Recordati e Amplifon legati al settore **healthcare**. **Entrano due industriali** come Interpump (molto vicina alla soglia nel 2018) e Stellantis (capace di realizzare un'operazione *transformational* nel 2019 tale da rafforzarne il posizionamento competitivo e supportarne la performance) al posto di altre due industriali come Brembo e IMA (uscita dal mercato). Entra nel panel infine **TIP**, un operatore **finanziario da sempre focalizzato in investimenti in aziende di eccellenza** e che rispetto al 2018 ha ora ampiamente superato la barriera del € 1bn di capitalizzazione.

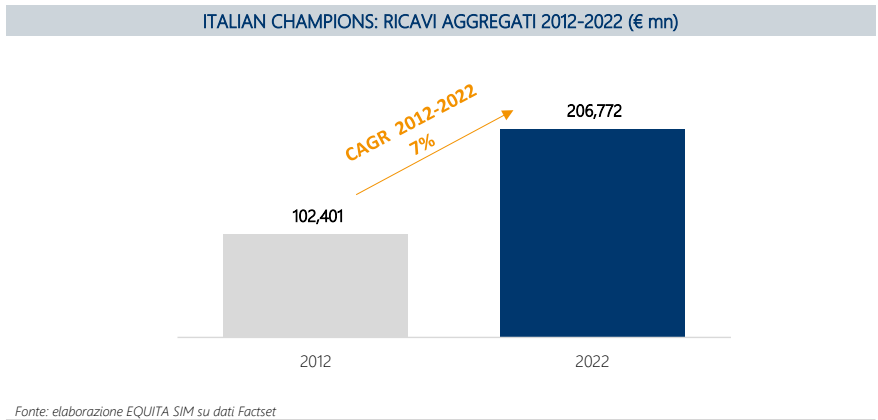
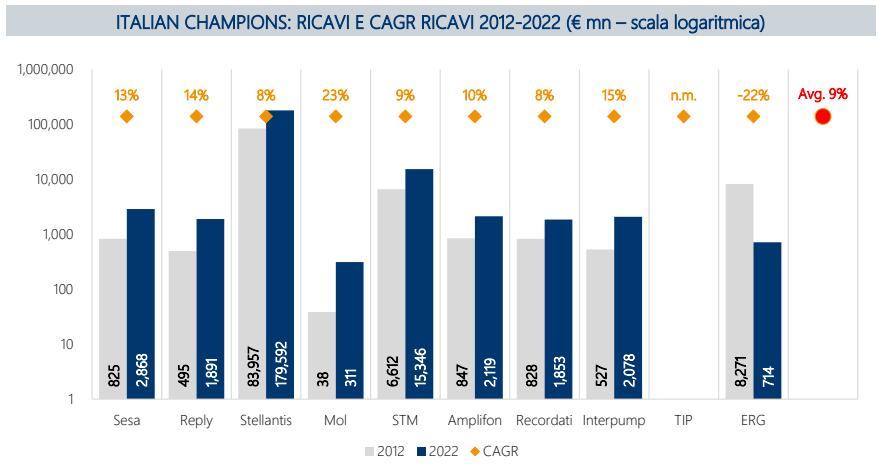
Anche se si conferma nel panel la rappresentanza di molti settori già presenti nel 2018 (industriali, *healthcare*, finanziari, tecnologici), **oggi i settori di riferimento appaiono più concentrati, con una maggiore presenza di titoli tech (o fintech) e l'assenza di titoli consumer** (che nel 2018 potevano contare su nomi come Campari, posizionata oggi comunque poco sotto le prime 10 best performers, De Longhi e su un consumer *sui generis* come Marr).



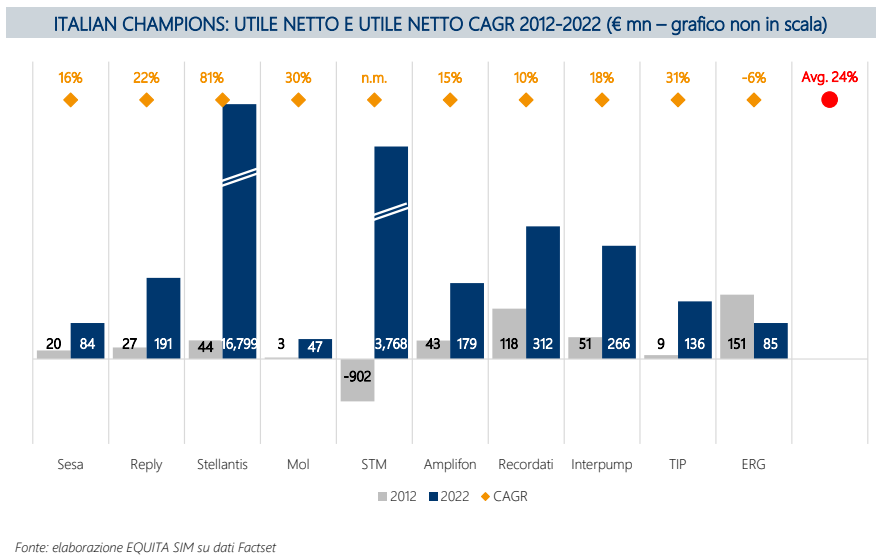
4. Ricavi in crescita del 9% CAGR e utili del 24% CAGR come media del panel

La progressione dei ricavi delle nuove Italian Champions ha visto mediamente una crescita CAGR del 9% nel periodo 2012-2022, un dato simile a quello del 2018. Non abbiamo inserito TIP in questo calcolo, dal momento che i ricavi sono una metrica non significativa per il gruppo. Abbiamo mantenuto invece nel panel ERG, anche se anche per questa società il dato di ricavi è poco significativo, visto che la società nel decennio ha realizzato un piano di completo riposizionamento dal settore energy (raffinazione) al settore rinnovabili.

