



Corso di Laurea in Strategic Management
Cattedra di Finanza Aziendale Avanzata

La valutazione di On Holding AG: analisi DCF e implicazioni strategiche post-IPO

Prof. Arturo Capasso

RELATORE

Prof. Matteo Rossi

CORRELATORE

Alessandro Tinto - 785191

CANDIDATO

Anno Accademico 2024/2025

Sommario

Capitolo 1 Introduzione e struttura della ricerca	3
1.1 Definizione degli obiettivi e rilevanza della ricerca	3
1.2 Metodologia adottata: approcci teorici e strumenti di analisi finanziaria.	5
1.3 Struttura della tesi e sintesi dei capitoli trattati	7
Capitolo 2 Analisi di On Holding AG e del Settore di Riferimento	9
2.1 Storia e sviluppo dell'azienda: dalle origini alla quotazione in borsa	9
2.2 Modello di business: strategie di crescita e vantaggi competitivi	12
2.3 Struttura organizzativa e governance aziendale	15
2.4 Contesto competitivo e SWOT analysis	17
Capitolo 3 Processo di Valutazione Aziendale e Elementi Fondamentali	23
3.1 Metodi di valutazione finanziaria: principi generali e ambiti di applicazione	23
3.2 Analisi dei principali modelli teorici di valutazione aziendale.	27
3.3 Identificazione dei fattori chiave della valutazione aziendale: analisi della redditività tramite ROI e ROE, misurazione del rischio con il WACC e Beta	29
Capitolo 4 Analisi dei Metodi di Valutazione.....	36
4.1 Discounted Cash Flow (DCF): calcolo, ipotesi e scenari di applicazione	36
4.2 Metodo dei multipli: confronto con aziende comparabili e metriche di riferimento..	41
4.3 Dividend Discount Model (DDM): logica, ipotesi e applicazione.....	48
4.4 Total Payout Model: caratteristiche, vantaggi e limiti.....	49
4.5 Analisi comparativa tra i metodi di valutazione e limiti della loro applicazione	51
Capitolo 5 Business Plan e Valutazione DCF di On Holding AG (2025-2033).....	53
5.1 Premessa metodologica	53
5.2 Proiezioni economico-finanziarie.....	56
5.3 Valutazione tramite DCF	64
5.4 Determinazione dell'equity value e del prezzo per azione.....	69
5.5 Analisi di sensitività	71
5.6 Riepilogo	72
5.6 Risultati alternativi: metodo dei multipli.....	74
Capitolo 6 L'IPO di On Holding AG: Dinamiche e Impatti sul Mercato	75
6.1 Dettagli dell'operazione di quotazione: tempistiche, strutturazione e investitori coinvolti.....	75

6.2 Analisi del prospetto informativo: principali elementi finanziari e strategici	80
6.3 Aspettative pre-IPO e valutazioni preliminari	86
6.4 Performance post-IPO: andamento del titolo e confronto con le aspettative iniziali .	90
7. Conclusioni, Considerazioni Finali e Sviluppi Futuri	93
7.1 Sintesi dei principali risultati ottenuti dalla ricerca	93
7.2 Limiti della ricerca e considerazioni sulle metodologie adottate	94
7.3 Sviluppi futuri e implicazioni strategiche per On Holding AG e il settore	96
Bibliografia.....	98

Capitolo 1 Introduzione e struttura della ricerca

1.1 Definizione degli obiettivi e rilevanza della ricerca

La valutazione di un'impresa è una questione centrale nella finanza aziendale e consente di tradurre la decisione su quanto valore un'organizzazione può creare nel tempo in denaro. Non è puramente un esercizio tecnico, ma un'interpretazione fondata su fatti storici, proiezioni future e calcoli strategici. In questo contesto, la valutazione svolge un ruolo importante nel campo accademico per comprendere come si crea e si distrugge valore, nonché nella pratica attraverso le decisioni di investimento relative a operazioni straordinarie e processi di allocazione delle risorse¹.

L'importanza della valutazione è evidente anche nel vasto numero di *stakeholder* interessati al suo esito. Per gli azionisti, è un indicatore della capacità futura di distribuzione dei dividendi e generazione di plusvalenze; per i creditori, una misura della sostenibilità del debito e della capacità di rimborso; per il management, una fonte per prendere decisioni strategiche o operative; mentre per gli investitori istituzionali, può fornire un mezzo per confrontare diverse opportunità di investimento. In uno scenario competitivo in rapida evoluzione, la valutazione diventa quindi una vera bussola capace di leggere non solo la condizione economica e finanziaria di un'azienda ma anche la sua solidità in termini di posizionamento strategico.

Più in generale, l'importanza della valutazione è stata rafforzata dalla crescente complessità nei mercati globali e dalla crescente importanza degli intangibili come il marchio, l'innovazione e il capitale umano. Questa componente di "contabilità intuitiva", probabilmente piuttosto difficile da registrare per gli strumenti contabili, si manifesta nella valutazione d'impresa fornendo un quadro analitico e di stima del loro contributo alla generazione di valore. In questo senso, la valutazione non riguarda solo la performance passata, ma anche la profetizzata crescita futura e le dinamiche di sostenibilità².

Lo scopo principale di questo studio è esaminare come la valutazione aziendale funzioni fondamentalmente e colmare il divario tra discorso teorico e pratica. La tesi mira a valutare On

¹ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

² Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (3rd ed.). Wiley.

Holding AG, una società svizzera operante nel settore dell'abbigliamento sportivo di alta gamma, applicando alcuni dei modelli di valutazione più utilizzati con riferimento al suo valore intrinseco e ai driver strategici di crescita.

Da un punto di vista scientifico, cerca di confrontare i principali modelli di valutazione - metodi di reddito e finanziari (Flusso di Cassa Scontato, Modello di Sconto dei Dividendi) rispetto ai metodi di mercato (multipli) - e i loro rispettivi punti di forza, punti deboli e condizioni di utilizzo. Pertanto, l'indagine non è solo un'analisi quantitativa: piuttosto cerchiamo anche di ispirare una riflessione critica sulla valutazione come facilitatore di decisioni nella finanza aziendale.

Dal punto di vista applicativo, l'analisi ha un duplice scopo:

1. Specificatamente con riferimento alla determinazione di questo valore intrinseco sulla base di: Quantitativa, cioè, stimare il valore equo di On Runway AG tramite un piano aziendale e flusso di cassa futuro scontato;
2. Qualitativa, una revisione di quanto bene l'azienda è allineata alle precedenti ipotesi di crescita; in che misura i fattori di successo come l'innovazione, la differenziazione come player premium e la strategia multicanale aumentano sostenibilmente il valore a lungo termine dell'azienda.

La valutazione d'impresa non è solo un esercizio tecnico, ma è anche uno strumento molto importante per analizzare le questioni strategiche legate alla creazione di valore in un ambiente con un alto grado di competitività e modelli di business in rapida evoluzione. Nel caso di On Holding AG, questa analisi ci aiuta anche a capire come un marchio nato all'interno di un mercato di nicchia sia riuscito a diventare un player globale nell'abbigliamento sportivo di alta gamma.

La valutazione è anche in grado di verificare la sostenibilità economico-finanziaria delle strategie adottate e a tradurre le prospettive future in linea con le circostanze di mercato e il contesto di rischio. Teoricamente, lo studio rafforza il legame tra teoria e pratica. Usare modelli classici come il Discounted Cash Flow e i multipli di mercato in un caso reale permette di capire due aspetti: da un lato questi strumenti possono risultare rigidi, perché si basano su ipotesi precise che non sempre riflettono la complessità della realtà; dall'altro lato mostrano

anche una certa flessibilità, poiché possono essere adattati e corretti in base alle caratteristiche specifiche dell'impresa analizzata. In questo modo, i modelli non offrono solo un quadro teorico, ma diventano strumenti pratici che aiutano a interpretare meglio la realtà aziendale.

Inoltre, il confronto tra i risultati ottenuti e altre analisi effettuate sul mercato o da analisti finanziari consente di verificare l'affidabilità e la solidità degli approcci metodologici adottati (Copeland et al., 2000). Infine, il working paper è destinato a fornire alla comunità scientifica e agli operatori professionali esperienze operative integrate. Per entrambi, i contributi suggeriscono come la valutazione possa essere considerata a due dimensioni, numericamente e interpretativamente, come mezzo per formare la creazione di valore basata sulla strategia.

Per quest'ultimo, è una storia aziendale che dimostra in pratica come le teorie finanziarie siano applicabili a un'azienda innovativa e dimostra ancora una volta perché la valutazione possa essere di aiuto pratico sia per prendere decisioni di investimento che per pianificare strategie aziendali.

1.2 Metodologia adottata: approcci teorici e strumenti di analisi finanziaria.

La metodologia adottata in questa ricerca si articola su due livelli distinti ma complementari: da un lato, l'analisi teorica dei principali modelli di valutazione aziendale, dall'altro l'applicazione concreta del metodo del Discounted Cash Flow (DCF) al caso di studio di On Holding AG. Questo approccio integrato risponde all'esigenza di fornire una base concettuale solida, indispensabile per comprendere i presupposti della valutazione, e al tempo stesso di tradurre tali concetti in un esercizio pratico capace di stimare il valore intrinseco di una società reale.

La parte teorica, sviluppata nei capitoli centrali della tesi, ha preso in esame i metodi maggiormente discussi dalla letteratura di finanza aziendale: il Dividend Discount Model (DDM), il Total Payout Model, il metodo dei multipli e il DCF. Lo studio di questi modelli ha permesso di evidenziarne logiche, condizioni di utilizzo, punti di forza e limiti. Tuttavia, poiché On Holding AG è una società caratterizzata da una fase di crescita ancora elevata e da politiche di distribuzione degli utili non stabili, i modelli basati sui dividendi o sui payout non risultano applicabili in modo efficace. Allo stesso modo, il metodo dei multipli, pur utile come strumento

di confronto settoriale, è stato ritenuto non sufficiente a restituire una misura autonoma del valore intrinseco, in quanto riflette prevalentemente le condizioni di mercato.

L'analisi applicata si è dunque concentrata esclusivamente sul modello del Discounted Cash Flow, considerato lo strumento più adatto a cogliere le prospettive di una società in espansione. Il DCF consente di stimare il valore attuale dei flussi di cassa operativi futuri, attualizzati al costo medio ponderato del capitale (WACC), incorporando al tempo stesso il rischio operativo e finanziario dell'impresa (Damodaran, 2012). La scelta di questo metodo è stata dettata dalla necessità di valutare On Holding non solo sulla base dei risultati passati, ma soprattutto in funzione della capacità prospettica di generare valore, elemento cruciale in un settore dinamico come quello dello sportswear.

L'impianto metodologico ha previsto la costruzione di un business plan previsionale per il periodo 2025-2033, assumendo come base di partenza l'anno 2024, ultimo esercizio con dati ufficiali disponibili. Le proiezioni sono state elaborate integrando tre livelli informativi: (i) dati storici della società, utili a identificare trend consolidati in termini di crescita dei ricavi, margini operativi e dinamica del capitale circolante; (ii) documenti ufficiali di On Holding, in particolare la presentazione dell'Investor Day 2023³, che ha fornito guidance quantitativa e obiettivi strategici di lungo termine; (iii) equity research e studi settoriali, con riferimento in particolare al report di Barclays (2025)⁴, che ha offerto un benchmark esterno per validare le ipotesi di crescita e redditività.

Dal punto di vista tecnico, la stima dei flussi di cassa liberi (Free Cash Flow to the Firm, FCF) è stata effettuata partendo dal NOPAT (Net Operating Profit After Taxes), rettificato per ammortamenti, investimenti in capitale fisso e variazioni del capitale circolante netto. I flussi così ottenuti sono stati attualizzati al WACC, calcolato sulla base dei parametri settoriali elaborati da Damodaran (2023). Infine, per la determinazione del Terminal Value è stato adottato il modello della crescita perpetua, ipotizzando un tasso di crescita di lungo periodo coerente con le stime degli analisti e con il ciclo di vita aziendale.

La metodologia adottata si distingue quindi per la sua coerenza e focalizzazione: se da un lato la parte teorica ha consentito di inquadrare la valutazione d'impresa nei suoi diversi approcci,

³ On Holding AG (2023). *Investor Day Presentation*. On.

⁴ Barclays (2025). *On Holding AG - Equity Research Report*. Barclays Investment Bank.

dall'altro la parte applicativa ha selezionato il modello più idoneo al contesto di On Holding AG, garantendo una stima realistica e supportata da dati storici e prospettici. L'analisi non si limita a fornire un valore numerico, ma offre una lettura critica della sostenibilità delle ipotesi formulate e della capacità della società di consolidare il proprio percorso di crescita.

1.3 Struttura della tesi e sintesi dei capitoli trattati

La tesi è stata concepita con una struttura logica e progressiva, pensata per accompagnare il lettore dall'inquadramento teorico della valutazione aziendale fino all'applicazione concreta al caso di On Holding AG. Dopo l'introduzione e la definizione degli obiettivi, il lavoro si sviluppa in sei capitoli principali, ciascuno dei quali affronta un tassello fondamentale per la comprensione del tema e per la coerenza del percorso di ricerca.

Il Capitolo 2 è dedicato all'analisi di On Holding AG e del settore di riferimento. In questa sezione si ricostruiscono le tappe principali della crescita dell'azienda, dal lancio delle prime calzature fino alla quotazione in borsa, per poi analizzare il modello di business, la struttura organizzativa e il sistema di governance. Viene inoltre inquadrato il contesto competitivo, con particolare attenzione ai principali concorrenti globali e alle dinamiche di settore, concludendo con una SWOT analysis che sintetizza punti di forza, debolezze, opportunità e minacce.

Il Capitolo 3 introduce il processo di valutazione aziendale e gli elementi fondamentali che lo caratterizzano. In questa parte vengono approfonditi i principi generali dei metodi di valutazione e i principali modelli teorici, evidenziandone logiche e ambiti di applicazione. Una particolare attenzione è dedicata all'analisi degli indicatori chiave della redditività e del rischio, come ROI, ROE, WACC e Beta, che costituiscono le fondamenta per la costruzione di un modello valutativo coerente.

Il Capitolo 4 presenta un'analisi teorica più approfondita dei principali metodi di valutazione. Vengono illustrati il Dividend Discount Model, il Total Payout Model, il Discounted Cash Flow e il metodo dei multipli, evidenziandone vantaggi, limiti e condizioni di utilizzo. Lo scopo di questo capitolo non è applicare i modelli, ma fornire un quadro comparativo che permetta di comprenderne le differenze e le implicazioni pratiche.

Il Capitolo 5 rappresenta il cuore applicativo della tesi, in quanto si concentra sulla valutazione di On Holding AG attraverso il modello del Discounted Cash Flow. Partendo dai dati storici e dalla costruzione di un business plan previsionale per il periodo 2025-2033, vengono stimati i flussi di cassa liberi e attualizzati tramite il WACC. Il capitolo si conclude con l'analisi di sensitività, volta a verificare la robustezza dei risultati rispetto a variazioni delle ipotesi chiave.

Il Capitolo 6 analizza l'operazione di quotazione in borsa di On Holding AG, avvenuta nel 2021. Vengono esaminate le tempistiche e la strutturazione dell'IPO, il contenuto del prospetto informativo, le valutazioni preliminari del mercato e l'andamento successivo del titolo. Questa sezione permette di contestualizzare la valutazione realizzata nel Capitolo 5, mettendola a confronto con le dinamiche reali di mercato e con le aspettative degli investitori.

Infine, il Capitolo 7 raccoglie le conclusioni, proponendo una sintesi dei risultati ottenuti e una riflessione critica sui limiti della ricerca. Vengono inoltre evidenziati gli sviluppi futuri e le implicazioni strategiche per On Holding AG e per il settore dello sportswear, con l'obiettivo di mostrare come la valutazione d'impresa possa costituire un supporto concreto alle decisioni di lungo periodo.

In questo modo, la struttura della tesi garantisce un percorso chiaro e coerente: dai fondamenti teorici, alle metodologie di valutazione, fino all'applicazione concreta e all'analisi strategica, consentendo di leggere in modo integrato i risultati della ricerca.

Capitolo 2 Analisi di On Holding AG e del Settore di Riferimento

2.1 Storia e sviluppo dell'azienda: dalle origini alla quotazione in borsa

On Holding AG rappresenta una delle storie imprenditoriali più significative dell'ultimo decennio nel settore dello sportswear premium. L'azienda nasce a Zurigo nel 2010, fondata da Olivier Bernhard, ex triatleta professionista e tre volte campione mondiale Ironman, insieme ai co-fondatori David Allemann e Caspar Coppetti. L'esperienza di Bernhard come atleta di alto livello aveva evidenziato i limiti delle calzature da corsa disponibili sul mercato, considerate eccessivamente rigide o incapaci di offrire un equilibrio tra ammortizzazione e reattività. L'intuizione fu quella di sviluppare una tecnologia capace di riprodurre la sensazione di “correre sulle nuvole”, da cui deriva il motto aziendale *Run on Clouds*. Attraverso la collaborazione con ingegneri e designer svizzeri, prese forma la tecnologia CloudTec, un sistema innovativo basato su elementi cavi disposti lungo l'intersuola, capaci di adattarsi dinamicamente all'impatto con il terreno.

Sin dagli esordi, On si è distinta per un approccio fortemente orientato all'innovazione e al design, ottenendo premi e riconoscimenti internazionali che ne hanno consolidato la credibilità presso la comunità sportiva. Questo posizionamento ha permesso al marchio di entrare rapidamente nel segmento premium del running, attraendo consumatori disposti a pagare un prezzo superiore in cambio di qualità, performance e differenziazione estetica.

