

# Finanza

## Uomini & affari

Le performance

# Quando la Borsa dribbbla la crisi le azioni ai massimi in Piazza Affari

SARA BENNEWITZ, MILANO

Nonostante la frenata dell'economia un gruppo di aziende quotate a Milano chiude l'anno con prezzi ai record decennali, o poco sotto. Da Ferrari a DiaSorin, da Moncler a Recordati, le ragioni di una scommessa (non priva di rischi) fatta dagli investitori

**E** siste un gruppo di aziende italiane che in Piazza Affari, a dispetto delle minacce che frenano l'economia globale, si avvia a chiudere il 2019 con prezzi vicini ai livelli record dell'ultimo decennio. In alcuni casi hanno fatto qualche passo indietro rispetto ai massimi storici ma, dal punto di vista borsistico, sono comunque riuscite a restare vicine a valutazioni estremamente elevate: gli analisti, che guardano i rapporti fra la capitalizzazione e i profitti attesi (i cosiddetti multipli), segnalano che si tratta di valori stellari, spesso vicini ai massimi di sempre.

In questo gruppo ci sono nomi d'aziende più o meno note al grande pubblico, che a loro modo rappresentano i migliori esemplari delle eccellenze borsistiche italiane. C'è la Ferrari, che ha rivisto al rialzo i suoi stessi obiettivi di crescita per il 2019, così come una serie di imprese che hanno a che fare con il comparto medicale quali Amplifon, DiaSorin e Recordati, unite da un insieme di fattori comuni: continuano anch'esse ad annunciare risultati in crescita, operano in un settore anticiclico, hanno una buona stabilità dei flussi di cassa e un business poco volatile, che in questi mesi ha dimostrato di poter attrarre gli investitori come farebbe un porto sicuro in mari burrascosi.

**MULTIPLI STELLARI**

Nel lusso, poi, la sola Moncler è tornata su valori non lontani dai massimi di sempre, perché il settore da una parte ha subito forti oscillazioni per la guerra sui dazi scatenata sull'asse tra Stati Uniti e Cina e per le proteste di Hong Kong, due fattori d'incertezza che hanno imposto agli investitori di essere ancor più selettivi sui titoli dell'alta gamma. Fatto sta che il gruppo guidato da Remo Ruffini, entrato nel mirino dei francesi di Kering ma che intanto continua a crescere a due cifre, è oggi la maggiore griffe italiana in termini di capitalizzazione borsistica, anche se fattura meno di colossi del

calibro di Prada. Stesso discorso per Campari, che continua a crescere anche grazie ad acquisizioni mirate, che negli anni della globalizzazione ha dimostrato di saper integrare le prede conquistate, creando valore.

«In un contesto di grande liquidità, tassi negativi e rendimenti più bassi», spiega Massimo Trabattoni, responsabile azionario Italia di Kairos, «alcune eccellenze hanno registrato ottime performance. Si tratta di imprese non strettamente legate al ciclo economico, oppure brand riconosciuti, o utility capaci di garantire interessanti rendimenti. Gli investitori si sono mostrati disposti e pagare multipli più alti, prendendosi un po' di rischio, pur di avere un qualche ritorno».

La ricerca di aziende di qualità ha spinto gli investitori a puntare su titoli che già presentavano valutazio-