Se guardassimo alla performance cumulata del portafoglio la crescita dei ricavi sarebbe del 7% CAGR, un dato però meno significativo a nostro avviso in quanto riflette il contributo preponderante sui ricavi del panel di Stellantis (che da sola genera un fatturato simile a quello degli altri 9 player cumulati), impattato nel periodo per altro dalla fusione con Peugeot.

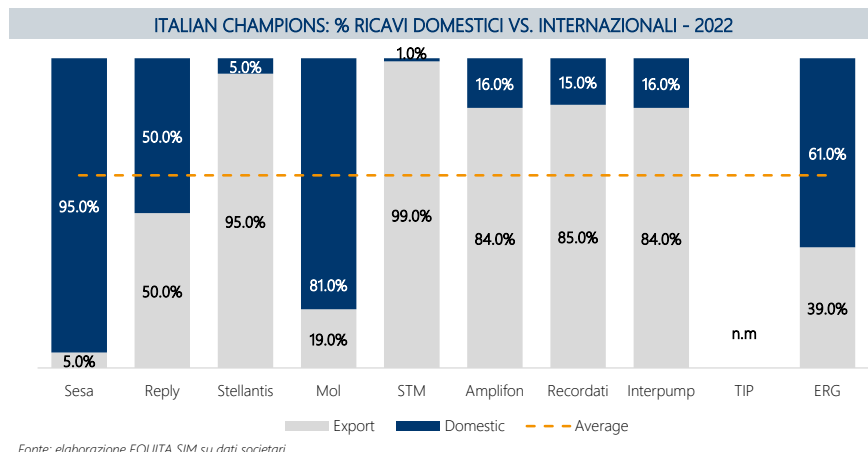


A livello di utile netto, **il panel delle Italian Champions evidenzia una performance media del 24% CAGR** (anche in questo caso con il caveat che gli utili di ERG sono di natura strutturalmente diversa oggi rispetto al 2012, in quanto ora 100% generati da asset rinnovabili). A livello di portafoglio cumulato, si è passati addirittura **da una perdita di € -0.4bn nel 2012 a un utile di € 21.9bn nel 2022**, grazie all'importante turnaround realizzato dalle due aziende a maggior capitalizzazione del panel, Stellantis ed STM, che nel 2012 erano a break-even o addirittura in perdita e nel 2022 hanno generato un utile rispettivamente di € 16.8bn e € 3.8bn.



5. Orientati all'export

La vocazione all'export delle Italian Champions rimane molto evidente: il panel di oggi mediamente realizza oltre il 60% dei ricavi all'estero. 6 titoli su 9 (escludendo TIP dal panel dato che la proiezione internazionale di TIP deriva dal portafoglio partecipate e non dai ricavi diretti) hanno una quota di export uguale o superiore al 50%. Questo dato non è molto dissimile dai valori del 2018, che vedevano 7 titoli su 10 realizzare oltre il 50% dei ricavi all'estero.



6. Governance: sempre prevalente la connotazione imprenditoriale/familiare, ma in strutture di controllo meno rigide

Nel 2018, 10 società su 10 avevano un saldo azionista di controllo che deteneva una percentuale dei voti uguale o superiore al 50%. In 9 casi su 10 l'azionista di controllo era la famiglia fondatrice.

Nel 2023, anche se la size media delle aziende nel panel è decisamente più elevata, la forma di gran lunga prevalente di governance vede ancora un azionista di riferimento rappresentato dai fondatori o dalla famiglia fondatrice.

Società	Governance	Azionista di riferimento	% capitale sociale	% diritti di voto	voto multiplo
Sesa	Controllo management	Fondatori	53%	69%	Sì
Reply	Controllo famiglia	Famiglia	40%	57%	Sì
Stellantis	Controllo famiglia	Famiglia	14%	14%	Sì
Mol	Controllo management	Fondatori	33%	41%	Sì
STM	public company	Stato	28%	28%	No
Amplifon	Controllo famiglia	Famiglia	42%	59%	Sì
Recordati	Controllo Private Equity	Private Equity	52%	52%	No
Interpump	public company	Fondatori	25%	25%	No
TIP	public company	Fondatori	11%	11%	No
ERG	Controllo famiglia	Famiglia	63%	63%	Sì