Dopo i primi successi sul mercato svizzero, On ha avviato la propria espansione internazionale. Nel 2013 è sbarcata negli Stati Uniti, mercato fondamentale per la costruzione del brand, grazie a una strategia fondata su partnership con negozi specializzati, ambassador locali e una forte presenza nel running community marketing⁵. Questo approccio “dal basso” (*grassroots marketing*) ha permesso di creare un legame autentico con i consumatori, rafforzato anche dalla distribuzione selettiva presso rivenditori premium.

⁵ On Holding AG (2022). *Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2021*. U.S. Securities and Exchange Commission.

Parallelamente, l'azienda ha sviluppato il canale direct-to-consumer (DTC), con il lancio dell'e-commerce proprietario nel 2012 e successivamente con l'apertura dei primi store monomarca dal 2019. Questa scelta ha risposto all'esigenza di controllare l'esperienza di marca, offrendo non solo prodotti ma anche ambienti immersivi capaci di raccontare i valori del brand.

Un momento cruciale nella crescita di On è stato l'ingresso, nel 2019, del tennista Roger Federer come investitore e partner strategico. La sua figura, simbolo di eccellenza sportiva e al tempo stesso icona globale di stile, ha rafforzato il posizionamento del marchio non solo come brand tecnico da running, ma anche come player credibile nel lifestyle e nella moda sportiva⁶.

La crescita registrata negli anni 2010-2020 ha posto le basi per una svolta decisiva: nel settembre 2021, On Holding AG si è quotata al New York Stock Exchange (NYSE). L'operazione di IPO ha rappresentato non solo un importante traguardo finanziario, ma soprattutto un passaggio strategico per consolidare la visibilità globale e attrarre capitali destinati a sostenere l'espansione internazionale, gli investimenti in ricerca e sviluppo e l'apertura di nuovi punti vendita diretti⁷.

La struttura azionaria dual class, con l'introduzione delle Class A shares (negoziabili) e delle Class B shares (con diritti di voto maggiorati), ha consentito ai fondatori di mantenere il controllo della governance, preservando la capacità decisionale e garantendo coerenza strategica di lungo periodo.

Negli anni successivi alla quotazione, On ha rafforzato la propria traiettoria di crescita, puntando su innovazione, sostenibilità e posizionamento globale.

- 2022: l'azienda inaugura *On Labs* a Zurigo, un hub in cui oltre il 30% degli spazi è dedicato a ricerca e sviluppo. Viene lanciato il programma *Cyclon*, basato su un modello di economia circolare, e presentata *Cloudprime*, la prima scarpa realizzata da materiali

⁶ On Holding AG (2022). *Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2021*. U.S. Securities and Exchange Commission.

⁷ On Holding AG (2022). *Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2021*. U.S. Securities and Exchange Commission.

derivati dalla cattura e riconversione delle emissioni di carbonio. Nello stesso anno On apre il suo primo flagship store in Asia (Tokyo) e supera per la prima volta la soglia simbolica di 1 miliardo di franchi di ricavi⁸.

- 2023: il gruppo amplia ulteriormente il portafoglio prodotti, consolidando la presenza nel segmento running con modelli come Cloudmonster e Clouddrunner, e sviluppa la linea lifestyle. Prosegue anche la strategia di espansione geografica, con nuove aperture retail e partnership globali. Parallelamente, il brand rafforza la sua immagine sportiva grazie alle performance di atleti sponsorizzati nelle principali competizioni internazionali⁹.
- 2024: viene introdotta la tecnologia *LightSpray*, un processo di produzione innovativo che consente di realizzare tomaie ultraleggere in soli tre minuti, con impatti significativi sulla sostenibilità. On firma, inoltre, una partnership pluriennale con l'attrice e icona fashion Zendaya, consolidando la transizione verso un marchio che unisce performance e lifestyle. Nello stesso anno apre il più grande flagship store del gruppo sugli Champs-Élysées a Parigi, ulteriore simbolo della dimensione globale raggiunta dall'azienda¹⁰.
- 2025: On lancia la campagna *Be Every You* con Zendaya, presentando anche la prima calzatura co-creata con l'attrice, la Cloudzone Moon, accompagnata da una capsule collection di apparel autunno/inverno. Parallelamente, il marchio rafforza la propria posizione competitiva grazie a una forte espansione del segmento apparel, favorito dalle collaborazioni e dall'appel esercitato sulle nuove generazioni. Questi sviluppi segnano un passo ulteriore nella trasformazione di On in un brand globale di sportswear premium, capace di integrare sport, moda e innovazione sostenibile¹¹.

⁸ On Holding AG (2023). *Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2022*. U.S. Securities and Exchange Commission.

⁹ On Holding AG (2025). *Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2024*. U.S. Securities and Exchange Commission.

¹⁰ On Holding AG (2025). *Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2024*. U.S. Securities and Exchange Commission.

¹¹ On (2025). *On and Zendaya Present Be Every You: A Campaign Exploring Duality in Motion and Style*, 7 agosto 2025, press release ufficiale.

Il percorso evolutivo di On Holding AG mostra come una start-up svizzera, nata dall'intuizione di un atleta, sia stata capace in poco più di un decennio di trasformarsi in un marchio internazionale quotato a Wall Street. La combinazione di tecnologia proprietaria, marketing esperienziale, sostenibilità ambientale e governance imprenditoriale ha permesso all'azienda di costruire un posizionamento distintivo nel mercato dello sportswear. On non si limita più a essere un produttore di scarpe da running, ma rappresenta oggi un brand globale che opera all'intersezione tra sport performance, moda e innovazione sostenibile.

2.2 Modello di business: strategie di crescita e vantaggi competitivi

Il modello di business di On Holding AG si caratterizza per la combinazione di un posizionamento premium, un forte orientamento all'innovazione e una struttura multicanale attentamente bilanciata. L'azienda ha saputo creare un marchio noto a livello globale non solo come produttore di scarpe da corsa, ma come brand integrato di sport e lifestyle, capace di unire caratteristiche sportive, design e sostenibilità.

L'identità di On si fonda sull'obiettivo di diventare “il brand sportivo più premium a livello globale, costruito su innovazione, design e sostenibilità”¹². La proposta di valore si articola su tre direttrici:

- **Innovazione:** con tecnologie proprietarie come *CloudTec*, *Speedboard* e *Helion*, a cui si aggiungono progetti come *CleanCloud* (materiali derivati da emissioni di carbonio) e *LightSpray* (processo per tomaie ultraleggere).
- **Design:** prodotti con un'estetica accattivante e diversa dalle altre sul mercato, pensati per coniugare prestazioni elevate e appeal urbano.
- **Sostenibilità:** iniziative come *Cyclon* (scarpe in abbonamento e riciclo totale) riflettono la volontà di posizionarsi come attore responsabile sul piano ambientale.

Questa proposta ha permesso a On di differenziarsi in un settore molto competitivo, attirando sia runner professionisti sia consumatori che apprezzano l'unione tra comfort e stile. La scelta

¹² On Holding AG (2023). *Investor Day Presentation, October 2023*. Zurich

di associare il marchio a figure iconiche come Roger Federer e Zendaya ha ulteriormente rafforzato la fiducia di diversi gruppi di clienti¹³.

Un elemento fondamentale del modello di business è la strategia di multicanalità, che combina il canale direct-to-consumer (DTC) con il wholesale selezionato.

- DTC: comprende l'e-commerce proprietario e i flagship store situati in città strategiche (New York, Londra, Tokyo, Parigi). Questi spazi non sono solo punti vendita, ma luoghi in cui il consumatore entra in contatto diretto con il mondo On, fornendo esperienze d'acquisto personalizzate¹⁴. Il DTC consente di raccogliere dati, rafforzare la relazione con il cliente e mantenere margini elevati.
- Wholesale: si basa su partnership con rivenditori premium come Foot Locker, JD Sports e Dick's Sporting Goods. L'obiettivo è ampliare la distribuzione mantenendo comunque il controllo del posizionamento e la coerenza del marchio¹⁵.

La corretta gestione bilanciata di questi due canali ha permesso a On di crescere velocemente negli ultimi anni, senza rinunciare al rapporto diretto con la propria base clienti.

Dall'Investor Day 2023 emergono i quattro pilastri che guidano la strategia di crescita:

1. Operational excellence - costruzione di una supply chain scalabile e automatizzata, con hub logistici in Nord America, Europa e Asia, per garantire efficienza e rapidità di consegna.
2. Brand awareness e community - investimenti in marketing esperienziale con ambassador locali e progetti digitali che rafforzano la relazione con le comunità sportive.

¹³ On Holding AG (2024). *Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2023*. U.S. Securities and Exchange Commission

¹⁴ On Holding AG (2022). *Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2021*. U.S. Securities and Exchange Commission

¹⁵ On Holding AG (2025). *Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2024*. U.S. Securities and Exchange Commission

3. Espansione geografica - penetrazione selettiva in mercati ad alto potenziale come Stati Uniti e Cina, con aperture retail e strategie digitali mirate.
4. Innovation leadership - ampliamento del portafoglio prodotti dal running all'apparel, al training e al tennis, con un focus costante su materiali e processi sostenibili¹⁶.

Questi pilastri hanno reso On uno dei marchi più dinamici nel panorama globale, capace di sostenere ritmi di crescita superiori alla media del settore.

Il modello di On presenta diversi vantaggi competitivi:

- Posizionamento unico: capacità di muoversi tra sport e lifestyle, attirando consumatori sia per la performance tecnica sia per l'immagine.
- Innovazione continua: pipeline di prodotto costantemente aggiornata, che mantiene alto l'interesse e rafforza la percezione di qualità.
- Premium pricing: la forza del brand consente di sostenere prezzi elevati rispetto ai competitor tradizionali.
- Comunità e storytelling: forte engagement con consumatori e atleti, che trasforma i clienti in ambasciatori spontanei del marchio.
- Espansione controllata: strategia multicanale e geografica che riduce il rischio di saturazione e salvaguarda l'esclusività del brand.

Nonostante i punti di forza, il modello di On ha molte sfide. La prima è la dipendenza dall'innovazione continua: il brand deve introdurre regolarmente nuovi prodotti per mantenere alta la "brand heat". La seconda è rappresentata dalla crescente esposizione al mercato globale che comporta rischi reputazionali legati a pratiche ESG e alla filiera produttiva¹⁷. Infine, la

¹⁶ On Holding AG (2023). *Investor Day Presentation, October 2023*. Zurich

¹⁷ On Holding AG (2023). *Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2022*, sezione "Risk Factors". U.S. Securities and Exchange Commission

concorrenza di competitor consolidati nel segmento lifestyle e apparel potrebbe ridurre la capacità di differenziarsi, soprattutto man mano che On cresce e diventa più mainstream¹⁸.

Tuttavia, la sostenibilità di questo modello di crescita comporta alcune sfide rilevanti in ottica futura. L'azienda dovrà gestire la forte dipendenza dalle calzature, consolidando al contempo la propria posizione nell'abbigliamento per diversificare il portafoglio prodotti. Un'ulteriore sfida è rappresentata dai rischi di supply chain: la concentrazione produttiva in Vietnam e Indonesia espone On a possibili shock geopolitici, tariffari e logistici. A questo si aggiunge la necessità di mantenere un costante livello di innovazione evitando che la rapida diffusione del marchio porti a una perdita di esclusività. Infine, l'espansione in mercati chiave come Cina e Stati Uniti richiede significativi investimenti e una governance sempre più strutturata, fattori che metteranno alla prova la capacità di bilanciare crescita e redditività.

Il modello di business di On Holding AG dimostra come una giovane azienda svizzera sia riuscita, in poco più di un decennio, a costruire un marchio globale capace di unire innovazione tecnologica, sostenibilità e posizionamento premium. La capacità di bilanciare canali diretti e wholesale, unita a una strategia di crescita internazionale selettiva e all'espansione verso l'abbigliamento, ha reso l'azienda On uno dei casi di maggiore successo recente nell'industria dello Sport & Lifestyle. La sostenibilità di questo modello dipenderà dalla capacità di mantenere il passo dell'innovazione e di consolidare il brand senza erodere le sue caratteristiche distintive.

2.3 Struttura organizzativa e governance aziendale

Negli ultimi anni On Holding AG ha costantemente rafforzato la propria struttura organizzativa e i meccanismi di governance, adattandoli alla continua crescita aziendale che ha portato l'azienda ad operare in un contesto sempre più ampio e internazionale. La crescita del brand e la quotazione in Borsa, al NYSE, hanno reso necessario un aumento della professionalità dei membri, pur restando fedeli alla visione originaria dei fondatori.

¹⁸ Barclays Research (2025). *On Holding AG: IQ25 Review - In the Sweet Spot of Brand Momentum*. Barclays Equity Research

Al 2024 l'azienda conta oltre 2.000 dipendenti, distribuiti in più di 20 sedi a livello globale, con il quartier generale a Zurigo e hub regionali in Nord America, Europa e Asia¹⁹. La crescita della forza lavoro è stata accompagnata da un'organizzazione sempre più articolata: alle funzioni centrali - ricerca e sviluppo, marketing, supply chain, finanza - si sono affiancati team locali con responsabilità dirette nei mercati strategici.

Il centro *On Labs* di Zurigo rimane il cuore dell'innovazione, ma l'espansione internazionale ha portato all'apertura di nuove infrastrutture logistiche in Nord America e in Asia, con l'obiettivo di sostenere l'aumento della domanda e garantire efficienza operativa²⁰.

Dal punto di vista della governance, On mantiene una struttura dual class introdotta con la quotazione del 2021: le azioni di Classe A, scambiate sul NYSE, hanno un voto, mentre quelle di Classe B, detenute dai fondatori, garantiscono dieci voti²¹. Questo assetto assicura ai fondatori un forte potere decisionale, elemento considerato strategico per preservare la coerenza della visione di lungo periodo.

Negli anni più recenti si sono registrati alcuni cambiamenti significativi nella composizione del board e del management:

- Il Consiglio di amministrazione si è arricchito di membri indipendenti con esperienza internazionale nei settori retail e fashion, con l'obiettivo di portare competenze utili all'espansione globale²².
- Sono stati creati e rafforzati comitati specifici (audit, compensation, nomination), in linea con le best practice richieste dal mercato statunitense.
- A livello di leadership operativa, la struttura con due co-CEO è stata confermata: Marc Maurer e Martin Hoffmann, quest'ultimo anche CFO. Questa scelta mira a bilanciare le

¹⁹ On Holding AG (2025). *Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2024*. U.S. Securities and Exchange Commission

²⁰ On Holding AG (2023). *Investor Day Presentation, October 2023*. Zurich

²¹ On Holding AG (2023). *Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2022*. U.S. Securities and Exchange Commission

²² Barclays Research (2025). *On Holding AG: 1Q25 Review - In the Sweet Spot of Brand Momentum*. Barclays Equity Research

competenze gestionali e finanziarie con quelle più vicine al prodotto e alla cultura del brand²³.

Secondo i documenti più recenti, la governance di On viene quindi percepita come un equilibrio tra la continuità garantita dai fondatori e il contributo di manager e consiglieri indipendenti, capaci di gestire la complessità di una public company quotata negli Stati Uniti.

L'evoluzione della struttura organizzativa e della governance di On Holding AG dimostra la volontà di mantenere lo spirito imprenditoriale delle origini, rafforzando al contempo le competenze necessarie per sostenere una crescita globale. I cambiamenti nella composizione del board e l'espansione del management internazionale testimoniano una progressiva apertura verso una governance più strutturata, che rimane però saldamente ancorata al controllo dei fondatori. Questo equilibrio sarà cruciale per affrontare le sfide future legate all'espansione nei mercati chiave e al consolidamento del marchio a livello globale.

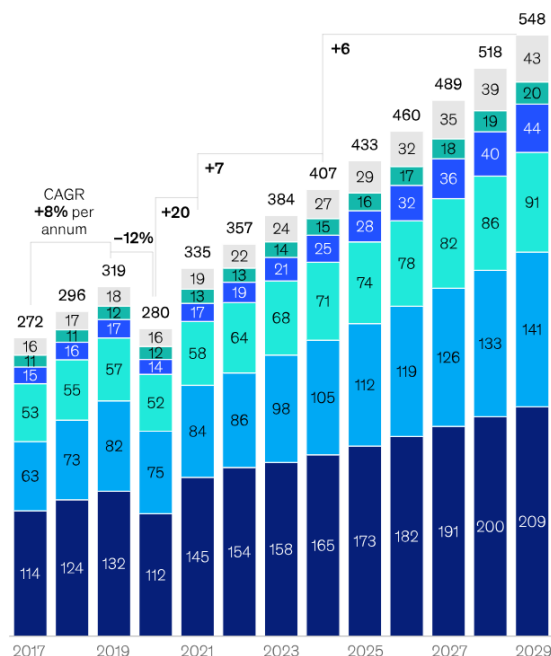
2.4 Contesto competitivo e SWOT analysis

Il mercato globale dello sportswear nel 2025 resta in crescita, ma più selettivo: i marchi vincenti sono quelli che sanno coniugare innovazione di prodotto, identità chiara e gestione attenta dei canali. La lettura di settore di McKinsey parla di “equilibrio da ritrovare”: domanda solida in USA, Europa e Cina, ma con maggiore attenzione a marginalità, supply chain e posizionamento del brand²⁴. Nel grafico fornito da McKinsey sottostante possiamo notare come il mercato globale dello sportswear preveda di crescere con un CAGR costante del 6% fino al 2029.