1.045%

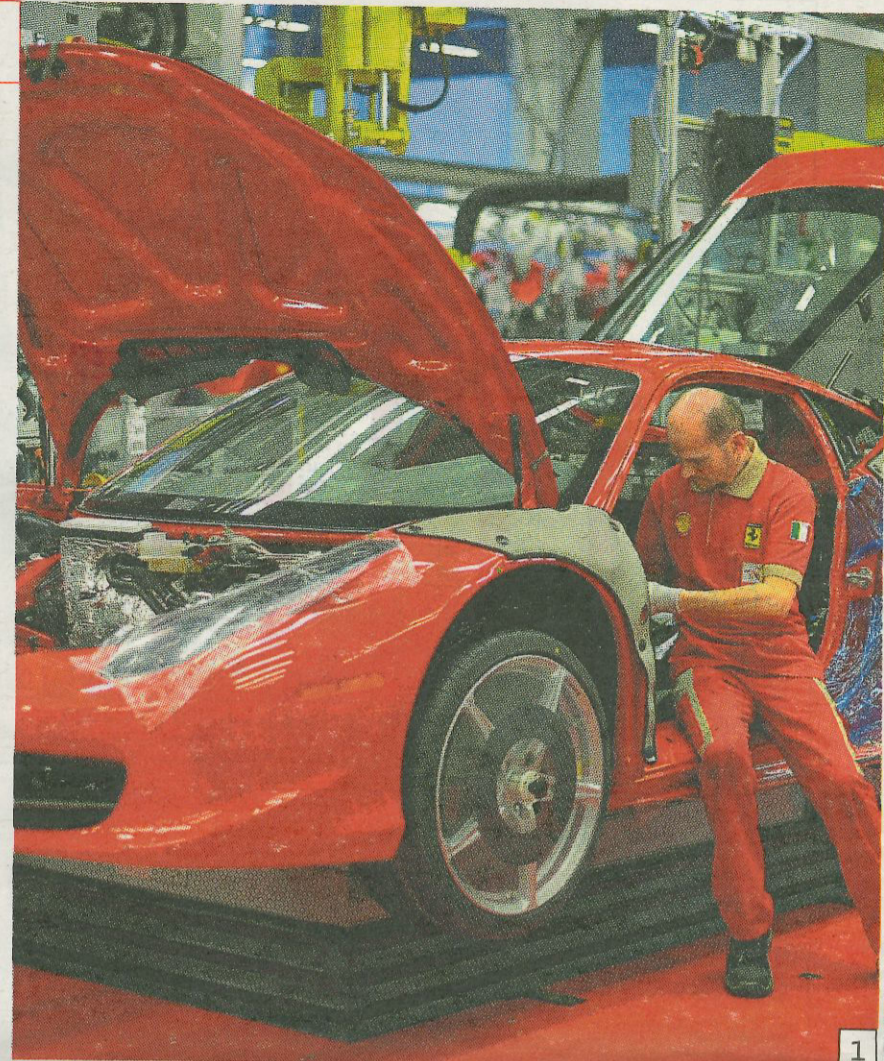
**LA RIVALUTAZIONE DI INTERPUMP**

Tra il minimo e il massimo toccato nell'ultimo decennio (nell'aprile scorso), prima che il titolo ritracciasse un po'

40 volte

**RAPPORTO TRA IL PREZZO E GLI UTILI**

Raggiunto a novembre in Borsa da Ferrari, in base alle stime per il 2019



GABRIEL BOUYS/AFP

ni elevate. Campari è passata da un prezzo pari a 22 volte gli utili fino a un picco di 35; Ferrari ha sfiorato le 40 volte.

**QUEI RICCHI DIVIDENDI**

«Alcune aziende sono state molte brave a guidare gli analisti in maniera corretta, e di conseguenza anche le stime di crescita attese dal mercato», osserva Andrea Re, responsabile del team azionario di Pramerica Sgr, «e così sono state premiate dagli investitori, che le hanno percepite come affidabili. L'elevata qualità dei flussi di cassa più prevedibili, rispetto ad altri settori più ciclici - in un contesto macro-economico debole con diverse incognite geopolitiche e tassi d'interesse decrescenti - ha portato a un'espansione dei multipli e delle metriche di mercato. Pertanto, pagare trenta volte gli utili,

che solo nel 2018 poteva sembrare un miraggio, nel 2019 - soprattutto nella prima parte dell'anno, perché poi alcuni eccessi si sono sgonfiati - è diventato quasi normale».