Fonte: elaborazione EQUITA SIM su dati societari

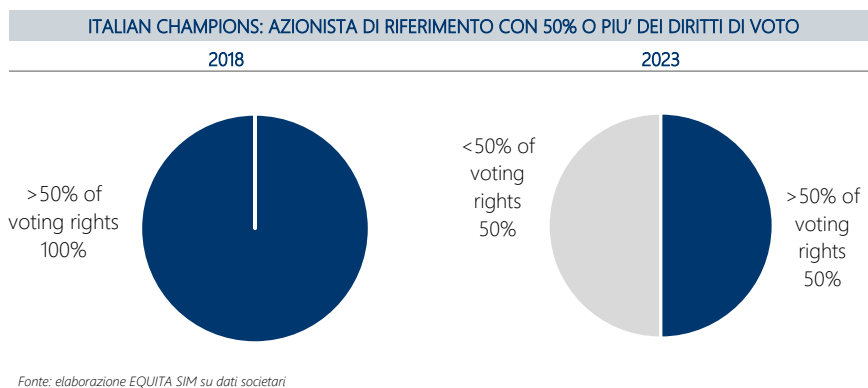
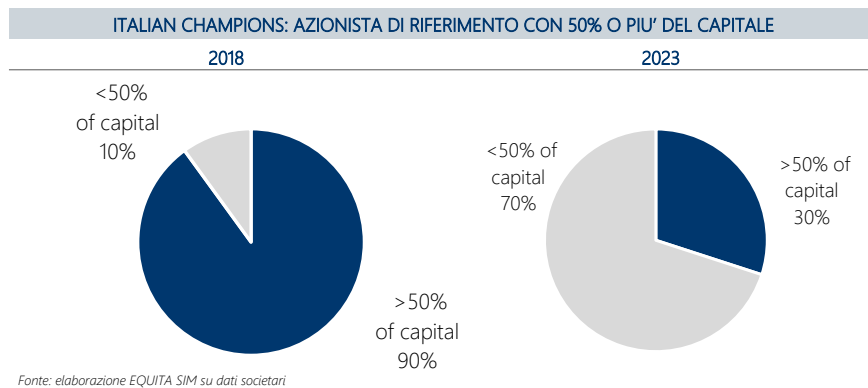
Questo vale per le società a media capitalizzazione come Sesa, Reply e MOL, **ma anche per gruppi più grandi** appartenenti al FTSE MIB come Stellantis, Amplifon ed ERG. Nel caso di Stellantis e Amplifon la quota della famiglia sul capitale è inferiore al 50%, anche se in Amplifon la struttura a voto maggiorato consente alla famiglia di mantenere oltre il 50% dei diritti di voto.

Recordati ha visto un cambio di governance rispetto al 2018, con **la famiglia fondatrice che ha ceduto il controllo al private equity**, pur rimanendo con un ruolo di azionista di minoranza.

Interpump e TIP rappresentano due aziende a controllo pubblico, nel senso che non esiste un azionista di riferimento che detenga una quota di controllo, **ma con una forte matrice imprenditoriale** per la leadership esercitata dai fondatori.

STM presenta infine una struttura di governance con lo Stato italiano e lo Stato francese in co-controllo, una fattispecie non presente nel panel del 2018.

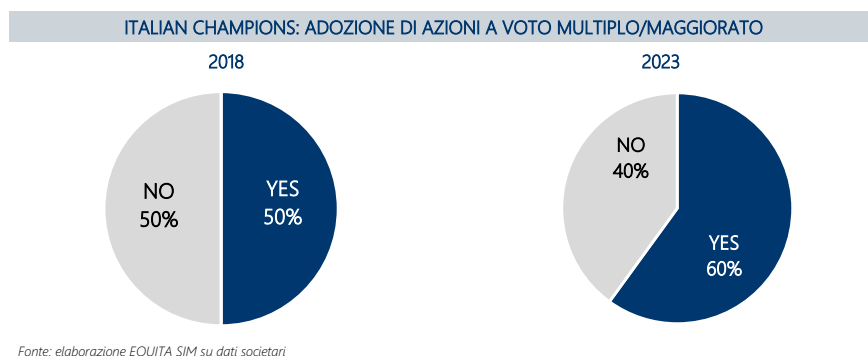
Nel complesso possiamo dire che la forma di governance prevalente rimane quella a matrice familiare/imprenditoriale, ma con una struttura di controllo meno “blindata” ossia con un progressivo venir meno della struttura di governance a rigido controllo familiare (oltre il 50% del capitale e dei diritti di voto).



7. Voto maggiorato: livelli di adozione leggermente saliti rispetto al 2018

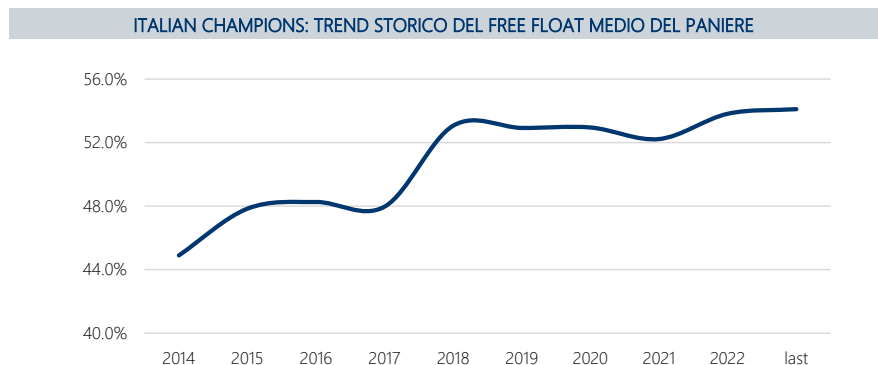
Uno strumento che ha consentito alle famiglie di ridurre la quota di possesso del capitale pur mantenendo una salda presa sui diritti di voto è rappresentato dal voto maggiorato.