²³ On Holding AG (2025). *Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2024*. U.S. Securities and Exchange Commission

²⁴ McKinsey & WFSGI (2025). *Sporting Goods Industry 2025 - The New Balancing Act (sintesi)*. McKinsey & Company. <https://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/sporting-goods-industry-trends>

Global sportswear market, retail sales price value, \$ billion



Una tendenza di fondo è l’ibridazione performance-lifestyle. Il running (e, più in generale, il training) è sempre più uno stile oltre che uno sport: i consumatori cercano scarpe e capi tecnici che funzionino in allenamento ma abbiano anche un’estetica pulita, riconoscibile, “da città”. Questo spinge i brand a racconti più culturali (club, community, collaborazioni) e ad ampliare la proposta oltre la pura performance²⁵.

Nel 2025 anche il tennis torna palcoscenico chiave: ai loghi sportivi si affiancano quelli della moda, e i tornei diventano vetrine dove si misurano storytelling e capsule “on-court/off-court”. È un segnale di come lo sportswear dialoghi sempre più con la fashion, intercettando pubblici nuovi²⁶.

Analizzando i comportamenti più recenti dei marchi storici del settore, Nike sta riadattando i prodotti e canali dopo un periodo più difficile, anche per la spinta competitiva dei “nuovi” come On e Hoka. La ri-apertura verso il wholesale e il rilancio della pipeline puntano a riaccendere l’appeal del brand calato negli ultimi anni²⁷.

²⁵ Business of Fashion (2025). *Running’s Big Fashion Opportunity*. The Business of Fashion. <https://www.businessoffashion.com/articles/sports/running-fashion-brands/>

²⁶ The Washington Post (2025). *Tennis fashion is exploding at the US Open*. The Washington Post.

²⁷ Reuters (2024). *Nike forecasts surprise revenue fall as upstarts steal demand*. Reuters.

Adidas affronta invece il tema tariffe USA: l'impatto sui costi costringe a valutare aumenti selettivi dei prezzi, con effetti a catena su mix e posizionamento. Per tutto il settore questo rende più strategiche le scelte di approvvigionamento e di prezzo²⁸.

Tra i brand che sono entrati con forza nel mercato e conquistato una buona quota, Hoka consolida visibilità e distribuzione: l'azienda è sempre concentrata sulla continua innovazione, presidio dei partner chiave e campagne globali mirate. È il competitor più vicino a On nel running tecnico "high-cushion", e il suo rafforzamento alza l'asticella dell'offerta nella categoria²⁹.

In questo scenario On si posiziona come marchio premium ibrido: tecnologia proprietaria e design essenziale, ma con un racconto sempre più "culturale" che apre all'apparel e al lifestyle. Nel 2025 la campagna "Be Every You" con Zendaya — inclusa la prima silhouette co-creata (Cloudzone Moon) — è un passo chiave per parlare "head-to-toe" a un pubblico più ampio, senza perdere credibilità sportiva³⁰.

Dal lato operativo, On comunica una crescita costruita su multicanalità bilanciata (DTC in rafforzamento, wholesale selettivo) e su investimenti in rete logistica e presidio dei mercati chiave: è la cornice industriale che sostiene il posizionamento del brand e ne amplia la portata internazionale³¹.

Resta centrale il capitolo della filiera produttiva. Per On, il footwear è concentrato tra Vietnam e Indonesia, mentre l'apparel fa leva in primis su Vietnam e Turchia: una geografia efficiente ma esposta a dazi, cambi normativi e rischi geopolitici, che richiede diversificazione e trasparenza crescenti³².

Sul fronte sostenibilità, i report aggiornati mettono l'accento su materiali, circolarità e auditing: non più solo narrazione, ma indicatori e governance ambientale/sociale che pesano nelle scelte

²⁸ Reuters (2025). *Adidas may hike prices, warns of US consumer hit from tariffs*. Reuters.

²⁹ Deckers Brands (2025). *FY2025 Results - Press Release*. ir.deckers.com.

³⁰ On (2025). *Be Every You - Press release (7 Aug 2025)*. On.

³¹ On (2025). *Q2 2025 - Financial release & outlook*.

³² On Holding AG (2024). *Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2023*. U.S. Securities and Exchange Commission

di consumatori e retailer. In questo senso, gli aggiornamenti d'impatto pubblicati da On rafforzano il profilo reputazionale presso i target più giovani e sensibili al tema³³.

Sulla base di quanto discusso nei paragrafi precedenti riguardo alla storia, al modello di business, alla governance e al contesto competitivo di On Holding AG, è possibile riassumere i principali punti di forza, debolezza, opportunità e minacce attraverso una SWOT analysis. Questa sintesi permette di avere una visione chiara e immediata delle caratteristiche distintive dell'azienda e delle sfide che dovrà affrontare nel percorso di crescita internazionale.

Punti di forza

Il principale punto di forza di On è il suo posizionamento premium, che unisce performance e lifestyle. Il design riconoscibile e la tecnologia proprietaria (CloudTec, CleanCloud, LightSpray) la distinguono dai competitor e creano una barriera all'imitazione. A questo si aggiunge la forza del brand, alimentata da collaborazioni con figure iconiche come Roger Federer e Zendaya, capaci di ampliare il pubblico e consolidare la credibilità culturale. Un ulteriore vantaggio è la strategia di multicanalità bilanciata, che combina vendite dirette (e-commerce e flagship store) con una rete wholesale selezionata: questo approccio garantisce margini più alti e allo stesso tempo ampia diffusione, senza compromettere il posizionamento esclusivo.

Debolezze

Nonostante i progressi, On rimane fortemente dipendente dal footwear, che rappresenta ancora la parte preponderante del business. L'espansione nell'apparel è in corso, ma il brand è ancora percepito principalmente come produttore di scarpe da running. A ciò si aggiunge la relativa giovinezza organizzativa: rispetto a colossi come Nike o Adidas, On ha processi e strutture meno consolidati, e deve continuare a rafforzare governance e supply chain per sostenere la crescita globale. La rapida espansione, infine, comporta il rischio di dispersione e di perdita di focus.

³³ On (2025). *2024 Impact Progress Report - Press note*. <https://press.on-running.com/on-releases-its-2024-impact-progress-report>

Opportunità

L'azienda ha margini importanti di crescita nel settore apparel e accessori, sostenuti da campagne di comunicazione mirate e capsule in collaborazione con celebrity. Esistono poi grandi opportunità nei mercati chiave come Stati Uniti e Cina, dove la penetrazione è ancora parziale ma la domanda di sportswear premium è elevata. Un altro fronte aperto è quello della sostenibilità: la crescente sensibilità dei consumatori verso materiali riciclati, circolarità e trasparenza di filiera rappresenta uno spazio in cui On è già credibile e può rafforzare ulteriormente la propria differenziazione.

Minacce

Il contesto competitivo resta complesso. Gli incumbent come Nike e Adidas stanno riorganizzando i canali e rilanciando il prodotto, mentre challenger come Hoka e Lululemon guadagnano spazio in segmenti specifici. Questo accresce la pressione sul brand svizzero. Inoltre, la forte concentrazione produttiva in Vietnam e Indonesia per il footwear e in Vietnam e Turchia per l'apparel espone On ai rischi di tariffe, instabilità geopolitica e logistica. Infine, la rapida diffusione del marchio comporta un rischio di perdita di esclusività: se non sarà sostenuto da innovazione continua e collaborazioni ad alto profilo, il brand potrebbe apparire meno distintivo agli occhi dei consumatori.

L'analisi condotta in questo capitolo ha messo in evidenza come On Holding AG rappresenti un caso emblematico di brand giovane ma già capace di affermarsi come attore globale nello sportswear premium. La ricostruzione della storia e dello sviluppo ha mostrato un percorso di crescita molto rapido: dalla fondazione nel 2010 alla quotazione al NYSE nel 2021, fino agli sviluppi più recenti che hanno consolidato la presenza internazionale e ampliato il portafoglio prodotti.

Il contesto competitivo conferma che On opera in un settore dominato da incumbent come Nike e Adidas, ma con spazio crescente per nuovi marchi capaci di differenziarsi. La SWOT analysis elaborata ha sintetizzato in modo chiaro i punti di forza e le vulnerabilità dell'azienda, mettendo in luce le opportunità legate a mercati chiave e all'apparel, ma anche le minacce connesse ai rischi di supply chain e alla pressione competitiva.

In conclusione, On Holding AG emerge come un'azienda con potenziale di crescita ancora elevato, ma il successo futuro dipenderà dalla capacità di:

- consolidare la diversificazione verso l'apparel,
- mantenere la distintività del marchio nonostante la rapida espansione,
- e rafforzare la resilienza operativa in un contesto di mercato incerto.

Il quadro tracciato in questo capitolo fornisce quindi le basi per affrontare, nei capitoli successivi, l'analisi della valutazione aziendale e la comparazione con i principali metodi di stima del valore.

Capitolo 3 Processo di Valutazione Aziendale e Elementi Fondamentali

3.1 Metodi di valutazione finanziaria: principi generali e ambiti di applicazione

La valutazione d'impresa rappresenta uno degli strumenti centrali della finanza aziendale, poiché consente di attribuire un valore economico a un'entità complessa come l'azienda. Non si tratta soltanto di un esercizio di teoria o di un calcolo numerico, ma di un processo che si basa anche sull'interpretazione e che mira a tradurre in termini monetari la capacità dell'impresa di generare valore nel tempo. Valutare un'azienda significa, infatti, stimare quanti benefici economico-finanziari essa potrà produrre per i suoi stakeholder, benefici che possono essere: per l'azionista dividendi o plusvalenze future, per il creditore capacità di rimborso dell'azienda, per il management in possibilità di sostenere e finanziare la crescita economica³⁴.

Guardando i vari punti di vista, la valutazione d'impresa non può essere ridotta a una formula unica e universale. Essa richiede l'utilizzo di metodi e criteri in linea con gli obiettivi perseguiti e con le caratteristiche della realtà analizzata, tenendo in considerazione le congiunture economiche e il mercato in cui opera l'azienda. Una prima distinzione fondamentale riguarda il contesto di applicazione: in ambito accademico e dottrinale la valutazione ha principalmente una funzione conoscitiva e di comparazione tra modelli teorici, mentre in ambito professionale risponde a esigenze concrete, quali operazioni di fusione e acquisizione, quotazioni in borsa, ristrutturazioni societarie, definizione del prezzo di trasferimento di partecipazioni o attività, fino ad arrivare a procedure fiscali e contenziosi legali. In ogni scenario appena menzionato, la stima del valore non è mai neutrale, ma è influenzata delle finalità per le quali è elaborata.

Un ulteriore aspetto da considerare riguarda la natura stessa del valore. L'impresa, infatti, non possiede un "valore assoluto", ma un insieme di potenziali valori che dipendono dalle ipotesi assunte inizialmente e dal punto di vista adottato. L'approccio dell'investitore strategico, interessato a sinergie o economie di scala, può condurre a valutazioni differenti rispetto a quello dell'investitore finanziario, che guarda principalmente alla redditività attesa. Non a caso, la letteratura distingue tra valore intrinseco, che ha come obiettivo identificare la capacità

³⁴ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley

autonoma dell'impresa di generare flussi economici, e valore relativo, che nasce dal confronto con altre aziende simili operanti nello stesso settore³⁵.

È dunque evidente che il processo valutativo non è mai un atto totalmente oggettivo, ma una costruzione che combina dati contabili, proiezioni economiche e giudizi qualitativi. I bilanci aziendali sono la base di partenza, ma da soli non sono sufficienti: occorre integrare valutazioni prospettiche sulla crescita dei ricavi, l'evoluzione dei margini e la sostenibilità finanziaria delle strategie. In altre parole, la valutazione mira oltre l'attuale situazione economico-finanziaria dell'azienda ma anzi si concentra sulle prospettive future, con tutte le incertezze che queste portano, cercando di prevedere i flussi futuri di valore.

La dimensione temporale riveste un ruolo cruciale. Il valore dell'impresa dipende anche dalla capacità di generare risultati positivi nel lungo periodo, e non soltanto dai risultati di breve periodo. Per questo motivo, i modelli di valutazione incorporano il concetto di attualizzazione, ossia la trasformazione in valore presente dei flussi economici futuri attraverso l'utilizzo di un tasso di sconto che rappresenta il rischio dell'investimento e quindi associato all'azienda. Tale operazione permette di rendere comparabili grandezze distribuite nel tempo e di integrare, in un unico parametro, sia le aspettative di crescita sia l'incertezza ad esse connessa³⁶.

In questo contesto, diventa evidente come la valutazione non sia mai un procedimento prettamente tecnico, ma un processo interpretativo che richiede capacità critica e competenze multidisciplinari. L'analista deve saper leggere i dati contabili, ma anche valutare scenari di mercato, tendenze settoriali e variabili macroeconomiche. Inoltre, deve essere consapevole che ogni modello produce risultati sensibili alle ipotesi assunte: una variazione, anche minima, dei tassi di crescita stimati o del costo del capitale può condurre a stime molto differenti. È per questo che la valutazione aziendale viene spesso definita più un'“arte” che una “scienza esatta”: essa combina metodologia e capacità di interpretazione critica³⁷.

³⁵ Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (3rd ed.). Wiley.

³⁶ Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5th ed.). McGraw-Hill Education.

³⁷ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

Se da un lato la valutazione si fonda su principi generali condivisi, dall'altro la scelta del metodo più appropriato dipende dall'approccio concettuale che si intende adottare. La dottrina e la prassi distinguono tradizionalmente tra quattro grandi famiglie di modelli: patrimoniali, reddituali, finanziari e di mercato ³⁸. Ognuno di essi nasce da una diversa concezione dell'impresa e da un differente modo di interpretarne la creazione di valore.

L'approccio patrimoniale è il più antico. Esso considera l'azienda come un insieme di beni e diritti, ai quali vengono sottratti i debiti, con l'obiettivo di determinare un valore netto contabile. In questa prospettiva, l'attenzione è rivolta alla consistenza del capitale impiegato piuttosto che alla capacità di generare flussi futuri. Sebbene semplice da applicare e utile in contesti di liquidazione o valutazioni conservative, tale metodo non è in grado di cogliere appieno il valore prospettico dell'impresa, soprattutto quando il patrimonio materiale rappresenta solo una parte limitata delle fonti di creazione di valore. In settori ad alta intensità di conoscenza o di brand equity, come quello dello sportswear e delle tecnologie innovative, il valore reale risiede più negli intangibili e nella capacità di generare redditività che nella sola dotazione patrimoniale.

L'approccio reddituale si basa invece sulla capacità dell'impresa di produrre utili nel tempo. La logica sottostante è che il valore attuale di un'azienda corrisponde alla somma dei risultati economici futuri, stimati sulla base della performance storica e delle prospettive di crescita. Questo approccio è strettamente legato all'analisi dei margini, del ritorno sugli investimenti e del livello di sostenibilità della redditività. Il limite principale risiede nella difficoltà di stimare utili futuri in modo attendibile e nella sensibilità del risultato alle ipotesi di crescita.

L'approccio finanziario, che trova la sua massima espressione nei metodi di attualizzazione dei flussi di cassa (Discounted Cash Flow, DCF), interpreta l'impresa come un sistema capace di generare flussi monetari per gli investitori. Qui il focus non è più l'utile contabile, ma la cassa effettivamente disponibile per remunerare azionisti e creditori. L'idea di fondo è che il valore dell'impresa sia pari al valore attuale dei flussi di cassa futuri, scontati a un tasso che rifletta il rischio operativo e finanziario. Questo approccio si è oramai affermato come standard di riferimento in finanza aziendale, in quanto permette di unire direttamente la valutazione alla

³⁸ Guatri, L., & Bini, M. (2009). *Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende*. Egea.

capacità prospettica dell'impresa di creare ricchezza, integrando la dimensione del rischio attraverso il costo del capitale ³⁹.

Infine, l'approccio di mercato si basa sul confronto con aziende comparabili. In questo caso il valore viene stimato osservando i multipli a cui operano società simili, quotate o oggetto di operazioni di M&A. Multipli come EV/EBITDA, P/E o EV/Sales sintetizzano le aspettative del mercato in termini di redditività e crescita, consentendo di collocare l'impresa analizzata all'interno di un quadro settoriale. Questo metodo ha il vantaggio di riflettere in modo immediato le condizioni di mercato e le percezioni degli investitori, ma presenta anche limiti significativi: richiede la disponibilità di campioni realmente comparabili e risulta vulnerabile a fenomeni di sopravvalutazione o sottovalutazione sistemica nei mercati finanziari ⁴⁰.

Questi diversi approcci non vanno considerati come alternative rigide e contrapposte, ma come strumenti complementari, che possono fornire prospettive diverse sul valore. In molti casi, infatti, la prassi professionale suggerisce di applicare più metodi, al fine di costruire un intervallo di stima e ridurre la dipendenza da singole ipotesi. Il principio di fondo è che il valore d'impresa non è un numero puntuale e definitivo, bensì un range all'interno del quale si colloca la stima più oggettiva e plausibile, tenendo conto del contesto di riferimento e delle finalità della valutazione.

Negli ultimi anni, la crescente complessità dei mercati e l'importanza assunta dagli asset immateriali hanno accentuato la necessità di un approccio critico e integrato. Le aziende moderne generano valore attraverso innovazione, marchi, capacità di attrarre talenti e relazioni con il consumatore, elementi che sfuggono alle logiche puramente contabili. In questo senso, i modelli di valutazione devono essere letti come strumenti flessibili, capaci di adattarsi al contesto specifico e di incorporare anche variabili qualitative, come la sostenibilità o la capacità di mantenere un vantaggio competitivo durevole.