Al di là delle eccellenze del Made in Italy e di quelle multinazionali tascabili che in questi anni hanno mostrato di poter occupare nicchie produttive a livello mondiale, sono state premiate dal mercato con valutazioni stellari anche numerose utility, come ad esempio Hera e A2a, piuttosto che le società operanti nei business regolati, come Terna, l'azienda che gestisce la rete elettrica. Anche loro hanno raggiunto valutazioni da capogiro, un po' per il discorso del porto sicuro, un po' perché garantiscono dividendi generosi. «Spesso, nell'attuale contesto di mercato, investendo in un'obbligazione governativa si hanno rendi-

**I numeri**

**TITOLI DA RECORD, UN DECENNIO IN TRE PREZZI** ALCUNE DELLE AZIONI QUOTATE A PIAZZA AFFARI PIÙ VICINE AI MASSIMI DEGLI ULTIMI DIECI ANNI

MINIMO ULTIMI 10 ANNI	DATA	AZIENDA	DATA	MASSIMO ULTIMI 10 ANNI	PREZZO AL 19/12/2019
0,29	24 LUG 2012	a2a	6 NOV 2019	1,68	1,8
2,82	24 LUG 2012	amplifon	02 DIC 2019	25,56	26,8
6,85	1 FEB 2010	BANCA GENERALI	15 MAG 2015	29,1	32,91
0,89	21 FEB 2010	brembo	5 MAG 2017	11,09	14,92
5,65	23 SET 2011	Buzzi Unicem	5 MAG 2017	22,07	24,87
4,47	21 FEB 2010	Cembro	11 MAG 2018	22,8	26,7
1,75	9 FEB 2010	CAMPARI	10 MAG 2019	8,14	9,3
18,56	6 GEN 2012	DiaSorin	6 DIC 2019	117,6	125
2,03	24 LUG 2012	enel	18 DIC 2019	6,96	7,08
28	11 FEB 2016	FERRARI	27 NOV 2019	149,75	155,1
3,81	14 AGO 2014	FINECO BANK	17 APR 2019	10,92	12,38
8,21	31 MAG 2012	GENERALI	12 NOV 2019	18,49	19,5
0,95	2 AGO 2012	HERA	20 NOV 2019	3,97	4,04
12,08	6 DIC 2010	IMA	16 GIU 2017	64,5	84,85
3,18	7 FEB 2010	INTERPUMP GROUP	26 APR 2019	27,82	33,26
3,13	21 NOV 2016	IG Italgas	15 LUG 2019	5,59	6,23
2,43	24 LUG 2012	MEDIABANCA	4 NOV 2019	9,98	10,96
10,25	16 OTT 2014	MONCLER	6 DIC 2019	40,32	42,2
8,04	30 APR 2019	nexi	17 DIC 2019	11,4	11,59
5,17	9 FEB 2016	Pastizziana	12 NOV 2019	10,3	11,2
4,99	14 MAG 2012	RECORDATI	27 AGO 2019	37,58	40,97
3,88	27 GIU 2010	REPLY	27 NOV 2019	70,3	74,8
3,67	18 MAG 2012	STI	13 DIC 2019	24,1	25,48
2,42	18 AGO 2011	Terna	11 NOV 2019	5,89	6,01

VALORI IN EURO

Arte & mercato

LUDOVICO PRATESI



1 Un addetto al lavoro nella fabbrica di Maranello della Ferrari

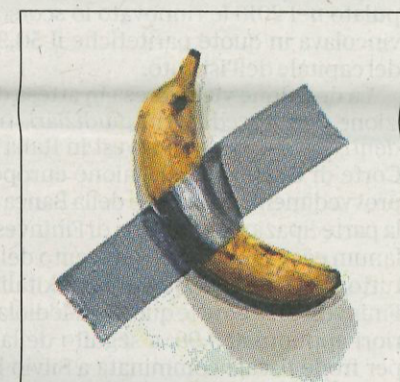
2 Apparecchio diagnostico prodotto dalla vercellese DiaSorin