Nel 2018 avevamo già evidenziato l’ampia adozione di soluzioni di voto doppio (loyalty shares) da parte delle aziende del panel, con 5 società su 10 dotate di questo strumento. **Nel panel delle Italian Champions di oggi, questa percentuale è ulteriormente salita a 6 società su 10.**



8. Free float: lenti ma costanti progressi

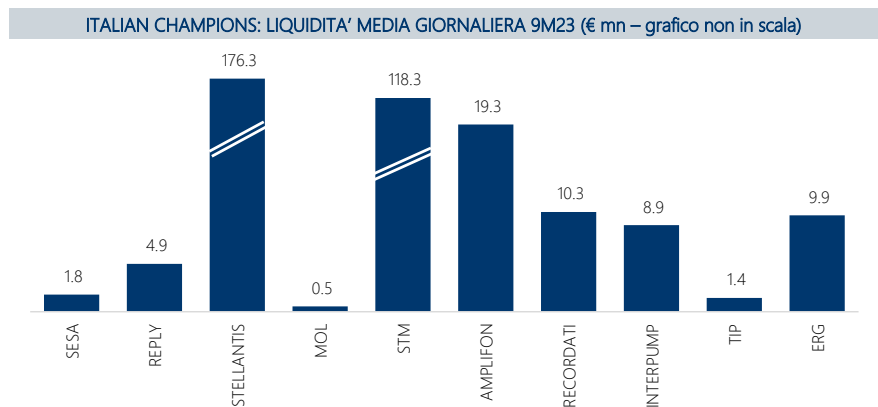
A conferma di quanto detto sopra sul progressivo abbandono di forme di controllo rigido sul capitale e sui diritti di voto, l'analisi storica evidenzia un progressivo ampliamento del free float da parte delle aziende del panel in questi 10 anni, grazie a operazioni di aggregazione o di collocamento di quote sul mercato.



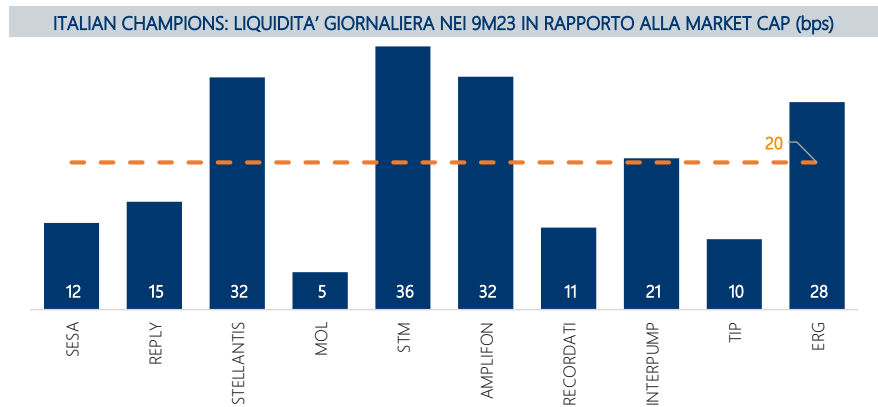
Fonte: elaborazione EQUITA SIM su dati Factset

9. Liquidità: un tema ancora critico per le aziende di media capitalizzazione

La liquidità dei titoli rimane mediamente ancora un tema critico per il mercato italiano. **La media del panel presenta una liquidità giornaliera nei primi 9 mesi del 2023 di € 35mn**, un numero fortemente condizionato dalla presenza nel panel di **Stellantis ed STM che hanno generato scambi medi giornalieri superiori a € 100mn. La mediana scende a € 9.4mn**, un livello comunque superiore del 40% a quello del 2018, grazie alla capitalizzazione più significativa delle aziende nel panel e in parte all'aumento del flottante, pur a fronte di scambi medi giornalieri nei 9M23 calati del 12% rispetto ai 9M18 per l'intero listino italiano.



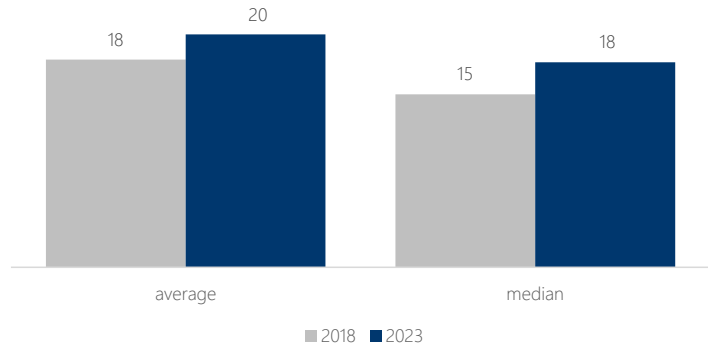
Fonte: elaborazione EQUITA SIM su dati Factset



Fonte: elaborazione EQUITA SIM su dati Factset

Rispetto alle capitalizzazioni, gli scambi medi giornalieri sono comunque piuttosto limitati, pari a 20bps come media e 18bps come mediana, su valori 12% e 18% superiori a quelli del 2018 (18bps come media e 15bps come mediana), ma comunque modesti.

ITALIAN CHAMPIONS: LIQUIDITA' IN RAPPORTO ALLA MARKET CAP 2023 vs. PANIERE 2018



Fonte: elaborazione EQUITA SIM su dati Factset

10. Financing: cresce la diversificazione dei canali di approvvigionamento del credito

Le aziende del panel fanno ricorso prevalentemente **sia a strumenti di finanziamento bancario che di mercato**. Rispetto al 2018, è **aumentata significativamente la quota di aziende del panel delle Italian Champions che ha fatto ricorso al mercato del debito** per finanziare la crescita, con una percentuale passata dal 20% al 60%, probabilmente anche per l'accresciuta dimensione delle aziende del panel. 4 aziende del panel su 10 però a tutt'oggi si finanziano esclusivamente attraverso il canale bancario.