Dunque, il processo di stima del valore aziendale si muova tra due poli: da un lato il rigore analitico dei modelli quantitativi, dall'altro la necessità di interpretare le peculiarità del contesto, del settore e della singola impresa. Solo attraverso un approccio equilibrato e

³⁹ Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (3rd ed.). Wiley.

⁴⁰ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

consapevole diventa possibile trasformare la valutazione in uno strumento utile per decisioni strategiche e finanziarie, evitando di ridurla a un semplice esercizio di calcolo.

3.2 Analisi dei principali modelli teorici di valutazione aziendale.

Considerando nel dettaglio i vari modelli di valutazione, emerge che ciascuno risponde a teorie logiche diverse ed ogni modello è più adatto in contesti specifici. La letteratura internazionale ha evidenziato come non esista un approccio universalmente valido, ma piuttosto una gamma di strumenti, tra i quali l'analista deve scegliere consapevolmente, in base alle caratteristiche dell'impresa, della disponibilità dei dati e dell'obiettivo della valutazione⁴¹.

I modelli basati sui dividendi pongono al centro la remunerazione dell'azionista, interpretando il valore dell'impresa come il valore attuale dei flussi di dividendi che l'azienda prevede di distribuire. Essi risultano coerenti nei casi in cui le politiche di distribuzione siano stabili e prevedibili, come accade tipicamente nelle società più mature. Tuttavia, diventano meno rappresentativi in presenza di imprese in forte crescita, che tendono a reinvestire gli utili, o nei settori caratterizzati da payout policy discontinue. Nonostante questi limiti, i dividend model hanno avuto una grande influenza storica, poiché rappresentano il primo tentativo sistematico di legare il valore di mercato al rendimento atteso dall'investitore⁴².

A questi si affiancano i modelli che estendono la prospettiva al totale dei pagamenti agli azionisti, includendo i riacquisti di azioni proprie. Tale evoluzione riflette un cambiamento nelle pratiche di corporate finance: a partire dagli anni Duemila, soprattutto nei mercati anglosassoni, i buyback hanno assunto un ruolo centrale nelle politiche di remunerazione, al punto da superare in alcuni casi i dividendi tradizionali⁴³. Questo dimostra come i modelli teorici non siano concetti statici, ma strumenti che si adattano all'evoluzione delle pratiche aziendali e del contesto finanziario.

⁴¹ Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2017). *Principles of Corporate Finance* (12th ed.). McGraw-Hill.

⁴² Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

⁴³ Fama, E. F., & French, K. R. (2001). *Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?* *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.

I modelli basati sui flussi di cassa scontati (Discounted Cash Flow) rappresentano oggi lo standard di riferimento nella maggior parte delle operazioni di valutazione. Essi interpretano il valore come funzione della capacità dell'impresa di generare cassa nel futuro, superando i limiti degli utili contabili e fornendo una rappresentazione più vicina alla realtà finanziaria. La loro forza risiede nella possibilità di modellizzare scenari e integrare variabili operative, di rischio e di crescita. Allo stesso tempo, la loro debolezza consiste nella dipendenza da un elevato numero di ipotesi: una stima errata dei flussi o del tasso di sconto può alterare significativamente il risultato⁴⁴. Proprio per questo motivo, nella prassi è frequente condurre analisi di sensitività e scenari alternativi, così da cogliere l'impatto delle variabili chiave e ridurre il rischio di distorsioni.

Accanto a questi approcci, i metodi relativi o di mercato hanno assunto grande diffusione. Essi stimano il valore di un'impresa confrontandolo con quello di società comparabili, attraverso multipli come EV/EBITDA, P/E o EV/Sales. La logica è che imprese simili dovrebbero avere valori simili, una volta normalizzate le principali variabili operative. L'efficacia del metodo dipende però dalla capacità di selezionare un campione realmente comparabile e dalla qualità dei dati disponibili. Inoltre, questi modelli riflettono inevitabilmente le condizioni di mercato, con il rischio di portare a valori non veritieri a causa fenomeni di sopravvalutazione o sottovalutazione sistemica⁴⁵.

Nella prassi professionale, nessuno di questi modelli viene utilizzato in modo esclusivo. La combinazione dei diversi approcci costituisce infatti il percorso più solido per giungere a una stima quanto più vicina alla realtà. I metodi basati sui flussi di cassa offrono una misura intrinseca del valore, i multipli consentono di verificarne la coerenza rispetto al mercato, mentre i modelli basati sui dividendi o sui pagamenti agli azionisti sono utili come strumenti di validazione nei contesti in cui le politiche di distribuzione sono rilevanti. In questo senso, la valutazione aziendale è tanto un esercizio tecnico quanto un processo di triangolazione tra risultati diversi, dove la competenza dell'analista e la sua capacità di contestualizzazione giocano un ruolo essenziale⁴⁶.

⁴⁴ Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5th ed.). McGraw-Hill.

⁴⁵ Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). McKinsey & Company / Wiley.

⁴⁶ Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2003). *Capital Investment and Valuation*. McGraw-Hill.

In sintesi, i principali modelli teorici di valutazione rappresentano diversi modi di leggere la creazione di valore. La loro applicazione dipende non solo dalle caratteristiche dell'impresa, ma anche dall'obiettivo dell'analisi: in operazioni di IPO, per esempio, il confronto con i multipli di mercato risulta spesso prioritario, mentre nelle valutazioni strategiche di lungo periodo si tende a privilegiare i modelli finanziari. Questa varietà non deve essere interpretata come una frammentazione, ma come una ricchezza di strumenti a disposizione dell'analista. La valutazione aziendale, in quanto disciplina, non fornisce un numero certo e definitivo, ma un insieme di prospettive che, se lette in modo integrato, consentono di cogliere la complessità del valore d'impresa e di trasformarla in supporto concreto alle decisioni strategiche e finanziarie.

3.3 Identificazione dei fattori chiave della valutazione aziendale: analisi della redditività tramite ROI e ROE, misurazione del rischio con il WACC e Beta

Nel processo di valutazione aziendale un ruolo centrale è ricoperto da alcuni indicatori che consentono di tradurre in grandezze sintetiche la capacità dell'impresa di generare valore e di gestire i rischi associati alla propria attività. Tra questi, la redditività e il rischio rappresentano i due poli fondamentali sui quali si fondano le stime di valore: la prima misura la capacità dell'impresa di produrre risultati economici sostenibili, il secondo riflette l'incertezza e la variabilità con cui tali risultati si manifesteranno nel tempo. In altre parole, valutare un'impresa significa comprendere quanto valore essa sia in grado di generare valore e con quale grado di stabilità e prevedibilità⁴⁷.

La redditività viene comunemente misurata attraverso indici che mettono in relazione il risultato economico con il capitale impiegato. Due tra i più diffusi sono il **Return on Investment (ROI)** e il **Return on Equity (ROE)**, che rappresentano rispettivamente il rendimento del capitale investito nell'attività operativa e il rendimento del capitale proprio.

Il **ROI** (Return on Investment) è un indicatore che esprime la capacità dell'impresa di generare reddito operativo in rapporto al capitale investito complessivamente nelle attività. La sua formula, generalmente data da:

⁴⁷ Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2017). *Principles of Corporate Finance* (12th ed.). McGraw-Hill.

$$\text{ROI} = \text{EBIT} / \text{Capitale investito}$$

sintetizza la redditività operativa al lordo della struttura finanziaria. In questo modo il ROI consente di valutare l'efficienza con cui l'impresa utilizza le risorse per produrre margini, indipendentemente da come esse siano state finanziate. Il suo valore è influenzato sia dalla marginalità operativa (misurata dal ROS - Return on Sales) sia dal grado di rotazione del capitale investito: un'impresa che ottiene margini ridotti ma che ruota rapidamente le proprie attività può avere un ROI elevato, così come un'impresa con margini più ampi ma rotazione più lenta. La scomposizione del ROI consente dunque di analizzare le leve che determinano la redditività operativa e di individuare margini di miglioramento gestionale⁴⁸.

Il **ROE** (Return on Equity), invece, misura la redditività del capitale proprio, ossia il rendimento riconosciuto agli azionisti. La formula di riferimento è:

$$\text{ROE} = \text{Utile netto} / \text{Patrimonio Netto}$$

Si tratta di un indicatore particolarmente rilevante per l'investitore, in quanto rappresenta il ritorno effettivo che il capitale proprio riesce a generare, tenendo conto della struttura finanziaria e delle politiche fiscali. Il ROE, a differenza del ROI, è sensibile all'effetto leva: un'impresa con un ROI superiore al costo del debito può amplificare la redditività per gli azionisti attraverso l'indebitamento, mentre se il ROI scende al di sotto del costo del debito, l'effetto si traduce in un peggioramento del rendimento del capitale proprio.

Per questa ragione, il confronto tra ROI e ROE è fondamentale per comprendere se l'impresa stia creando o distruggendo valore per i soci. Un ROE superiore al ROI segnala un effetto leva positivo, mentre la situazione opposta può evidenziare squilibri finanziari eccessivi o un deterioramento dei margini. La dinamica di questi due indici deve quindi essere letta in modo congiunto, perché solo così è possibile valutare l'impatto delle scelte gestionali e finanziarie sul processo complessivo di creazione di valore.

Infine, va sottolineato come ROI e ROE siano strumenti utili non soltanto nella misurazione retrospettiva della performance, ma anche in chiave prospettica. Nelle valutazioni, essi rappresentano il punto di partenza per stimare la sostenibilità della redditività futura e la

⁴⁸ Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). Wiley.

capacità dell'impresa di remunerare adeguatamente sia il capitale investito sia quello proprio. In tal senso, questi indicatori costituiscono un ponte tra l'analisi storica dei bilanci e la proiezione prospettica dei flussi economici e finanziari che alimentano i modelli valutativi.

Accanto alla redditività, il secondo pilastro della valutazione è rappresentato dalla misurazione del rischio. La logica di fondo è che i flussi economici e finanziari futuri, su cui si fonda il valore d'impresa, non sono mai certi: essi dipendono da variabili macroeconomiche, competitive e gestionali che introducono incertezza. Per questa ragione, nella valutazione si utilizza un tasso di attualizzazione che riflette il rischio associato ai flussi futuri. Tale tasso è comunemente rappresentato dal **Weighted Average Cost of Capital (WACC)**, ossia il costo medio ponderato del capitale.

Il WACC misura il rendimento minimo atteso dagli investitori (azionisti e creditori) affinché l'impresa sia in grado di attrarre risorse finanziarie. Esso incorpora, in forma aggregata, il costo del capitale proprio e il costo del capitale di debito, ponderati in base alla loro incidenza nella struttura finanziaria. In questo modo, il WACC rappresenta il costo opportunità complessivo dell'impresa: se i rendimenti prospettici risultano inferiori a tale soglia, l'azienda distrugge valore, mentre se risultano superiori, lo crea⁴⁹.

Formalmente, il WACC si esprime come:

$$\text{WACC} = ((E/E+D) * K_e) + (D/D+E) * K_d * (1-T)$$

dove:

- **E** è il valore del capitale proprio,
- **D** è il valore del debito,
- **V = E + D** è il valore complessivo dell'impresa,
- **K_e** è il costo del capitale proprio,
- **K_d** è il costo del debito,
- **T** è l'aliquota fiscale effettiva.

⁴⁹ Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2017). *Principles of Corporate Finance* (12th ed.). McGraw-Hill.

Ognuno di questi elementi merita un approfondimento specifico.

Il costo del capitale proprio (k_e) rappresenta il rendimento minimo che gli azionisti attendono di ricevere a fronte del rischio assunto nell'investire nell'impresa. A differenza del costo del debito, che può essere osservato direttamente nei contratti di finanziamento, il costo del capitale proprio non è un dato immediato ma una grandezza stimata sulla base di modelli teorici. Lo strumento più utilizzato in letteratura e nella prassi professionale è il **Capital Asset Pricing Model (CAPM)**, il quale mette in relazione il rendimento richiesto da un titolo con tre variabili fondamentali: il tasso privo di rischio, il premio per il rischio di mercato e il coefficiente beta. La formula di riferimento è la seguente:

$$k_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$$

Ciascun elemento di questa relazione racchiude un significato preciso.

Il **tasso privo di rischio (R_f)** costituisce la base di partenza: esso rappresenta il rendimento che un investitore può ottenere senza esporsi ad alcun rischio, tipicamente associato a titoli di Stato emessi da governi considerati “sicuri” dal punto di vista creditizio. In ambito teorico, il tasso privo di rischio dovrebbe riflettere un investimento privo di rischio sia di insolvenza sia di reinvestimento, condizione che in pratica è difficilmente realizzabile. Per questa ragione, nella prassi si fa riferimento a strumenti a lunga scadenza, come i titoli decennali dei governi con elevato merito creditizio (ad esempio i Treasury americani o i Bund tedeschi), assumendo che tali rendimenti siano il benchmark più vicino a un vero “risk-free”. La scelta della scadenza non è neutrale: più il periodo considerato è lungo, maggiore è la coerenza con l'orizzonte temporale tipico della valutazione d'impresa.

Il secondo elemento è il **premio per il rischio di mercato ($R_m - R_f$)**, ossia la differenza tra il rendimento medio atteso dal portafoglio di mercato e il tasso privo di rischio. Questo parametro riflette la remunerazione aggiuntiva che un investitore richiede per esporsi all'incertezza del mercato azionario nel suo complesso. In altre parole, mentre il tasso privo di rischio remunera la semplice attesa del tempo, il premio per il rischio di mercato remunera l'accettazione della variabilità dei rendimenti legata all'andamento complessivo dell'economia e dei mercati finanziari. La sua stima è tutt'altro che semplice: può essere calcolata come differenza storica tra rendimenti medi di lungo periodo di indici azionari e rendimenti di titoli di Stato, oppure

come premio implicito, derivante dall'attualizzazione dei flussi futuri attesi. In entrambi i casi, il valore non è univoco e riflette le condizioni storiche e le aspettative degli operatori.

Il terzo elemento è il **beta (β)**, che rappresenta il cuore del modello. Esso misura la sensibilità del rendimento di un titolo rispetto alle variazioni del rendimento del mercato nel suo complesso. Un beta pari a 1 indica che il titolo si muove in linea con il mercato; un beta maggiore di 1 segnala una maggiore volatilità, quindi un rischio sistematico superiore; al contrario, un beta inferiore a 1 descrive un titolo più difensivo, meno esposto alle oscillazioni di mercato. In alcuni casi, si riscontrano beta negativi, che indicano un comportamento contro ciclico, cioè una correlazione inversa con l'andamento del mercato. La stima del beta può essere effettuata attraverso analisi statistiche sui rendimenti storici del titolo rispetto a un indice di riferimento, oppure, in mancanza di dati significativi, può essere ricavata da beta "settoriali", corretti in funzione della struttura finanziaria dell'impresa.

Il modello CAPM, nella sua semplicità, ha avuto il merito di fornire un quadro teorico chiaro: il rendimento richiesto da un investimento non dipende dal rischio totale, bensì solo dal rischio sistematico, cioè da quella componente che non può essere eliminata con la diversificazione del portafoglio. L'investitore, infatti, può ridurre il rischio specifico detenendo un insieme diversificato di titoli, ma non può sottrarsi al rischio complessivo di mercato. Per questo motivo, il CAPM considera il beta come l'unico indicatore di rischio rilevante ai fini del calcolo del rendimento atteso.

Nella pratica applicativa, tuttavia, l'uso del CAPM richiede alcune cautele. In primo luogo, la scelta del tasso privo di rischio e dell'equity risk premium può variare sensibilmente in base al mercato di riferimento e all'orizzonte temporale considerato. Inoltre, la stima del beta è spesso instabile e dipende dall'orizzonte temporale dei dati storici, dall'indice di riferimento scelto e dalla struttura finanziaria dell'impresa. Nonostante questi limiti, il CAPM continua a essere lo strumento di riferimento più utilizzato, poiché consente di legare in modo chiaro e razionale il rendimento richiesto dagli azionisti al livello di rischio sistematico dell'impresa⁵⁰.

⁵⁰ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

Ritornando al calcolo del WACC **Il costo del debito (K_d)** riflette invece il rendimento richiesto dai creditori, espresso generalmente dal tasso di interesse applicato ai prestiti o alle obbligazioni aziendali. Trattandosi di un onere contrattuale, esso è più facilmente osservabile rispetto al costo del capitale proprio. Nella determinazione del WACC, tuttavia, il costo del debito deve essere considerato **al netto del beneficio fiscale**, in quanto gli oneri finanziari sono deducibili dal reddito imponibile. Per questo motivo, la formula del WACC include il termine $(1 - T)$. Questo “scudo fiscale” rappresenta uno dei motivi per cui, fino a un certo livello, l’indebitamento può risultare conveniente: esso riduce il costo effettivo del debito e può migliorare la redditività per gli azionisti, a condizione che il rischio di insolvenza rimanga sotto controllo.

La struttura finanziaria (E/V e D/V) costituisce l’altro elemento determinante del WACC. La ponderazione tra capitale proprio e capitale di debito riflette il grado di leva finanziaria dell’impresa. Una maggiore incidenza del debito può ridurre inizialmente il costo medio del capitale, grazie al beneficio fiscale degli interessi. Tuttavia, un eccessivo ricorso all’indebitamento aumenta il rischio percepito dagli azionisti e dai creditori, determinando un incremento sia del costo del capitale proprio sia del costo del debito. La struttura finanziaria ottimale è dunque quella che riesce a bilanciare il beneficio fiscale con i costi attesi di un indebitamento eccessivo⁵¹.