3 Un modello Moncler Genius, presentato a Milano nel 2019



## Art Basel Miami oltre la banana

**N**on si può dire che Maurizio Cattelan non abbia colpito ancora. La sua opera *Comedian*, esposta nello stand della galleria Perrotin a Art Basel Miami, la fiera d'arte che si è tenuta nella città della Florida dal 5 all'8 dicembre, è stata venduta ben tre volte a 120 mila dollari l'una. Si tratta come ormai è risaputo di una banana attaccata ad una parete con un pezzo di nastro adesivo grigio, che l'artista ha esposto «per provocare una riflessione sul valore dell'arte oggi». Banane a parte, la fiera ha visto ottimi risultati di vendite con cifre plurimilionarie, soprattutto per le opere pittoriche dei maestri americani e tedeschi della seconda metà del Novecento. Cominciamo dai tedeschi: la galleria David Zwirner ha venduto il dipinto di Gerhard Richter *Versammlung* (1962) per 20 milioni di dollari, mentre l'opera di Sigmar Polke *Graphitbilder mit schleifen (nach Albrecht Dürer)* (1986) è stata acquistata per 3 milioni di dollari nella galleria di Michael Werner. La scultura in bronzo *Sing Sang Zero* (2011) di Georg Baselitz ha raggiunto il prezzo di 3,5 milioni di euro, da Skarstedt la tela di Albert Oehlen *Rasierer* (2005) è stata venduta a 2,5 milioni di dollari. I maestri Usa non sono da meno: sempre da Skarstedt *The Housewife and the Grocer* (1988)



Maurizio Cattelan, *Comedian*  
Venduta tre volte a 120 mila dollari l'una a Art Basel Miami

L'opinione

Alcune società sono state brave a "guidare" gli analisti sulle stime di crescita, così sono state premiate perché ritenute affidabili

ANDREA RE  
PRAMERICA SGR

L'intervista

## "Medie, globali e familiari: ecco perché ai mercati piacciono le imprese italiane"

Bernardo Bertoldi, docente di Family business strategy, spiega le ragioni del boom di molti titoli industriali: "Anche il voto plurimo aiuta"



Bernardo Bertoldi  
Università di Torino

menti negativi», spiega Trabattoni, «e allora tanto vale puntare sul rendimento di alcune tipologie di azioni come quelle delle utilities, che garantiscono interessanti dividendi».

CAUTELA SUL FUTURO

Oppure, come accaduto ad Enel, si tratta di gruppi che sono riusciti a diversificare il business a livello geografico: «Enel ha anche saputo affermare la sua leadership nelle energie rinnovabili, cavalcando la trasformazione in atto legata alle dinamiche ambientali», prosegue Re, sottolineando che si tratta di «tematiche che quest'anno hanno ottenuto un'attenzione crescente da parte degli investitori internazionali».

Allo stuolo di titoli dell'energia premiati dal mercato, si è aggiunta Poste, che ha saputo mantenere gli obiettivi e garantire ricchi dividendi. Fatto sta che se il 2019 è stato da record per molti, il 2020 potrebbe non rivelarsi all'altezza, se non altro per l'attesa delle elezioni americane d'autunno. «Dopo le straordinarie performance registrate da alcuni titoli nel 2019», osserva Re, «è difficile ipotizzare che si possano replicare simili guadagni anche nel 2020. Tuttavia le aziende di elevata qualità con una buona prevedibilità dei flussi di cassa possono promettere bene anche per il futuro».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

In un mondo con un eccesso di liquidità, l'imprenditorialità è una caratteristica preziosa per gli investitori. E le famiglie imprenditoriali che controllano aziende come Amplifon, Brembo, Campari, Interpump, DiaSorin, Moncler, Ima, Reply, hanno espresso una cifra imprenditoriale che raramente si trova». Bernardo Bertoldi, docente di Family business strategy all'Università di Torino, spiega così la presenza di molte aziende a controllo familiare tra i titoli di Piazza Affari più vicini ai record storici. E sostiene che questo fenomeno mostra come l'introduzione del voto plurimo non abbia fatto fuggire gli investitori internazionali: «Anzi, al contrario di quello che si temeva, ha chiarito gli apporti dei diversi attori. Gli investitori vedono come positiva la chiara assunzione di responsabilità di un azionista stabile, che conosce il settore di riferimento e impone disciplina al management. Gli imprenditori hanno la certezza di avere in mano le decisioni chiave per il futuro dell'azienda, che spesso rappresenta la quasi totalità del loro patrimonio».