ITALIAN CHAMPIONS: CANALI DI FINANZIAMENTO

Società	Canali di finanziamento
Sesa	Prestiti bancari
Reply	Prestiti bancari
Stellantis	Obbligazioni e prestiti bancari
Mol	Prestiti bancari
Stmicroelectronics	Obbligazioni e prestiti bancari
Amplifon	Obbligazioni e prestiti bancari
Recordati	Obbligazioni e prestiti bancari
Interpump	Prestiti bancari
TIP	Obbligazioni e prestiti bancari
Erg	Obbligazioni e prestiti bancari

Fonte: elaborazione EQUITA SIM su dati societari

11. M&A rimane un elemento quasi indispensabile per la crescita

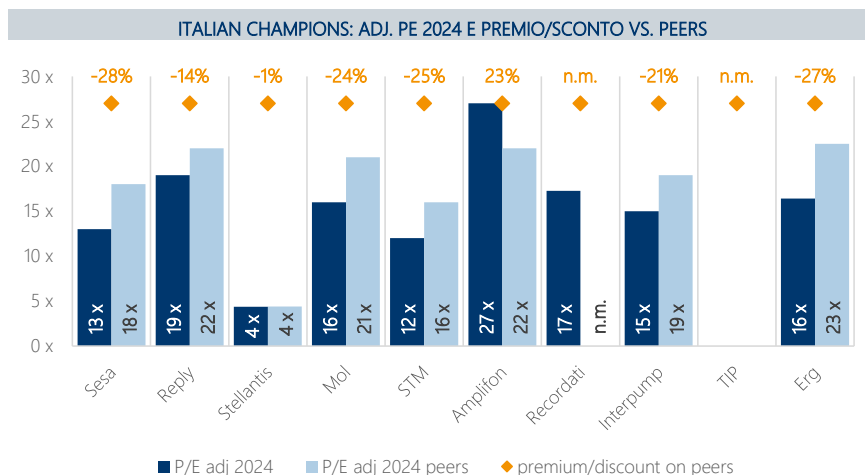
La performance realizzata in questi 10 anni dalle aziende del panel è stata possibile anche grazie all'ampio ricorso alla crescita esterna. Possiamo dire che per 9 società su 10 la capacità di acquisire e integrare aziende rappresenta una parte essenziale del core business e dell'investment case, pur con profili di operazioni molto diversi tra loro; *transformational* deals per Stellantis, molte operazioni di dimensioni medie e piccole per Sesa, Reply, MOL, Amplifon, Recordati, Interpump ed Erg, molto spesso finalizzate anche all'ingresso in nuovi mercati esteri (es. nei casi di Sesa, Reply, MOL ed ERG). Il panel presenta però anche aziende come STM che sono state in grado di eccellere in settori ad alta intensità di R&D e capitale prevalentemente per via organica. Da segnalare che ERG ha realizzato non solo acquisizioni ma anche *cessioni transformationals*, vendendo le attività di raffinazione, di marketing petrolifero e di produzione di energia non rinnovabile, per riposizionare il business come un pure player delle energie rinnovabili.

ITALIAN CHAMPIONS: STRATEGIA DI CRESCITA PER M&A PREVALENTE	
Società	Strategia di M&A prevalente
Sesa	Strutturale, target medi e piccoli
Reply	Strutturale, target medi e piccoli
Stellantis	Operazioni <i>transformationals</i>
Mol	Strutturale, target medi e piccoli
Stmicroelectronics	Principalmente crescita organica
Amplifon	Strutturale, target medi e piccoli
Recordati	Strutturale, target medi e piccoli
Interpump	Strutturale, target medi e piccoli
TIP	Strutturale (per le aziende in portafoglio)
Erg	Strutturale, target medi e piccoli

Fonte: elaborazione EQUITA SIM su dati societari

12. Valutazioni: multiplo medio del panel in calo vs. 2018 e a sconto rispetto ai peers

Abbiamo riportato nel chart il confronto dei multipli Adj. PE 2024 delle Italian Champions (ad esclusione di TIP, in quanto non significativo) con quelli medi dei peers quotati di ogni azienda. Per lo più emerge che le Italian Champions sono oggi a sconto anche significativo (mediamente il 15%) rispetto ai peers internazionali, mentre nel 2018 risultavano trattare a multipli allineati.