Il fattore fiscale (T) completa il quadro, rappresentando l’aliquota effettiva che riduce l’onerosità del debito. È importante sottolineare che non sempre si utilizza l’aliquota nominale, ma piuttosto quella effettiva, calcolata sulla base del carico fiscale realmente sostenuto dall’impresa. Ciò consente di rendere il calcolo del WACC più aderente alla situazione concreta, evitando sovrastime o sottostime che potrebbero alterare i risultati della valutazione.

Nel complesso, il WACC rappresenta una grandezza cardine nei processi di valutazione: è la soglia critica che permette di distinguere tra progetti che creano valore e progetti che lo distruggono. La sua determinazione non è mai un esercizio puramente tecnico, poiché ciascun elemento richiede assunzioni e stime, dalla scelta del tasso privo di rischio alla determinazione del beta, dalla misura dell’equity risk premium alla valutazione della struttura finanziaria target. La sensibilità del valore d’impresa rispetto al WACC rende evidente l’importanza di stimarlo

⁵¹ Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). Wiley.

con rigore metodologico, pur nella consapevolezza che si tratta di un parametro influenzato da variabili di mercato e giudizi soggettivi.

Capitolo 4 Analisi dei Metodi di Valutazione

4.1 Discounted Cash Flow (DCF): calcolo, ipotesi e scenari di applicazione

Uno dei metodi maggiormente utilizzato per la valutazione è il Discounted Cash Flow (DCF). Questo metodo mira a determinare la capacità dell'azienda di generare ricchezza, stimando il denaro che i proprietari potrebbero portare a casa durante la vita dell'azienda. Questo metodo viene utilizzato per convertire questi flussi di cassa futuri in valuta odierna, utilizzando un "tasso di sconto" per riflettere il valore del denaro futuro attualizzato al valore odierno, compreso il rischio potenziale associato alla suddetta generazione di ricchezza. In sostanza, questo metodo fornisce indicazioni sulla performance futura dell'azienda e sulla sua capacità di generare flussi di cassa attraverso le risorse aziendali.⁵²

Il metodo del DCF richiede l'analisi dei dati storici passati. In questo modo è possibile capire quali fattori hanno determinato i costi sostenuti e quali hanno generato i ricavi. Occorre inoltre prestare particolare attenzione ai fattori che potrebbero influenzare le proiezioni finanziarie future. La funzione dovrebbe includere ricavi, costi, profitti, piani di investimento, flussi di cassa previsti e la struttura economica dell'azienda. Questa proiezione fungerà da ipotesi sui dati finanziari futuri (bilanci, conti economici, ecc.).

Per comprendere meglio come si passa dalle grandezze contabili ai flussi di cassa utilizzati nel modello, occorre partire dall'EBITDA. Questo indicatore rappresenta l'utile prima di interessi, tasse, ammortamenti e svalutazioni ed è spesso visto come una misura "grezza" della capacità di generare margini operativi. Tuttavia, per arrivare ai flussi di cassa effettivi (Free Cash Flow to the Firm, FCFF), bisogna compiere alcuni passaggi.

In primo luogo, dall'EBITDA si sottraggono gli ammortamenti per ottenere l'EBIT, al quale vanno poi applicate le imposte, arrivando così al NOPAT (Net Operating Profit After Taxes). Successivamente, si riaggiungono gli ammortamenti, che non rappresentano un'uscita di cassa reale, e si considerano le altre componenti operative: da un lato vanno sottratti gli investimenti in capitale fisso (Capex), necessari per sostenere la crescita futura, dall'altro le variazioni del

⁵² Aydin, M. (2017). *Valuation methods and investment analysis: A practical guide for business professionals and investors*. Istanbul: Istanbul University Press.

capitale circolante netto (Δ CCN), che riflettono l'assorbimento o il rilascio di liquidità legato alla gestione corrente.

Il risultato di questi aggiustamenti è il flusso di cassa libero per l'impresa (FCFF), cioè la liquidità realmente disponibile per remunerare sia gli azionisti sia i finanziatori esterni. In questo senso, il passaggio dall'EBITDA al FCFF consente di trasformare un semplice indicatore contabile in una misura concreta della capacità dell'azienda di generare risorse finanziarie nel tempo.

$$\text{FCFF} = \text{EBITDA} - \text{Imposte} - \text{Capex} - \Delta\text{CCN}$$

Inoltre, per l'applicazione di questa tecnica di valutazione, si devono considerare l'analisi di posizionamento competitivo e il contesto della concorrenza. Comprendendo le Cinque Forze di Porter, si potrà capire: quanto sia facile o difficile portare un prodotto/servizio sul mercato; la causa di un aumento della domanda per essi; le aree di scambio; il potere contrattuale dei fornitori.

Il confronto della tua posizione competitiva rispetto ai concorrenti nello stesso settore può influire in aumento o in diminuzione sul valore finale dell'accordo.

Dopo aver effettuato queste analisi preliminari, è possibile stimare il flusso di cassa: si tratta di una stima della liquidità futura che un azionista può portare a casa senza danneggiare la crescita dell'azienda, di conseguenza per un certo periodo di tempo. Questo tempo è solitamente compreso tra i 4-5 anni. Dopodiché, stimare un valore preciso può essere estremamente complicato. Per questo motivo, gli acquirenti spesso calcolano le proiezioni per un periodo più breve rispetto ai venditori.⁵³

L'analisi DCF, quindi, tenta di determinare il valore di un investimento oggi, sulla base delle proiezioni di quanto denaro genererà in futuro. Questo vale per le decisioni degli investitori in società o titoli, come l'acquisizione di una società o l'acquisto di azioni, e per gli imprenditori e i manager che desiderano prendere decisioni sul budget di capitale o sulle spese operative.

⁵³ Brotherson, W. T., Eades, K. M., Harris, R. S., & Higgins, R. C. (2014). *Best practices in estimating the cost of capital: Survey and synthesis*. Journal of Applied Corporate Finance, 26(1), 17-33

L'analisi del flusso di cassa scontato è ampiamente utilizzata nel finanziamento degli investimenti, nello sviluppo immobiliare, nella gestione finanziaria aziendale e nella valutazione dei brevetti. È stato utilizzato nell'industria già nel 1700 o 1800, ampiamente discusso nell'economia finanziaria negli anni '60 e divenne ampiamente utilizzato nei tribunali statunitensi negli anni '80 e '90. I calcoli del flusso di cassa scontato sono stati utilizzati in qualche forma da quando il denaro è stato prestato per la prima volta a interesse nei tempi antichi. Gli studi sull'antica matematica egiziana e babilonese suggeriscono che utilizzassero tecniche simili all'attualizzazione dei futuri flussi di cassa. La moderna analisi del flusso di cassa scontato è stata utilizzata almeno dai primi anni del 1700 nell'industria del carbone nel Regno Unito.⁵⁴

Dopo il crollo del mercato azionario del 1929, l'analisi dei flussi di cassa scontati ha guadagnato popolarità come metodo di valutazione per le azioni. Irving Fisher nel suo libro del 1930 *The Theory of Interest* e il testo di John Burr Williams del 1938 *The Theory of Investment Value* ha espresso per la prima volta formalmente il metodo DCF in termini economici moderni.

La formula per calcolare il DCF è:

$$DCF = CF_1 / (1 + r)^1 + CF_2 / (1 + r)^2 + \dots + CF_n / (1 + r)^n$$

dove

CF=Il flusso di cassa per l'anno specificato.

CF1 è per l'anno uno, CF2 è per l'anno due,

CFn è per gli anni aggiuntivi

r=Il tasso di sconto

Lo scopo dell'analisi DCF è stimare il denaro che un investitore riceverebbe da un investimento, rettificato per il valore temporale del denaro. Il valore temporale del denaro presuppone che un dollaro oggi valga più di un dollaro domani perché può essere investito. Pertanto, un'analisi DCF è appropriata in qualsiasi situazione in cui una persona sta pagando denaro nel presente con l'aspettativa di ricevere più denaro in futuro.

⁵⁴ Brackenborough, S., McLean, T., & Oldroyd, D. (2002). *The emergence of discounted cash flow in the UK coal industry, c. 1700-1820*. *Accounting, Business & Financial History*, 12(3), 337-361

L'analisi DCF trova il valore attuale dei flussi di cassa futuri attesi utilizzando un tasso di sconto. Gli investitori possono utilizzare il concetto di valore attuale del denaro per determinare se i flussi di cassa futuri di un investimento o progetto sono uguali o superiori al valore dell'investimento iniziale. Se il valore calcolato tramite DCF è superiore al costo attuale dell'investimento, l'opportunità dovrebbe essere considerata.

Per fare un'analisi dei flussi di cassa scontati, un investitore deve prevedere quali saranno i futuri flussi di cassa e anche quale sarà il valore finale del suo investimento, attrezzatura o qualsiasi altra cosa. L'investitore dovrà anche decidere un tasso di sconto adatto per il modello DCF, che dipenderà dalla natura del progetto o dell'investimento in esame, ad esempio dal profilo di rischio dell'azienda o dell'investitore e dalle condizioni del mercato dei capitali.

Quando l'investitore non ha accesso ai flussi di cassa previsti, o il progetto è estremamente complesso (sia da studiare che da prevedere), il DCF sarà probabilmente di scarso valore e altri modelli sarebbero più appropriati.

Il DCF ha anche un grande svantaggio perché si basa su troppe supposizioni. Iniziare correttamente prevedendo i futuri flussi di cassa di qualsiasi investimento o progetto. I ricavi futuri dipenderanno da molti fattori, tra cui la domanda di mercato, le condizioni economiche generali, la tecnologia, la concorrenza e le minacce e le opportunità impreviste.

Sovrastimare i flussi di cassa può portare a investimenti costosi che non riescono ad essere redditizi. Non vuoi sottovalutare i flussi di cassa in modo che l'investimento appaia costoso e perdere un'opportunità.

Anche il tasso di sconto per il modello è un'ipotesi e dovrebbe essere stimato in modo corretto, se il modello deve prendersi cura dell'attività.

Il calcolo DCF include tre passaggi fondamentali:

1. Stimare i flussi di cassa che si prevede di generare dall'investimento.
2. Scegliere un tasso di sconto (basato sul costo del finanziamento per effettuare l'investimento o sul costo-opportunità associato a investimenti alternativi).
3. Calcolare il valore attuale di quei sofisticati flussi di cassa previsti - basta fare i calcoli con una calcolatrice (finanziaria o normale) o creare un foglio Excel.

Dei vari indici di valutazione utilizzati per gli investimenti azionari, il metodo del Discounted Cash Flow (DCF) rimane ancora uno dei più frequentemente adottati. Ha numerosi vantaggi, senza alcun dubbio. Tuttavia, allo stesso tempo, ci sono anche alcune limitazioni evidenti che dovrebbero essere considerate prima di adottarlo come unico criterio di valutazione.

Uno dei principali vantaggi del modello DCF è la sua capacità di condurre analisi dettagliate su un'azienda. Questo metodo può incorporare tutte le principali ipotesi derivanti dalle operazioni in corso e dai flussi di cassa futuri che potrebbero eventualmente apparire per stimare quale sia effettivamente il “valore intrinseco” dell'azienda. Il modello Discounted Cash Flow non ha bisogno di fare confronti con aziende simili, a differenza di altri metodi, poiché può giudicare se un investimento aumenterà o meno la grande ricchezza da solo senza fare riferimento ai concorrenti diretti. Inoltre, l'implementazione non è particolarmente impegnativa: basta un foglio di calcolo per completare questo compito.

Un altro vantaggio del DCF è la sua capacità di integrazione di tutte le aspettative future su un'azienda che rende possibile modellare diversi scenari e di eseguire un'analisi di sensitività per comprendere l'impatto delle variazioni nei parametri chiave. Si tratta di un aspetto che lo rende particolarmente adatto per operazioni di fusioni e acquisizioni, in quanto permette di ottenere una stima precisa del valore attuale di un'impresa in base ai flussi di cassa futuri attesi. Inoltre, il metodo può venire impegnato nel calcolo del tasso di rendimento interno (IRR) di un investimento restituendo in tal modo un'indicazione chiara della sua redditività potenziale.

Tuttavia, il modello DCF presenta anche alcuni limiti che potrebbero influenzare anche in modo significativo l'accuratezza della valutazione. Uno degli aspetti più problematici riguarda la necessità di formulare un elevato numero di ipotesi, un aspetto che lo rende particolarmente vulnerabile a errori e imprecisioni. La dipendenza da stime future può portare a distorsioni nei risultati, in particolare laddove le previsioni sui flussi di cassa o sui tassi di crescita dovessero rivelarsi errate. Inoltre, il DCF può facilmente diventare eccessivamente complesso, inducendo un falso senso di sicurezza nei risultati ottenuti.

Un ulteriore problema del modello risiede nella sua sensibilità alle variazioni nelle ipotesi di base. Anche piccole modifiche nei parametri, come il tasso di crescita o il costo medio ponderato del capitale (WACC), potrebbero impattare notevolmente sulla valutazione finale. La determinazione del valore terminale, che in molti casi costituisce una parte rilevante del valore totale dell'azienda, è molto complessa da stimare e soggetta a un elevato grado di incertezza. Inoltre, il DCF tende restituire una valutazione dell'azienda isolata, ossia senza tenere conto delle valutazioni relative dei concorrenti e questo limita la sua capacità di fornire un quadro completo del mercato.

Infine, la difficoltà nel calcolare con precisione il WACC rappresenta un ulteriore ostacolo nell'applicazione del modello. Il WACC riflette il costo del capitale di un'impresa, ma la sua stima dipende da variabili spesso difficili da determinare con esattezza, come il costo del debito, il rendimento atteso dagli azionisti e la struttura del capitale. Questo elemento può introdurre ulteriori margini di errore nella valutazione complessiva dell'investimento.

4.2 Metodo dei multipli: confronto con aziende comparabili e metriche di riferimento

Un altro metodo è quello dei multipli. Un multiplo di valutazione è un'espressione del valore di mercato rispetto a una statistica chiave che si presume sia correlata a tale valore. Per essere utile, tale statistica - che si tratti di utili, flussi di cassa o altre misure - deve avere una relazione logica con il valore di mercato osservato; deve essere vista, infatti, come il motore di tale valore di mercato.⁵⁵

Un multiplo di valutazione è un'espressione del valore di mercato rispetto a una statistica chiave che si presume sia correlata a tale valore. Per essere utile, tale statistica - che si tratti di utili, flussi di cassa o altre misure - deve avere una relazione logica con il valore di mercato osservato; deve essere vista, infatti, come il motore di tale valore di mercato.

Esistono due tipi fondamentali di multipli: il valore d'impresa e il capitale proprio:

⁵⁵ Plenborg, T., & Pimentel, R. C. (2016). Best practices in applying multiples for valuation purposes. *The Journal of Private Equity*, 55-64.

I multipli d'impresa esprimono il valore di un'intera impresa rispetto a una statistica che si riferisce all'intera impresa, come il fatturato o l'EBIT.

I multipli azionari, invece, esprimono il valore dei diritti degli azionisti sulle attività e sui flussi di cassa dell'azienda. Un multiplo azionario esprime quindi il valore di questa pretesa rispetto a una statistica che si applica solo agli azionisti, come l'utile (il residuo dopo i pagamenti ai creditori, agli azionisti di minoranza e ad altri soggetti non azionisti).

Le critiche mosse ai multipli sono numerose, ma in linea di massima possono essere riassunte come segue:

Semplicistico: Un multiplo è una distillazione di una grande quantità di informazioni in un singolo numero o in una serie di numeri. Combinando molti fattori di valore in una stima puntuale, i multipli possono rendere difficile disaggregare l'effetto dei diversi fattori, come la crescita, sul valore. Il pericolo è che ciò incoraggi un'interpretazione semplicistica e forse errata.

Statico: Un multiplo rappresenta un'istantanea della situazione di un'azienda in un determinato momento, ma non riesce a cogliere la natura dinamica e in continua evoluzione del business e della concorrenza.

Difficile da confrontare: I multipli sono usati principalmente per fare confronti di valore relativo. Ci sono molte ragioni per cui i multipli possono differire, non tutte legate a un vero e proprio valore. Ad esempio, criteri contabili diversi possono determinare multipli diversi per attività operative altrimenti identiche.

Nonostante questi svantaggi, i multipli presentano diversi vantaggi.

Utilità: La valutazione è una questione di giudizio, e i multipli forniscono un quadro di riferimento per esprimere giudizi di valore. Se usati correttamente, i multipli sono strumenti solidi che possono fornire informazioni utili sul valore relativo.

Semplicità: La loro stessa semplicità e facilità di calcolo rende i multipli un metodo attraente e facile da usare per valutare il valore. I multipli possono aiutare l'utente a evitare la precisione

potenzialmente fuorviante di altri approcci più "precisi", come la valutazione del flusso di cassa scontato o l'EVA, che possono creare un falso senso di sicurezza.

Rilevanza: I multipli si concentrano sulle statistiche chiave utilizzate dagli altri investitori. Poiché gli investitori in aggregato muovono i mercati, le statistiche e i multipli più comunemente utilizzati avranno il massimo impatto.

Questi fattori, e l'esistenza di un'ampia gamma di comparabili, contribuiscono a spiegare il perdurante utilizzo dei multipli da parte degli investitori, nonostante l'affermarsi di altri metodi.

I motivi principali per cui i multipli possono variare sono quattro:

1. Differenze nella qualità dell'attività (cioè differenze nei driver di valore)
2. Differenze contabili
3. Fluttuazioni del flusso di cassa o dell'utile (cioè non sono rappresentative del futuro)
4. Mispricing

Vediamoli più in dettaglio.