**Quanto pesano sul sistema italiano le aziende di medie dimensioni che hanno saputo sfruttare la globalizzazione?**

«Oggi moltissimo, in futuro di più. È un trend iniziato con la caduta del muro di Berlino: chi non ha accettato di competere in un mondo piatto si è rimpicciolito. Questo trend continuerà perché si basa su mobilità dei capitali, globalità dell'informazione, sistemi finanziari connessi. Il protezionismo politico

lo può rallentare solo temporaneamente».

**È un fenomeno che esiste anche in altri Paesi o è una nostra caratteristica?**

«Altre economie hanno un sistema simile, ad esempio la Germania, ma sono fatte di imprese che crescono collegandosi a imprese globali, i cosiddetti campioni nazionali. Le medie imprese italiane invece crescono in settori dove non hanno effetto le economie di scala o di scopo. La dimostrazione è che spesso inventano i macchinari di cui hanno bisogno perché non esistono: nessuno li produce perché il settore è troppo piccolo per essere d'interesse per un produttore di macchinari. Un settore piccolo è diverso da una nicchia, che è una parte di un settore. La distinzione è importante perché rinchiudersi nelle nicchie significa essere accerchiati dai leader, mentre essere il leader di un settore piccolo permette di crescere».

**Bastano queste imprese per assicurare un futuro industriale all'Italia?**

«A patto che nelle nostre aziende ci sia abbastanza imprenditorialità per fare il passaggio dimensionale dico sì. Primo perché i settori piccoli sono moltissimi e aumentano con la sofisticazione della domanda globale. Secondo perché il nostro vantaggio competitivo deriva da una distinzione data da gusto, creatività, tecnologia. La base per queste capacità è il Paese in cui viviamo: ognuno di noi è continuamente immerso in secoli di laboriosa creazione di bellezza, anche solo quando cammina per le strade di una città o di un borgo. Sin da piccoli siamo costretti a sintetizzare un'infinita serie di stimoli, godendoci il Colosseo, gli Uffizi, Venezia, le Alpi, la Valle dei Templi e altre bellezze che qualsiasi altro umano non può neppure immaginare. Nessuno di noi può sfuggire a questa educazione. E alcuni di noi riescono a sintetizzarla in idee e prodotti che distinguono ogni settore in cui competiamo».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

di Richard Prince è stato comprato per 3 milioni di dollari, *Man and Woman* (2019) di George Condo per 1,5 milioni, mentre *Untitled* (1966) di Alexander Calder è stata acquistata a 2 milioni di dollari nella galleria Thomas. Prezzi da capogiro anche per gli afroamericani: *Untitled (Silver Tapestry)* (2008) di David Hammons è stato acquistato nella galleria Hauser & Wirth per 2,4 milioni di dollari. Cifre significative anche per i contemporanei americani: *Untitled* (2009) di Christopher Wool è stato comprato al prezzo di 6 milioni di dollari nella galleria Levy Gorvy, che ha venduto *Untitled (Indian #2 Face 45.47)* (2014) di Mark Grotjahn a 5 milioni, e la scultura *Testa d'uomo* (1961) di Alberto Giacometti a 2,5 milioni. *Rat Catcher of Hamelin II* (2011) di Mark Bradford è stato acquistato per 7,75 milioni nella galleria White Cube, e una tela di Alex Katz ha raggiunto il valore d'acquisto di 1,7 milioni di dollari. Un buon risultato anche per il nostro Alighiero Boetti: da Tornabuoni due mappe ricamate degli anni Ottanta sono state vendute per 2,3 e 1,7 milioni di euro: anche alcuni maestri italiani del Secondo Novecento hanno ormai sfondato nel mercato internazionale.

© RIPRODUZIONE RISERVATA