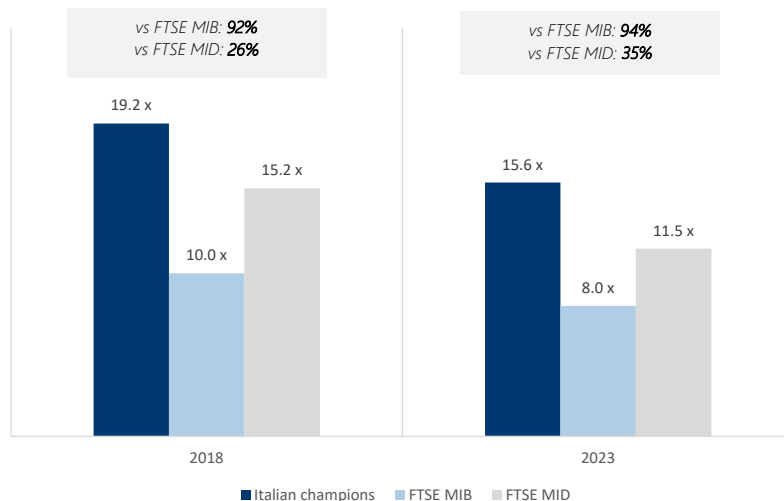


Fonte: elaborazione EQUITA SIM su stime Equita SIM e Bloomberg consensus

Il panel inoltre evidenzia un Adj. PE medio (non ponderato per la capitalizzazione, ed escludendo TIP per cui la metrica è priva di senso) di 15x 2024 rispetto a un multiplo di 8x per il FTSE MIB e 11.5x per il FTSE MID, con un premio quindi rispettivamente del 94% e del 35%.

Rispetto al 2018, il panel delle Italian Champions presenta un multiplo decisamente più ridotto in valore assoluto (il panel trattava mediamente a 19x PE 2019E) mentre il premio rispetto al mercato è rimasto simile (94% di premio sul FTSE MIB oggi rispetto al 92% del 2018 e 35% di premio sul FTSE MID rispetto al 26% del 2018).

ITALIAN CHAMPIONS: CONFRONTO ADJ. PE MEDIO VS. FTSE MIB E FTSE MID



Fonte: elaborazione EQUITA SIM su stime Equita SIM e Bloomberg consensus

■ Conclusioni

L'analisi delle caratteristiche delle Italian Champions del decennio 2013-2023 ha mostrato alcuni elementi di continuità e altri elementi di cambiamento rispetto a cinque anni fa.

Oggi come allora, le Italian Champions:

- Hanno avuto una capacità di sviluppare i ricavi con CAGR vicini al 10%, ampliando i margini;
- Hanno mantenuto una forte presenza sui mercati esteri;
- Sono state capaci di crescere sia organicamente che via M&A;
- Hanno ancora spesso un azionista di riferimento di matrice familiare/imprenditoriale che ha nel tempo aumentato il flottante.

Rispetto a 5 anni fa, però, le Italian Champions di oggi:

- Hanno una capitalizzazione mediamente più elevata;
- Vedono prevalentemente un azionista di riferimento con quote di capitale ben inferiori al 50%;
- Hanno fatto più ampio ricorso al mercato dei capitali di debito.

La liquidità rimane una criticità importante per le aziende di minore capitalizzazione, con livelli di scambi medi giornalieri decisamente limitati rispetto alle capitalizzazioni, anche se migliorati rispetto al 2018. È emersa poi una nuova criticità legata alla compressione delle valutazioni delle aziende del panel, sia in valore assoluto che rispetto ai peers internazionali.

In conclusione, possiamo dire che oggi le eccellenze italiane non si trovano più solo nelle piccole e medie capitalizzazioni ma sempre più in gruppi di dimensioni rilevanti e con una governance più aperta al mercato. D'altra parte, la compressione delle valutazioni, sia in valore assoluto che rispetto ai peers internazionali, è un segnale di attenzione per la diminuita capacità del sistema Italia di sostenere i propri campioni nazionali. Oltre allo spirito imprenditoriale e alla propensione alla crescita internazionale, sia organica che inorganica, servono infatti mercati dei capitali efficienti per attrarre le aziende più performanti sul mercato e investitori – giocoforza prevalentemente domestici per le aziende di medio-piccola capitalizzazione - in grado di sostenerne lo sviluppo e la corretta valorizzazione.

Identity Card 2013-2023

Società con market cap superiore a € 1bn con i migliori total return su un periodo di 10 anni

Foto

Nome
Italian Champion 2013-2023

Settore
Diversified (↑ tech, ↓ consumer)

Capitalizzazione di mercato
€ 1.1 - 55 bn

Liquidità
€ 0.5 - €176mn

CAGR fatturato a 10 anni
media 9%

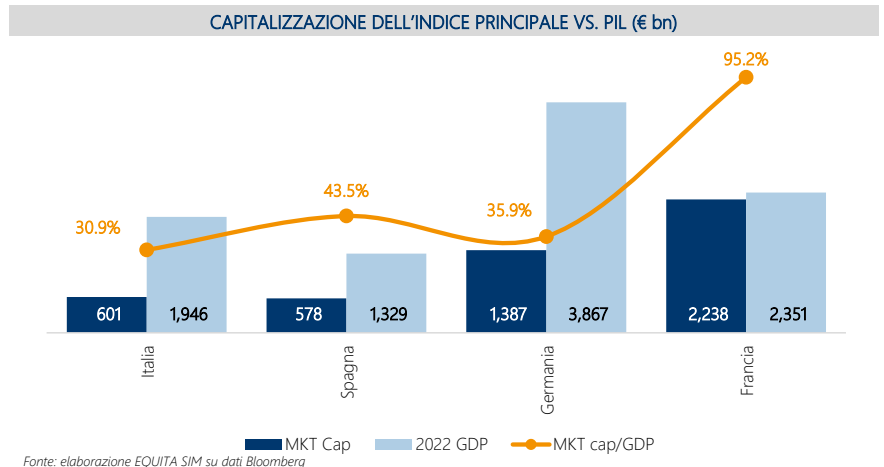
CAGR utile netto a 10 anni
media 24%

Dettagli

Export	> 50% per 6 su 9	VALUATION
Azionista di riferimento	Imprenditori / famiglia	a sconto sui peers globali, ma ancora a forte premio sul mercato italiano
Quota di controllo	70% sotto il 50% del capitale 50% sotto il 50% dei diritti di voto	
Canali di finanziamento	obbligazioni / prestiti bancari	