A parità di condizioni, le aziende di maggiore qualità meritano multipli di valutazione più elevati. Questo è un altro modo per dire che esistono differenze qualitative nei driver fondamentali di valutazione, come la qualità del management, le opportunità di investimento disponibili, la strategia e il branding. Questi possono essere ricondotti a quattro fattori di valutazione quantitativi: rendimento del capitale, costo del capitale, crescita e durata della crescita. Le differenze nei principi contabili che non incidono sui flussi di cassa non incidono sul valore. Come investitori, siamo interessati a capire come tenere conto delle differenze tra questi driver di valore. Quanto vale la crescita? Qual è l'impatto di una variazione del rendimento del capitale?

Le differenze nei criteri contabili che non influiscono sui flussi di cassa non influiscono sul valore. Tuttavia, le differenze di politica contabile influiscono sui multipli di profitto e, di conseguenza, le differenze nei multipli possono dare un'immagine fuorviante della valutazione

relativa. Ad esempio, consideriamo due società identiche con 20 di avviamento in bilancio e 10 di utile ante avviamento. La società A non ammortizza l'avviamento, mentre la società B lo ammortizza in 10 anni (ammortamento di 2 all'anno). Poiché entrambe le società hanno guadagni di cassa identici, hanno lo stesso valore e dovrebbero essere scambiate allo stesso prezzo (si ipotizza lo stesso numero di azioni). Ciò implica un multiplo degli utili di 25x per la società B. Ma sarebbe chiaramente sbagliato concludere che la società A è più economica della società B. Infatti, non c'è alcun contenuto informativo nella differenza tra i due multipli. Esistono molti fattori diversi che causano differenze nella misurazione degli utili; un recente studio che ha messo a confronto i principi contabili statunitensi con quelli internazionali ha identificato oltre 250 differenze di questo tipo. Non tutti questi fattori incidono sulla misurazione degli utili, e molti non hanno un effetto rilevante, ma le differenze contabili non sono chiaramente un problema banale. Tuttavia, sembra che alcune questioni chiave siano dominanti: l'ammortamento, l'avviamento (e altri aspetti delle aggregazioni aziendali), gli accantonamenti e le imposte differite, per citare solo alcune delle più importanti. Sebbene sia praticamente impossibile eliminare completamente l'impatto delle diverse metodologie contabili, l'analista può fare molto per mitigarne l'impatto e produrre dati rilevanti per l'analisi del capitale. In particolare, è possibile ripristinare i dati contabili in un formato comune, ma soprattutto concentrarsi sulle statistiche chiave che sono meno influenzate dalle differenze contabili.

Poiché non è possibile eliminare tutte le differenze contabili, gli investitori e gli analisti dovrebbero cercare di utilizzare le statistiche di valutazione che hanno meno probabilità di essere distorte dalla contabilità. Ciò significa essenzialmente concentrarsi maggiormente sui flussi di cassa piuttosto che sui dati relativi agli utili e, nel caso in cui si utilizzino misure degli utili, prenderle dal livello più alto del conto economico. Tuttavia, è bene tenere presente che in questo modo si rischia di non cogliere aspetti chiave della performance aziendale; queste statistiche devono essere interpretate con attenzione e preferibilmente non in modo isolato.

Flusso di cassa: Il vantaggio del flusso di cassa come base per la valutazione è che, se calcolato correttamente, è del tutto indipendente dalla metodologia contabile. Il problema, tuttavia, è che,

soprattutto su base storica, il flusso di cassa varia naturalmente e il flusso di cassa di un singolo anno non è necessariamente una buona base per prevedere il futuro. Questo problema è attenuato dall'utilizzo di flussi di cassa previsionali, poiché la volatilità diminuisce, ma anche in questo caso il flusso di cassa è più adatto alle valutazioni DCF che alle misure di performance e ai multipli di valutazione.

Ricavi: I ricavi sono stati spesso sostenuti come base adeguata per l'analisi e la valutazione, in quanto ampiamente comparabili tra diversi sistemi contabili. Questo approccio presenta due problemi:

Le vendite non sono così poco influenzate dalle politiche contabili come si pensa comunemente; possono essere sostanzialmente influenzate da diverse interpretazioni dei principi contabili, anche se i problemi non sono così gravi come per le misure di profitto.

I ricavi sono una misura incompleta della performance, in quanto non si concentrano sulla redditività e sul flusso di cassa. I ricavi come misura di performance e base per la valutazione dovrebbero essere l'ultima risorsa se altre misure di profitto più rilevanti non sono disponibili o non sono affidabili.

EBITDA: L'EBITDA è diventato il parametro più comune per misurare la performance e il valore, che presumibilmente supera il problema delle differenze contabili. Questo è in parte vero, in quanto la misura non è influenzata da differenze nei metodi di ammortamento, nella contabilizzazione dell'avviamento e delle imposte differite. Sebbene vi siano altri problemi contabili che influiscono sull'EBITDA (problemi di riconoscimento dei ricavi e dei costi, contabilizzazione delle pensioni, ecc. Un difetto cruciale dell'EBITDA, tuttavia, è che ignora i costi reali della spesa in conto capitale e della tassazione che dovrebbero (e lo fanno) influire sul valore.

Flusso di cassa libero operativo (OpFCF): L'OpFCF è una versione modificata dell'EBITDA, concepita per mantenere i vantaggi che l'EBITDA offre in termini di comparabilità contabile, ma per evitare il problema di ignorare le differenze nell'intensità di capitale (capex).

$$\text{OpFCF} = \text{EBITDA} - \text{investimenti di manutenzione} - \text{aumento}/(\text{diminuzione}) \text{ del capitale circolante netto di manutenzione.}$$
 L'investimento di manutenzione è l'importo che un analista

stima debba essere speso in immobilizzazioni per mantenere la redditività e la posizione competitiva dell'azienda in termini reali. È basato sulla liquidità, è orientato al futuro e non è influenzato dalla contabilità, a differenza della relativa quota di ammortamento.

Per calcolare un multiplo si possono utilizzare tre date di determinazione dei prezzi

- escludere le voci eccezionali se si utilizzano gli utili storici; oppure
- utilizzare le previsioni piuttosto che i profitti storici.

Se gli utili degli anni correnti/successivi non sono ancora rappresentativi del lungo periodo, allora si dovrebbe (a) utilizzare l'utile normalizzato o il flusso di cassa; oppure (b) considerare l'utilizzo di multipli "forward-priced".

Se le differenze nei multipli non sono pienamente spiegate da differenze nella qualità del business, da differenze contabili o da fluttuazioni degli utili, allora il titolo potrebbe essere semplicemente valutato male. È compito dell'analista identificare il mispricing; l'abilità dell'analista consiste nel distinguere tra le differenze derivanti dai fondamentali sottostanti - e quindi giustificate - e quelle derivanti dal mispricing.

Quale data di determinazione del prezzo si deve utilizzare per calcolare un multiplo? Esistono tre valide alternative di prezzo che possono essere utilizzate nei multipli: storico, corrente e forward.

Multipli del prezzo storico: Confronto del prezzo storico o del valore d'impresa con gli utili storici (flusso di cassa, ecc.). Il prezzo "storico" è generalmente la media dell'anno. I multipli dei prezzi storici vengono utilizzati per stabilire un range di negoziazione.

Multipli del prezzo corrente: Confronto tra il prezzo corrente o il valore d'impresa e gli utili storici o previsti - generalmente un anno di utili storici e due anni di utili previsti. I multipli a prezzo corrente sono utilizzati per studiare il valore attuale. I multipli a prezzo corrente basati sugli utili dell'anno in corso possono essere confrontati con i multipli a prezzo storico e a prezzo previsionale.

Multipli a termine: Confronto tra il prezzo a termine o il valore d'impresa e gli utili previsti. I multipli forward-priced sono utilizzati per studiare il valore attuale. In effetti, un multiplo forward-priced è una valutazione DCF parziale espressa come multiplo. I multipli forward sono particolarmente utili per i titoli in crescita, soprattutto quando gli utili o i flussi di cassa attuali sono negativi, e possono essere confrontati nel tempo, a differenza dei multipli current-priced. Il prezzo a termine è il prezzo necessario a un investitore per ottenere un rendimento soddisfacente dall'investimento, ossia il prezzo corrente corretto per il costo di trasporto:

Prezzo a termine @ t1 = (Prezzo a t0) × (1+costo del capitale) - flusso di cassa dell'investitore @ t1

Multipli a termine parziale: In un approccio partial-forward, il valore attuale del capitale proprio viene combinato con un debito netto previsto per calcolare il valore d'impresa da confrontare con le misure di profitto e flusso di cassa previste. Altre componenti del valore d'impresa, come le minoranze e gli accantonamenti per le pensioni, possono essere incluse sia al valore previsionale che a quello corrente. Sebbene questo approccio non abbia la coerenza del metodo previsionale puro di cui sopra, tiene conto di almeno una parte dei flussi di cassa futuri che influiscono sul valore. Ad esempio, un'azienda che si prevede avrà un flusso di cassa inferiore rispetto a un'altra nei prossimi anni avrà un debito netto più elevato e quindi un EV forward parziale più alto. Un flusso di cassa scarso viene di fatto penalizzato da un multiplo più alto.

I multipli sono utilizzati principalmente per confronti relativi: per un titolo rispetto al suo andamento storico, rispetto ad altre società, rispetto al suo settore e così via. Ma è anche possibile ricavare un multiplo "equo" o target.

Un multiplo target è il multiplo massimo (di utili, EBITDA, ecc.) che potreste pagare, dati determinati driver di valore sottostanti, e ricevere un rendimento equo sul vostro investimento. In questo contesto, per "rendimento equo" si intende il rendimento richiesto sul capitale proprio o sul capitale, a seconda della misura applicata.

Un multiplo equo è quel multiplo pagato che fa sì che l'investimento abbia un valore attuale netto pari a zero, ovvero il reciproco del tasso di rendimento interno: $1/IRR$.

Esistono quindi diversi modi per applicare i multipli nella valutazione. L'approccio comune è quello di confrontare il multiplo attuale con un multiplo storico misurato in un momento

analogo del ciclo economico e del contesto macroeconomico. Un approccio alternativo consiste nel confrontare i multipli attuali con quelli di altre società, di un settore o di un mercato, e nel confrontare lo spread attuale tra di essi con uno spread storico.

4.3 Dividend Discount Model (DDM): logica, ipotesi e applicazione

Il modello di sconto dei dividendi (DDM) è un metodo utilizzato per valutare un titolo azionario basato sul concetto che il suo valore è il valore attuale di tutti i suoi dividendi futuri. Utilizzando il prezzo dell'azione, un tasso di rendimento richiesto e il valore del dividendo dell'anno successivo, gli investitori possono determinare il valore di un'azione in base al valore attuale totale dei dividendi futuri.⁵⁶

Ciò significa che, se un investitore acquista un'azione principalmente sulla base del suo dividendo, il DDM può essere uno strumento utile per determinare esattamente quanto del prezzo dell'azione è sostenuto dai dividendi futuri. Tuttavia, è importante comprendere che il DDM non è privo di difetti e che il suo utilizzo richiede ipotesi che, alla fine, potrebbero rivelarsi non veritiere.

Il DDM più comune è il modello di crescita di Gordon, che utilizza il dividendo per l'anno successivo (D_1), il rendimento richiesto (r) e il tasso di crescita dei dividendi futuri stimato (g) per arrivare al prezzo o al valore finale dell'azione. La formula del modello di crescita di Gordon è la seguente:

$$P_0 = D_1 / (r - g)$$

Dove:

P_0 = prezzo attuale dell'azione

D_1 = dividendo atteso per l'anno successivo

r = rendimento richiesto (cost of equity)

⁵⁶ Lestari, N. A., Antony, A., & Alhidayatullah, A. (2023). Evaluation of Stock Through Fundamental Analysis With the Dividend Discount Model (DDM) Approach. *International Journal of Indonesian Business Review*, 2(1), 85-95.

g = tasso di crescita previsto dei dividendi

Questo calcolo valuta il titolo interamente sulla base dei dividendi futuri attesi. È quindi possibile confrontare il prezzo calcolato con il prezzo di mercato effettivo per determinare se l'acquisto del titolo sul mercato soddisfa le proprie esigenze.

Un altro approccio è quello che prende il nome di Modello di sconto del dividendo a crescita zero. Il modello DDM a crescita zero presuppone che tutti i dividendi futuri di un titolo azionario rimangano fissi allo stesso valore in dollari per sempre, o almeno per tutto il tempo in cui un singolo investitore detiene le azioni. In tal caso, il valore intrinseco del titolo è determinato dividendo l'importo del dividendo annuale per il tasso di rendimento richiesto:

$$P_0 = D / r$$

Dove:

P_0 = prezzo attuale dell'azione

D = dividendo annuale costante

r = rendimento richiesto (cost of equity)

Questo ha perfettamente senso perché un titolo che paga sempre lo stesso dividendo non è diverso da una rendita perpetua, ovvero una rendita continua e senza fine, e per questo motivo è possibile utilizzare la stessa formula per determinare il prezzo delle azioni privilegiate. L'unico fattore che potrebbe alterare il valore di un titolo basato sul modello a crescita zero sarebbe una variazione del tasso di rendimento richiesto a causa delle fluttuazioni dei livelli di rischio percepiti.

4.4 Total Payout Model: caratteristiche, vantaggi e limiti

Il Total Payout Model è invece un'estensione del tradizionale Dividend Discount Model (DDM). Il modello considera non soltanto i dividendi distribuiti agli azionisti ma anche il valore dei riacquisti di azioni (share repurchases) che vanno anch'esso a comporre il rendimento totale per l'investitore. Secondo questo approccio, il valore intrinseco del titolo è calcolato attualizzando il flusso combinato di dividendi e riacquisti futuri. Formalmente si ha: dove:

$$P_0 = TP_1 / (r - g)$$

P_0 = valore intrinseco dell'azione oggi

TP_1 = totale dei pagamenti agli azionisti nell'anno successivo (dividendi + riacquisti di azioni)

r = tasso di rendimento richiesto

g = tasso di crescita previsto dei pagamenti totali agli azionisti

In questo modo si dovrebbe ottenere una visione più completa della politica di distribuzione aziendale.⁵⁷ Questo modello risulta particolarmente apprezzabile laddove si debbano valutare società che adottano strategie flessibili di remunerazione degli azionisti, alternando dividendi e buyback in funzione delle condizioni di mercato o della disponibilità di liquidità.⁵⁸

Tra i vantaggi del Total Payout Model possiamo individuare la sua capacità di riflettere in modo più realistico le scelte di cash return delle imprese moderne, in particolare in quei contesti di mercato, come ad esempio quello USA i buyback hanno assunto un peso decisamente importante⁵⁹. Inoltre, il modello mitiga fortemente la dipendenza dalla stima della crescita dei soli dividendi, nella gran parte dei casi incerta e meno rappresentativa per aziende mature con pratiche di payout variabili.

Non è però un modello esente da limiti. In primo luogo, necessità della disponibilità accurata e consistente di dati sui riacquisti passati e futuri, dati che molto spesso non sono facilmente prevedibili o divulgati in modo trasparente⁶⁰. Inoltre, una assunzione forte come quella di un tasso di crescita stabile per il totale dei pagamenti agli azionisti può risultare non realistica laddove si sia in presenza di ciclici o in presenza di strategie finanziarie opportunistiche

⁵⁷ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

⁵⁸ Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2013). *Financial Management: Theory & Practice* (14th ed.). Cengage Learning.

⁵⁹ Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.

⁶⁰ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

4.5 Analisi comparativa tra i metodi di valutazione e limiti della loro applicazione

I metodi valutativi di cui è offerta una panoramica nel presente capitolo —Discounted Cash Flow (DCF), Metodo dei multipli Dividend Discount Model (DDM), Total Payout Model — offrono ognuno un differente approccio estimativo del valore di un'impresa in quanto riflettono differenti visioni e priorità in funzione di diversi elementi quali la natura della società, la disponibilità dei dati e al contesto applicativo.

Il Dividend Discount Model, si rileva particolarmente indicato per aziende che siano caratterizzate da una politica di distribuzione dei dividendi stabile e prevedibile. Tuttavia, nel contesto attuale di mercato, un gran numero di aziende, in particolare appartenenti ai settori tecnologici o in crescita, preferiscono reinvestire gli utili o utilizzare strategie di remunerazione più flessibili e questo fa sì che il DDM tenda a risultare meno rappresentativo.

Proprio in questo scenario, il Total Payout Model amplia il perimetro di analisi laddove include anche i riacquisti di azioni. Si tratta di un approccio che favorisce una valutazione più realistica per società che integrano dividendi e buyback nella propria strategia di remunerazione degli azionisti. Però il modello richiede dati dettagliati e affidabili sui buyback, la cui trasparenza e prevedibilità non sono sempre garantite.

Il Discounted Cash Flow viene spesso indicato come il metodo più completo e flessibile, in quanto consente all'analista di incorporare le previsioni sui flussi di cassa futuri e le caratteristiche specifiche dell'azienda. Il DCF, quindi, consente la modellazione di scenari, permette di effettuare analisi di sensitività e si considera l'intera dinamica operativa dell'impresa. Ciononostante, proprio la sua complessità e la forte dipendenza da ipotesi sui flussi di cassa e sui tassi di sconto sono limiti di cui tener conto in quanto possono compromettere l'affidabilità della valutazione in caso di stime errate o troppo ottimistiche.