PROPOSTE PER SOSTENERE LO SVILUPPO DI NUOVE ITALIAN CHAMPIONS

I punti di forza e di criticità emersi dalla nostra analisi sulle aziende italiane di eccellenza, confermano che **i mercati italiani dei capitali hanno visto alcuni progressi negli ultimi anni**, testimoniati per esempio da: 1) l'aumento della **capitalizzazione** media delle imprese di eccellenza; 2) il supporto a operazioni di **M&A** – anche *transformational* – realizzate nel quinquennio; 3) il trend di ampliamento del **flottante** da parte degli azionisti di controllo, reso possibile anche dalla diffusione di meccanismi di **voto maggiorato e voto multiplo**; 4) lo sviluppo per le aziende di **canali di finanziamento alternativi a quello bancario**.



A nostro avviso molto ancora rimane da fare, visto il nanismo del mercato italiano che, se nel 2018 segnalavamo essere pari al 60% della capitalizzazione della sola Apple, vede oggi questa percentuale addirittura scendere al 26%. Simile preoccupazione sulla capacità dei mercati dei capitali domestici di attrarre nuove quotazioni e sostenere la crescita di nuove Italian Champions emerge guardando al **rapporto tra capitalizzazione di mercato e GDP, che evidenzia un gap ancora importante rispetto agli altri principali Paesi europei**, in diminuzione negli ultimi 5 anni rispetto a Germania e Spagna, ma **in forte allargamento rispetto alla Francia** che ha una capitalizzazione di mercato dell'indice principale vicina al 100% del GDP, dal 70% circa del 2018.

Abbiamo quindi riportato sinteticamente alcune delle **azioni urgenti da intraprendere per le società quotate** che sono state inserite tra le **10 proposte del recente Manifesto per lo sviluppo dei Mercati dei Capitali in Italia**, promosso da Equita, Assonime, Università Bocconi e Borsa Italiana e sottoscritto da primari attori del sistema finanziario italiano ([manifesto per lo sviluppo dei mercati dei capitali](#)). Si tratta di iniziative operative che a nostro avviso possono **supportare lo sviluppo delle nuove Italian Champions**:

- **Creazione di 20-25 portafogli / fondi d'investimento dedicati alle PMI quotate** da €100-200m ciascuno;
- **Creazione di un fondo di fondi di € 1bn** che selezioni 10 gestori da €100m ciascuno per investimenti in PMI quotate italiane attraverso PIR alternativi;
- Valutazione di **iniziative che evitino i recenti fenomeni di disinvestimento dai PIR** una volta entrati in vigore i benefici fiscali;
- Incremento della **quota investibile da parte dei PIR alternativi in mid-cap quotate**, migliorando così la liquidità dei fondi;
- Allargamento dei potenziali investitori alle **persone giuridiche**;
- Introduzione di **misure fiscali** simili a quelle riservate agli investimenti in PMI innovative;
- Introduzione di un **credito d'imposta sui costi della ricerca indipendente** sostenuta dagli operatori;
- Introduzione di un **credito d'imposta sui costi sostenuti dagli emittenti** per la ricerca sponsorizzata;
- Creazione di **strumenti mutualistici a supporto dei costi di ricerca** sostenuti da emittenti e operatori, con il contributo, diretto o indiretto, dello Stato (e.g. fondi di categoria sul modello anglosassone).

INFORMATION PURSUANT TO EU REGULATION 2016/958 supplementing Regulation EU 596/2014 (c.d. MAR)

This publication was prepared by the Equita SIM (EQUITA SIM is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree no. 58/1998, CONSOB resolution no. 11761 of December 22nd 1998 and registered as no. 67 in the Italian central register of investment service companies and financial intermediaries) Research Division's team of financial analysts who are bound to Equita SIM by an employment contract. The team members are: Aleksandra Arsova, Gianmarco Bonacina, Massimo Bonisoli, CFA, Paola Carboni, Alessandro Cecchini, Martino De Ambroggi, Luigi de Bellis, Emanuele Gallazzi, Stefano Gamberini, Alberto Gegra, Domenico Ghilotti, Davide Giuliano, Roberto Letizia, Andrea Lisi, Davide Marchesin, CFA, Milo Silvestre, Alessandro Ulliana.

EQUITA SIM is distributing this publication via e-mail to more than 900 qualified operators on Monday, 11 December 2023 at 05:21 PM.

The prices of the financial instruments shown in the report are the closing prices of the date indicated in the first page stock data table.

EQUITA SIM intends to provide continuity in reporting on the financial instruments covered by this document, half-yearly and, in any case, in line with the timing of the periodic financial reporting and any other exceptional events that occur within the scope of the issuer's activities.

The information contained in this publication is based on sources believed to be reliable. Although EQUITA SIM makes every reasonable endeavour to obtain information from sources that it deems to be reliable, it accepts no responsibility or liability as to the completeness, accuracy or exactitude of such information. If there are doubts in this respect, EQUITA SIM clearly highlights this circumstance. The most important sources of information used are the issuer's public corporate documentation (such as, for example, annual and interim reports, press releases, and presentations) besides information made available by financial service companies (such as, for example, Bloomberg and Reuters) and domestic and international business publications. This publication has not been submitted to the issuer.