Infine, il Metodo dei multipli, con il suo approccio pragmatico e immediato, si rivela particolarmente utile laddove si ritenga opportuno condurre confronti relativi tra aziende e per operazioni di mercato. Anche per la sua semplicità applicativa, si rivela particolarmente utile in fase di screening o di validazione dei risultati ottenuti con altri metodi. Occorre però tenere

presente come i multipli sono influenzati da fattori esterni e da distorsioni contabili, e questo richiede pertanto un'attenta selezione delle metriche e un'interpretazione contestualizzata.

In conclusione, non esiste un metodo universalmente migliore: ciascun approccio presenta vantaggi e criticità. Una valutazione robusta e affidabile dovrebbe quindi integrare più modelli, sfruttando i punti di forza di ciascuno e mitigandone i limiti. La scelta del metodo da privilegiare deve essere guidata dal tipo di azienda oggetto di analisi, dalla qualità e disponibilità dei dati, nonché dagli obiettivi specifici della valutazione.

Capitolo 5 Business Plan e Valutazione DCF di On Holding AG (2025-2033)

5.1 Premessa metodologica

Dopo aver analizzato nel capitolo precedente i principali metodi di valutazione aziendale e aver discusso i punti di forza e di debolezza, in questa sezione si passa all'applicazione concreta del modello del Discounted Cash Flow (DCF) al caso specifico di On Holding AG. L'obiettivo è stimare il valore intrinseco della società a partire dalle sue capacità prospettiche di generare flussi di cassa futuri, attualizzati al costo medio ponderato del capitale.

Il DCF, come evidenziato dalla dottrina finanziaria⁶¹, rappresenta uno degli strumenti più diffusi e rigorosi per la valutazione, poiché permette di cogliere le prospettive di lungo periodo tenendo conto sia della dimensione reddituale sia delle esigenze di investimento. In questo senso, il metodo supera i limiti di approcci più statici, come i multipli di mercato, e consente di incorporare direttamente nel modello le peculiarità del business analizzato.

L'analisi prende avvio dal 2024, ultimo anno per il quale si dispone di dati ufficiali e consolidati, ricavati dai bilanci della società. Questo anno rappresenta la base di riferimento per la costruzione delle proiezioni, in quanto consente di fotografare in modo attendibile la struttura reddituale, i margini e la dinamica finanziaria di On Holding AG alla vigilia del periodo previsionale.

A partire da questa base, è stato elaborato un vero e proprio business plan prospettico per il periodo 2025-2033, con un orizzonte temporale ritenuto adeguato a rappresentare la transizione della società da una fase di crescita accelerata a una fase di progressiva maturità. La scelta di un arco temporale così ampio è giustificata dal modello di business e dal ciclo di vita di On Holding, in forte espansione, in cui i primi anni sono caratterizzati da tassi di crescita sostenuti, che si stabilizzano gradualmente in un sentiero di sviluppo più sostenibile.

Le proiezioni non si sono basate esclusivamente su dati storici, ma hanno integrato tre livelli di informazione:

⁶¹ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

1. Dati storici della società, indispensabili per identificare trend consolidati e per comprendere le dinamiche strutturali del modello di business (crescita ricavi, margini lordi, incidenza degli OPEX, investimenti in capitale circolante). L'analisi delle performance passate ha permesso di derivare ipotesi prudenziali sulla futura evoluzione dei principali aggregati economico-finanziari.
2. Documenti ufficiali dell'azienda, come la presentazione dell'Investor Day 2023, che ha offerto guidance quantitativa e target di lungo termine su ricavi, margini e strategia di espansione geografica. Questi elementi sono stati fondamentali per calibrare le stime e renderle coerenti con le aspettative dichiarate dal management.
3. Equity research e studi settoriali, utilizzati per validare e confrontare le ipotesi. In particolare, il report di Barclays (2025) ha rappresentato un riferimento chiave per la definizione delle assunzioni su crescita, marginalità e prospettive di mercato. Inoltre, le elaborazioni di Damodaran (2023) hanno fornito i parametri teorici necessari per il calcolo del WACC, garantendo un ancoraggio metodologico robusto.

Questa impostazione, basata sulla combinazione di dati interni ed esterni, consente di formulare proiezioni finanziarie credibili, in grado di offrire una visione equilibrata delle prospettive di crescita.

La costruzione del modello si fonda su alcune ipotesi centrali, che meritano di essere evidenziate:

- Ricavi: la crescita prevista segue un sentiero decrescente, coerente con il ciclo di vita di un brand in fase di consolidamento. I tassi derivano dai target dell'Investor Day e dall'analisi degli analisti esterni.
- Margini e OPEX: si assume un miglioramento graduale del margine di contribuzione, riflesso dell'efficienza operativa e del posizionamento premium del marchio, mentre l'incidenza degli OPEX sul fatturato tende a ridursi nel lungo termine grazie al leverage operativo.
- Capex e ammortamenti: gli investimenti in immobilizzazioni sono stati ipotizzati in linea con la dinamica storica e con le prospettive di espansione internazionale; per semplicità modellistica, si è assunto un rapporto stabile tra capex e ammortamenti.

- Capitale circolante netto: la variazione del capitale circolante è stata stimata sulla base della media storica e delle tendenze più recenti, con l'ipotesi di una progressiva stabilizzazione sul lungo periodo.
- Fiscalità: si è adottata un'aliquota fiscale normalizzata, allineata alla media attesa del periodo.
- WACC: il tasso di attualizzazione scelto è pari al 9,15%, valore coerente con i parametri settoriali calcolati da Damodaran (2023).
- Tasso di crescita di lungo periodo (g): fissato al 5%, in linea con le indicazioni degli analisti (Barclays, 2025) e con la fase di sviluppo ancora espansiva del brand.

L'applicazione del modello DCF consente di:

- stimare la capacità prospettica di On Holding di generare flussi di cassa operativi;
- ottenere una valutazione intrinseca, indipendente dalle oscillazioni di mercato;
- confrontare i risultati con i prezzi obiettivo degli analisti e con le valutazioni di mercato, verificando la coerenza tra le stime interne e le attese esterne.

In questo senso, la metodologia non si limita a fornire un valore puntuale, ma rappresenta uno strumento di analisi critica per comprendere le determinanti del valore aziendale e per valutare la sostenibilità della crescita dichiarata dalla società.

5.2 Proiezioni economico-finanziarie

L'analisi delle proiezioni economico-finanziarie di On Holding AG prende avvio dall'evoluzione dei ricavi, variabile fondamentale per comprendere il potenziale di crescita dell'azienda.

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Ricavi	2.945	3.660	4.461	5.340	6.286	7.289	8.335	9.412	10.507
<i>crescita annua</i>	27%	24%	22%	20%	18%	16%	14%	13%	12%
Costo del venduto	1.139	1.406	1.703	2.025	2.368	2.727	3.098	3.475	3.852
Margine di contribuzione	1.806	2.254	2.759	3.315	3.919	4.562	5.238	5.938	6.655
<i>% su ricavi</i>	61,3%	61,6%	61,8%	62,1%	62,3%	62,6%	62,8%	63,1%	63,3%
OPEX	1.296	1.602	1.941	2.310	2.704	3.117	3.543	3.978	4.414
<i>% opex su ricavi</i>	44,0%	43,8%	43,5%	43,3%	43,0%	42,8%	42,5%	42,3%	42,0%
Adjusted EBITDA	510	652	818	1.005	1.215	1.445	1.694	1.960	2.241
<i>% su ricavi</i>	17,3%	17,8%	18,3%	18,8%	19,3%	19,8%	20,3%	20,8%	21,3%
Adjustements	74,1	92,1	112,2	134,3	158,1	183,4	209,7	236,8	264,3
<i>% su ricavi</i>	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
EBITDA	436	560	705	871	1.057	1.262	1.484	1.723	1.976
<i>% su ricavi</i>	14,8%	15,3%	15,8%	16,3%	16,8%	17,3%	17,8%	18,3%	18,8%
Ammortamenti	80	99	121	145	171	198	226	255	285
EBIT	356	461	584	726	886	1.064	1.258	1.468	1.691
<i>% su ricavi</i>	12,1%	12,6%	13,1%	13,6%	14,1%	14,6%	15,1%	15,6%	16,1%

I dati storici mostrano una traiettoria particolarmente dinamica: dai CHF 267 milioni nel 2019 ai CHF 2,318 miliardi nel 2024, con un tasso medio annuo di crescita (CAGR) superiore al 60%. Tale risultato riflette la rapida penetrazione del marchio nei principali mercati internazionali, in particolare negli Stati Uniti, e il successo di una strategia basata sull'innovazione di prodotto, sul posizionamento premium e sull'espansione del canale direct-to-consumer (DTC).

Sulla base di questo trend, le proiezioni dal 2025 al 2033 prevedono un incremento costante dei ricavi, che passano da CHF 2,945 miliardi nel 2025 fino a CHF 10,507 miliardi nel 2033. La crescita annua stimata segue un sentiero decrescente ma ancora sostenuto: +27% nel 2025, +22% nel 2027, fino a raggiungere circa il +12% nell'ultimo anno di piano. Questo andamento riflette l'ipotesi che On Holding, oggi in fase di forte espansione, si avvii progressivamente verso una fase di maturità caratterizzata da tassi di crescita più contenuti ma stabili.

Le assunzioni di crescita non derivano da semplici estrapolazioni aritmetiche, ma si basano su una combinazione di fonti: i target presentati dall'azienda stessa all'Investor Day 2023⁶², che hanno delineato un percorso di incremento sostenuto dei volumi e della quota di mercato; e le stime di analisti indipendenti, come il report di Barclays (2025), che conferma l'attesa di un CAGR a doppia cifra nel medio periodo. In particolare, la società ha puntato con decisione sull'espansione internazionale (con una forte accelerazione in Nord America e Asia) e sul consolidamento del canale DTC, che garantisce margini più elevati rispetto al wholesale.

Dal punto di vista qualitativo, la crescita dei ricavi è sostenuta da tre driver principali:

1. Espansione geografica: l'ingresso in mercati ad alto potenziale come Cina e Giappone, unito al rafforzamento della presenza in Europa e negli Stati Uniti, consente di ampliare la base clienti e di diversificare il rischio geografico.
2. Ampliamento del portafoglio prodotti: accanto al core business delle calzature da running, On sta investendo in abbigliamento tecnico e accessori, così da aumentare la spesa media per cliente e rafforzare la fidelizzazione.
3. Crescita del canale DTC: l'e-commerce proprietario e l'apertura di store monomarca permettono di controllare l'esperienza di acquisto, incrementare la redditività e consolidare il posizionamento premium.

Nel complesso, la traiettoria dei ricavi conferma l'immagine di un'azienda ancora in fase di crescita accelerata, con la prospettiva di superare i CHF 10 miliardi di fatturato entro il 2033.

⁶² On Holding AG. (2023). *On Investor Day 2023 - Presentation*. October 4, 2023. Pg.129.

Questo dato colloca On Holding tra i player globali di riferimento nel settore dello sportswear, pur mantenendo una strategia fortemente orientata all'innovazione e alla differenziazione.

Un secondo elemento chiave del business plan riguarda l'evoluzione della **redditività operativa**, analizzata attraverso il margine di contribuzione, l'andamento degli OPEX e i risultati a livello di EBITDA.

Storicamente, On Holding ha mostrato una progressiva capacità di migliorare la propria marginalità grazie al posizionamento premium e al rafforzamento del canale direct-to-consumer (DTC), che garantisce spread più elevati rispetto al wholesale. Nel 2019 il margine di contribuzione era pari al 53,6% dei ricavi, mentre nel 2024 ha raggiunto il 60,6%. Questo incremento riflette non solo l'efficienza nella gestione della supply chain, ma anche la capacità del marchio di sostenere politiche di prezzo favorevoli, grazie a un'elevata percezione di valore da parte dei consumatori.

Le proiezioni per il periodo 2025-2033 prevedono un ulteriore miglioramento, con il margine che si stabilizza progressivamente dal 61,3% nel 2025 al 63,3% nel 2033. Tale ipotesi è stata costruita in linea con le indicazioni emerse all'Investor Day 2023 (p. 129), dove il management ha evidenziato un trend di incremento di circa +0,7% nel breve termine e +0,25% annuo fino al 2033.

Parallelamente, l'analisi degli OPEX mostra un'incidenza sui ricavi ancora significativa, frutto della forte espansione e degli investimenti in marketing, distribuzione e innovazione. Negli anni storici, l'incidenza era intorno al 44%, con punte più elevate (46,1% nel 2021). Le stime per il piano previsionale degli OPEX, calcolate come media ultimi 2 anni per il 2025 e poi in riduzione annua dello 0,25%, incorporano un graduale miglioramento: dal 44% circa del 2025 al 42% del 2033. Questa riduzione è attribuibile al cosiddetto operating leverage, cioè la capacità di diluire i costi fissi al crescere del volume d'affari, unitamente a un maggior controllo delle spese di struttura.

Il risultato combinato di questi due fattori si riflette sull'adjusted EBITDA, che passa dai CHF 510 milioni nel 2025 ai CHF 2,241 miliardi nel 2033, con un'incidenza sui ricavi che cresce dal 17,3% al 21,3%. Questi valori sono coerenti con le stime fornite dagli analisti: Barclays, ad

esempio, nel suo aggiornamento del 2025 prevede un margine adjusted EBITDA compreso tra il 17% e il 19% nel medio periodo.

È importante distinguere l'adjusted EBITDA dall'EBITDA riportato, che risente degli adjustments, ossia componenti straordinarie e non ricorrenti. Nel modello prospettico tali aggiustamenti sono stati stimati sulla base della media percentuale registrata nel triennio 2022-2024, pari a circa 2,5% dei ricavi, e ipotizzati stabili per l'intero orizzonte 2025-2033. Questa scelta metodologica consente di mantenere coerenza con l'andamento storico e di ottenere un EBITDA "normalizzato", maggiormente rappresentativo della performance ricorrente della società.

In sintesi, la dinamica della marginalità operativa evidenzia un trend positivo:

- margini lordi in crescita e stabili su livelli superiori al 60%;
- riduzione graduale del peso degli OPEX;
- progressivo rafforzamento dell'adjusted EBITDA, che raggiunge oltre il 21% dei ricavi nel 2033.

Questa traiettoria conferma la solidità del modello di business di On Holding, capace di sostenere la crescita mantenendo un posizionamento premium e generando efficienze operative nel lungo periodo.

Dopo aver analizzato la dinamica della marginalità operativa, è possibile approfondire l'evoluzione del risultato operativo (EBIT) e del risultato operativo netto dopo le imposte (NOPAT), grandezze molto importanti per comprendere la redditività effettiva di On Holding AG e per alimentare il modello di Discounted Cash Flow. A completamento dell'analisi, risulta molto importante soffermarsi sugli ammortamenti, voce non monetaria che incide sia nel passaggio dall'EBITDA all'EBIT, sia nella costruzione dei flussi di cassa.

Il risultato operativo (EBIT) esprime la capacità dell'azienda di generare utili dalla gestione caratteristica, al netto degli ammortamenti ma prima delle imposte e degli oneri finanziari. Nei dati storici di On Holding si osserva un andamento inizialmente altalenante, tipico delle società in forte fase di crescita. Nel 2019 l'EBIT era positivo, seppur contenuto, pari a CHF 6 milioni (2,1% dei ricavi). Nel 2020 e soprattutto nel 2021 il risultato operativo è tornato negativo,

rispettivamente -17 milioni e -133 milioni, riflesso dell'incremento delle spese operative connesse all'espansione internazionale e ai costi straordinari legati alla quotazione in borsa. A partire dal 2022, la società ha intrapreso un percorso di stabilizzazione: l'EBIT è tornato positivo per CHF 86 milioni, crescendo fino a CHF 180 milioni nel 2023 e a CHF 212 milioni nel 2024, con un'incidenza sui ricavi intorno al 9-10%.

Le proiezioni dal 2025 al 2033 mostrano un'accelerazione sostenuta: l'EBIT passa da CHF 356 milioni nel 2025 a CHF 1,691 miliardi nel 2033, con un margine operativo che cresce dal 12,1% al 16,1%. Questo andamento riflette la progressiva maturazione del modello di business, l'aumento dei volumi e il miglioramento dell'efficienza operativa.

Accanto all'EBIT, un ruolo centrale è svolto dagli ammortamenti, che rappresentano costi non monetari ma che incidono sulla misurazione della performance operativa. Nei dati storici di On Holding, gli ammortamenti sono cresciuti in parallelo agli investimenti: da CHF 5 milioni nel 2019 a CHF 65 milioni nel 2023, fino a CHF 105 milioni nel 2024. Questa progressione rispecchia la forte intensità di Capex necessaria per sostenere l'espansione del marchio, la creazione di infrastrutture logistiche e la crescita del canale direct-to-consumer.

Nel piano prospettico si è ipotizzata una relazione diretta tra Capex e Ammortamenti, assumendo per semplicità metodologica valori equivalenti. In questo scenario, gli ammortamenti risultano pari a CHF 80 milioni nel 2025, con un trend crescente fino a CHF 285 milioni nel 2033. L'impatto di tale voce è duplice: da un lato riduce l'EBIT rispetto all'EBITDA, dall'altro, essendo un costo non monetario, viene riaggiunto al NOPAT nel calcolo dei Free Cash Flow.

Dal risultato operativo si giunge al NOPAT (Net Operating Profit After Taxes), calcolato applicando un'aliquota fiscale normalizzata. Per il periodo 2025-2033 si è assunto un tax rate pari al 19,7%, in linea con la media di lungo periodo e coerente con il regime fiscale svizzero. Questa scelta ha lo scopo di eliminare la distorsione dovuta ad aliquote effettive anomale registrate negli anni passati, rendendo il modello più rappresentativo della realtà prospettica.