The recommendations were produced using proprietary Excel models that are stored on company servers. The models are backed up at the end of each month.

EQUITA SIM has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them.

However, it is pointed out that EQUITA SIM is an intermediary licensed to provide all investment services as per Italian Legislative Decree no. 58/98. Given this, EQUITA SIM might hold positions in and execute transactions concerning the financial instruments covered by the present publication, or could provide, or wish to provide, investment and/or related services to the issuers of the financial instruments covered by this publication. Consequently, it might have a potential conflict of interest concerning the issuers, financial issuers and transactions forming the subject of the present publication.

In addition, it is pointed out that, within the constraints of current internal procedures, EQUITA SIM's directors, employees and/or outside professionals might hold long or short positions in the financial instruments covered by this publication and buy or sell them at any time, both on their own account and that of third parties.

Research Division management alone determines the remuneration of the analysts who produced the publication, and their remuneration is not linked to Equita SIM's Investment Banking transactions. It is linked to Equita SIM's total revenue, which includes the revenue of the Investment Banking and Sales & Trading Divisions.

For more details on the policies and principles designed to ensure the integrity and independence of Equita SIM analysts, please refer to the policy on organizational mechanisms of the Research activity available at www.equita.eu on the "Legal notices" section.

Regarding securities for which EQUITA SIM has the role of sponsor and/or specialist the coverage policy is always coherent with the requirements of the role itself.

For additional details on the policies and principles that guarantee the integrity and independence of Equita SIM analysts, please refer to the policy on the Research Division's organisational and administrative mechanisms, which is available online at www.equita.eu in the "Legal Notices" section.

The recommendations to BUY, HOLD and REDUCE are based on Expected Total Return (ETR – expected absolute performance in the next 12 months inclusive of the dividend paid out by the stock's issuer) and on the degree of risk associated with the stock, as per the matrix shown in the table. The level of risk is based on the stock's liquidity and volatility and on the analyst's opinion of the business model of the company being analysed. Due to fluctuations of the stock, the ETR might temporarily fall outside the ranges shown in the table.

EXPECTED TOTAL RETURN FOR THE VARIOUS CATEGORIES OF RECOMMENDATION AND RISK PROFILE

RECOMMENDATION/RATING	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 10%	ETR >= 15%	ETR >= 20%
HOLD	-5% <ETR < 10%	-5% <ETR < 15%	0% <ETR < 20%
REDUCE	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%

The methods preferred by EQUITA SIM to evaluate and set a value on the stocks forming the subject of the publication, and therefore the Expected Total Return in 12 months, are those most commonly used in market practice, i.e. multiples comparison (comparison with market ratios, e.g. P/E, EV/EBITDA, and others, expressed by stocks belonging to the same or similar sectors), or classical financial methods such as discounted cash flow (DCF) models, or others based on similar concepts. For financial stocks, EQUITA SIM also uses valuation methods based on comparison of ROE (ROEV – return on embedded value – in the case of insurance companies), cost of capital and P/BV (P/EV – ratio of price to embedded value – in the case of insurance companies).

The purpose of this publication is merely to provide information that is up to date and as accurate as possible. The publication does not represent to be, nor can it be construed as being, an offer or solicitation to buy, subscribe or sell financial products or instruments, or to execute any operation whatsoever concerning such products or instruments.

EQUITA SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. All investment/divestiture decisions are the exclusive responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who may decide whether or not to execute the investment/divestment based on his or her own knowledge and expertise.

Therefore, EQUITA SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the subject using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice.

The list of all conflicts of interest, rating dispersion, last 12 months recommendation made by Equita SIM's analysts and other important legal disclaimers are available on www.equita.eu in the "Legal notices" section.

This document has been provided to you solely for informational purposes and may not be reproduced or distributed, directly or indirectly, to any other person, nor may it be published, wholly or in part, for any reason, without EQUITA SIM's specific authorisation. By accepting this document, you agree to comply with the limitations indicated above.

For Entities and Clients in the United Kingdom

Equita is registered as a UK's "Overseas Persons Exclusion" ("OPE"): this means that Equita has not established an actual or deemed permanent place of business in the UK. Equita is not a member of the "Financial Conduct Authority" and Research Analysts and Research Reports must comply with requirements for fairness, balance and disclosure of potential conflicts of interest. This research report is only being offered to UK "investment professionals" and "high net worth companies" and the investment to which it relates is available only to such persons and that any other person(s) should not act or rely upon it.

For Entities and Clients in the United States

Equita is not registered as a broker-dealer with the U S Securities and Exchange Commission, and it and its analysts are not subject to SEC rules on securities analysts' certification as to the currency of their views reflected in the research report. Equita is not a member of the Financial Industry Regulatory Authority. It and its securities analysts are not subject to FINRA's rules on Communications with the Public and Research Analysts and Research Reports and the attendant requirements for fairness, balance and disclosure of potential conflicts of interest.

This research report is only being offered to Major U S Institutional Investors and is not available to, and should not be used by, any U S person or entity that is not a Major U S Institutional Investor. Equita can not and will not accept orders for the securities covered in this research report placed by any person or entity in the United States. Orders should be placed with our correspondent, Auerbach Grayson & Co. 212-557-4444.