Le proiezioni mostrano una crescita del NOPAT in linea con quella dell'EBIT: da CHF 286 milioni nel 2025 fino a CHF 1,359 miliardi nel 2033, con un incremento regolare che riflette la stabilità del regime fiscale ipotizzato.

Anomalie storiche delle imposte

L'analisi dei dati storici evidenzia come, negli anni passati, l'aliquota fiscale effettiva abbia mostrato valori insoliti, dovuti a fattori straordinari e non ripetibili:

- 2020 (-12,6%): le tasse risultano negative a causa del riporto di perdite fiscali e di differenze temporanee, che hanno consentito di contabilizzare benefici fiscali in un anno operativo difficile.
- 2021 (-6,7%): l'utile IFRS particolarmente negativo, combinato con componenti non deducibili (in particolare IPO e piani di stock option), ha generato una fiscalità apparente favorevole, con beneficio straordinario in bilancio.
- 2023 (-15,1%): la società ha beneficiato di incentivi legati al Patent Box svizzero e di ulteriori deduzioni fiscali connesse a piani azionari, con conseguente emersione di un "tax benefit" che ha reso l'aliquota effettiva negativa.

Questi episodi mostrano come, in contesti di forte crescita e con strumenti fiscali specifici, la tassazione effettiva possa discostarsi sensibilmente da quella nominale. Tuttavia, ai fini previsionali, si è preferito adottare un tasso costante e prudenziale, in grado di neutralizzare tali effetti straordinari sulla base delle informazioni disponibili nel bilancio della società.

Nel complesso, l'azienda mostra una capacità crescente di trasformare i ricavi in redditività netta sostenibile, condizione indispensabile per la creazione di valore nel lungo termine.

Un aspetto fondamentale del business plan di On Holding AG riguarda gli investimenti (Capex), indispensabili per sostenere la crescita prevista nei prossimi anni. La dinamica degli investimenti riveste un duplice ruolo: da un lato, rappresenta un impiego di risorse finanziarie che riduce la liquidità disponibile nel breve periodo; dall'altro, costituisce un fattore abilitante per l'espansione del business e il consolidamento della competitività sul lungo termine.

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Capex	(80)	(99)	(121)	(145)	(171)	(198)	(226)	(255)	(285)
Capex / Ricavi	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%

I dati storici mostrano come On Holding abbia incrementato in modo significativo i propri investimenti a partire dalla fase di forte espansione internazionale. Dal 2019 al 2022 i Capex

sono cresciuti da circa CHF 9 milioni a oltre CHF 83 milioni, con un picco legato alla realizzazione di infrastrutture logistiche e distributive a supporto del crescente volume di vendite globali. Negli anni successivi, pur con valori oscillanti, il livello degli investimenti si è mantenuto consistente (CHF 47 milioni nel 2023 e CHF 65 milioni nel 2024), segnalando una strategia di rafforzamento delle basi operative e tecnologiche.

Nel piano previsionale, i Capex sono stati stimati in coerenza con la strategia di lungo termine della società e con l'andamento degli ammortamenti. A partire dal 2025, si è adottata un'ipotesi semplificativa che vede Capex e Ammortamenti allineati, in modo da riflettere una politica di reinvestimento costante e sostenibile. Tale approccio consente di rappresentare la volontà del management di mantenere un livello di investimento in linea con il consumo economico delle immobilizzazioni.

Sulla base di questa assunzione, i Capex risultano pari a CHF 80 milioni nel 2025, con una crescita progressiva fino a CHF 285 milioni nel 2033. In termini relativi, l'incidenza sul fatturato si stabilizza intorno al 2,7% dei ricavi, valore coerente con la media degli ultimi due anni.

Gli investimenti previsti non si limitano alla mera sostituzione di asset, ma riflettono le priorità strategiche di On Holding:

1. Espansione della rete retail: l'apertura di nuovi flagship store e punti vendita monomarca, in particolare nei mercati chiave (Stati Uniti, Cina, Giappone, Europa), con l'obiettivo di rafforzare il canale DTC e incrementare la brand awareness.
2. Infrastrutture logistiche e tecnologiche: potenziamento dei centri di distribuzione, implementazione di sistemi digitali e automazione dei processi, in linea con la strategia di efficienza illustrata all'Investor Day 2023.
3. Innovazione e sostenibilità: investimenti in ricerca e sviluppo finalizzati al miglioramento dei materiali, alla riduzione dell'impatto ambientale e all'introduzione di nuove linee di prodotto (ad esempio il modello "Cyclon" con abbonamento e riciclo completo).

Implicazioni per la valutazione

Dal punto di vista valutativo, i Capex rappresentano un elemento chiave nella determinazione dei flussi di cassa liberi. La scelta di allinearli agli ammortamenti riduce la complessità del modello e garantisce coerenza con l'idea di una crescita sostenibile.

Accanto agli investimenti in immobilizzazioni materiali e immateriali, un'altra variabile rilevante per la costruzione dei flussi di cassa è rappresentata dal capitale circolante netto (CCN) commerciale, ovvero la differenza tra crediti commerciali + magazzino e debiti commerciali. Questo indicatore misura l'ammontare di risorse finanziarie che rimangono "bloccate" nella gestione operativa corrente e influenza in maniera diretta la liquidità disponibile.

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Cap. Circ. Commerciale Netto	724	901	1.098	1.314	1.547	1.793	2.051	2.316	2.585
<i>% su ricavi</i>	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6
	%	%	%	%	%	%	%	%	%
Var. Cap. Circ. Comm. Netto	226	176	197	216	233	247	257	265	269

Dai dati storici emerge come On Holding abbia registrato un progressivo aumento del fabbisogno di capitale circolante, conseguenza naturale della rapida crescita dei volumi di business. Nel 2019 il CCN ammontava a circa CHF 70 milioni, pari al 26% dei ricavi. Nel 2022 il valore è salito a CHF 459 milioni, corrispondente a un'incidenza del 37,6% sul fatturato, riflesso dell'ampliamento della base clienti e della necessità di gestire un magazzino sempre più esteso a supporto dell'espansione internazionale.

Negli anni successivi si è osservata una parziale riduzione dell'incidenza relativa, con un CCN pari a CHF 496 milioni nel 2023 (27,7% dei ricavi) e CHF 499 milioni nel 2024 (21,5%). Questo miglioramento è attribuibile a una gestione più efficiente delle scorte e a una maggiore capacità di negoziazione nei confronti dei fornitori, che ha consentito di dilazionare i tempi di pagamento.

Nel modello previsionale, la dinamica del CCN è stata stimata ipotizzando un rapporto stabile intorno al 24,6% dei ricavi, valore ottenuto come media degli ultimi due esercizi. Tale assunzione si fonda sull'idea che, pur rimanendo elevata, l'incidenza del capitale circolante tenderà a stabilizzarsi nel lungo periodo grazie a una migliore gestione delle scorte e a un equilibrio più stabile tra crediti e debiti commerciali.

In termini assoluti, il CCN passa da CHF 724 milioni nel 2025 a CHF 2,585 miliardi nel 2033, crescendo in linea con l'aumento dei ricavi. Le variazioni annuali del CCN, pari a CHF 226 milioni nel 2025 e a circa CHF 269 milioni nel 2033, rappresentano un'uscita di cassa che riduce i flussi disponibili per gli azionisti.

Dal punto di vista finanziario, l'andamento del capitale circolante ha un impatto diretto sulla capacità di generare Free Cash Flow. Un incremento del CCN, infatti, assorbe liquidità perché implica maggiori scorte da finanziare e crediti da incassare, mentre una riduzione libera risorse. Nel caso di On Holding, la crescita dimensionale impone un fabbisogno strutturale crescente di CCN, che agisce come fattore di compressione dei flussi di cassa nel breve termine.

Tuttavia, la stabilizzazione del rapporto CCN/Ricavi al 24-25% rende l'andamento prospettico sostenibile e coerente con l'idea di un'azienda che, pur continuando a crescere, riesce a mantenere un equilibrio nella gestione operativa.

5.3 Valutazione tramite DCF

Il calcolo dei flussi di cassa (Free Cash Flow, FCF) rappresenta il passaggio centrale del modello di Discounted Cash Flow, poiché consente di stimare la liquidità effettivamente disponibile per gli azionisti e i finanziatori, al netto delle esigenze operative e degli investimenti necessari a sostenere la crescita. La formula di riferimento è quella consolidata in letteratura finanziaria:

$$FCF = NOPAT + \text{Ammortamenti} - \text{Capex} - \Delta \text{CCN}$$

dove il NOPAT è il risultato operativo netto dopo le imposte, gli ammortamenti costituiscono una rettifica positiva in quanto costi non monetari, i Capex riflettono gli investimenti in capitale

fisso e la variazione del capitale circolante netto (Δ CCN) misura il fabbisogno generato dalla gestione operativa.

Nel caso di On Holding AG, le singole voci sono state definite come segue: il NOPAT, in progressivo aumento da CHF 286 milioni nel 2025 a CHF 1,359 miliardi nel 2033, riflette la crescita dell'EBIT e l'applicazione di un tax rate normalizzato pari al 19,7%; gli ammortamenti, stimati tra CHF 80 milioni nel 2025 e CHF 285 milioni nel 2033, sono stati ipotizzati equivalenti ai Capex, a rappresentare una politica di reinvestimento costante e sostenibile; infine, la variazione del capitale circolante netto rimane significativa, con un assorbimento di liquidità che va da CHF 226 milioni nel 2025 a CHF 269 milioni nel 2033, coerente con la crescita dei ricavi e delle operazioni commerciali.

Sulla base di tali assunzioni, i FCF risultanti sono riportati nella tabella seguente:

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
EBIT	356	461	584	726	886	1.064	1.258	1.468	1.691
Tasse	70	91	115	143	174	209	247	289	333
NOPAT	286	370	469	583	712	855	1.011	1.179	1.359
Ammortamenti	80	99	121	145	171	198	226	255	285
Capex	(80)	(99)	(121)	(145)	(171)	(198)	(226)	(255)	(285)
Variazione CCN	(226)	(176)	(197)	(216)	(233)	(247)	(257)	(265)	(269)
Flussi di Cassa	60	194	272	367	479	608	753	914	1.089

Per poter stimare il valore attuale di tali flussi è necessario procedere alla loro attualizzazione tramite il Weighted Average Cost of Capital (WACC), che in questo caso è stato fissato al 9,15%, in linea con i valori settoriali proposti da Damodaran (2023). Il WACC rappresenta il rendimento minimo richiesto dagli investitori e contiene sia il costo del capitale proprio sia quello del capitale di debito.

Nel calcolo del costo medio ponderato del capitale (WACC) di riferimento per il settore Shoe, sono stati considerati i valori stimati da Damodaran (2023). Il costo del capitale proprio (Cost

of Equity) è pari al 9,65% ed è stato ottenuto applicando il Capital Asset Pricing Model (CAPM), che tiene conto di un premio per il rischio azionario rapportato alla volatilità specifica del settore.

La percentuale del capitale proprio sul totale della struttura finanziaria (E/D+E) risulta molto elevato (89%), a conferma del fatto che le aziende del comparto tendono a basarsi prevalentemente su equity rispetto al debito, sia per mantenere flessibilità finanziaria, sia per ridurre il rischio legato alla volatilità dei flussi di cassa. Di conseguenza, il peso del debito (D/D+E) è limitato all'11%.

Il costo del debito lordo è stimato al 6,44%. Una volta applicata l'aliquota fiscale media di settore (19,67%), si ottiene un costo del debito netto dopo le imposte pari al 5,17%. Questo valore è inferiore al costo del capitale proprio, in linea con la logica finanziaria per cui il debito beneficia dello "scudo fiscale" sugli interessi passivi.

Combinando queste componenti, il WACC medio del settore Shoe risulta pari al 9,15%, valore che rappresenta il tasso di rendimento minimo atteso dagli investitori per finanziare aziende del settore. Tale parametro è stato assunto come tasso di sconto per l'attualizzazione dei flussi di cassa nel modello DCF applicato a On Holding, garantendo coerenza con le condizioni di mercato e con i benchmark di settore.

L'attualizzazione comporta la moltiplicazione dei flussi di ciascun anno per un fattore di sconto, dato da $1/(1+WACC)^t$. La tabella seguente riporta i fattori di sconto e i valori attualizzati dei FCF per il periodo 2025-2033:

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Flussi di Cassa	60	194	272	367	479	608	753	914	1.089
Fattore di sconto	0,92	0,84	0,77	0,70	0,65	0,59	0,54	0,50	0,45
Flussi di Cassa Scontati	55	163	209	259	309	359	408	454	495

Dall'analisi emerge chiaramente che, nei primi anni, i flussi attualizzati hanno un peso relativamente più consistente sul valore complessivo, mentre con l'allungarsi dell'orizzonte

temporale l'effetto della capitalizzazione composta riduce l'impatto dei flussi più lontani. Ciò conferma come la creazione di valore dipenda in larga misura dalla capacità di generare cassa già nel medio termine e, soprattutto, dal contributo del Terminal Value.

Il Terminal Value è stato calcolato applicando il modello della crescita perpetua, secondo la formula:

$$TV_{2033} = FCF_{2033} \times (1+g) / WACC-g$$

dove:

- FCF_{2033} = CHF 1.089 milioni,
- g = 5%, tasso di crescita di lungo periodo (fonte Barclays, 2025),
- $WACC$ = 9,15%, tasso di attualizzazione (fonte Damodaran, 2023).

Applicando i valori:

$$TV_{2033} = 1.089 \times (1+0,05) / (0,0915-0,05) = CHF 27.531$$

Il Terminal Value stimato al 2033 ammonta quindi a circa CHF 27,5 miliardi.

Attualizzazione del Terminal Value

Per confrontare questo valore con i flussi di cassa del periodo esplicito, è necessario riportarlo al valore attuale al 2024, utilizzando lo stesso tasso di sconto ($WACC = 9,15\%$). Il fattore di sconto per il 2033 è pari a 0,45.

$$TV \text{ attualizzato} = 27.531 \times 0,45 = CHF 12.515$$

Il contributo del Terminal Value al valore complessivo dell'impresa è quindi pari a circa CHF 12,5 miliardi.

Dal confronto con i flussi di cassa attualizzati del periodo 2025-2033 (pari complessivamente a circa 2,7 miliardi di CHF), emerge che oltre l'80% del valore totale dell'impresa deriva proprio dal Terminal Value. Questo risultato è coerente con quanto evidenziato dalla letteratura finanziaria⁶³, che sottolinea come nei modelli DCF il TV costituisca generalmente la

⁶³ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

componente preponderante della valutazione, soprattutto per aziende con prospettive di crescita ancora elevate.

Calcolati e attualizzati i flussi di cassa operativi per il periodo 2025-2033 e il Terminal Value, è possibile determinare il valore complessivo dell'impresa, ossia l'Enterprise Value (EV).

La somma dei flussi di cassa attualizzati dal 2025 al 2033 ammonta a circa CHF 2.712 milioni. Questa componente, pur significativa, rappresenta solo una parte del valore totale, evidenziando come l'espansione futura dell'azienda rivesta un peso determinante nella valutazione complessiva.

Come calcolato nella sezione precedente, il Terminal Value al 2033 è pari a circa CHF 27.531 milioni; attualizzato al 2024 con un fattore di 0,45, il suo contributo si riduce a circa CHF 12.515 milioni.

La somma dei due elementi porta a un Enterprise Value complessivo di CHF 15.227 milioni:

$$EV = \sum \text{FCF attualizzati} + \text{TV attualizzato} = 2.712 + 12.515 = 15.227 \text{ milioni CHF}$$

Dal punto di vista metodologico, la predominanza del Terminal Value (oltre l'80% del totale) evidenzia come la valutazione di On Holding sia fortemente dipendente dalle ipotesi di crescita di lungo periodo (g) e dal tasso di sconto (WACC). Questo risultato non è insolito per società in rapida espansione: nella fase di crescita, i flussi di cassa operativi nei primi anni sono limitati, mentre la creazione di valore reale si manifesta soprattutto nel lungo termine.

L'Enterprise Value così stimato costituisce la base per il passaggio successivo, volto a calcolare l'Equity Value, attraverso la sottrazione della posizione finanziaria netta (PFN) e il calcolo del valore per azione. Questi passaggi verranno approfonditi nel paragrafo 5.4, dedicato alla valutazione finale tramite DCF.

5.4 Determinazione dell'equity value e del prezzo per azione

Dopo aver costruito e attualizzato i flussi di cassa prospettici, l'ultimo passaggio consiste nella determinazione del valore del capitale economico di On Holding AG tramite l'applicazione del modello del Discounted Cash Flow.

L'intero processo di valutazione si fonda sull'utilizzo del Weighted Average Cost of Capital (WACC), fissato al 9,15%. Tale parametro è stato determinato in linea con le stime settoriali proposte da Damodaran (2023) e rappresenta il rendimento minimo richiesto dagli investitori per finanziare l'attività dell'impresa, ponderando il costo del capitale proprio e quello del debito. L'adozione di un WACC realistico e coerente con il settore di riferimento è cruciale, poiché variazioni anche contenute di questo tasso hanno un impatto rilevante sul valore finale stimato.

Per stimare la capacità di crescita oltre l'orizzonte esplicito (2033) è stato adottato un tasso di crescita perpetuo pari al 5%. La scelta trova un fondamento diretto nell'Equity Research di Barclays (maggio 2025), che nelle proprie valutazioni DCF su On Holding utilizza proprio un tasso g del 5%, rendendolo un riferimento credibile e aggiornato. Inoltre, gli altri report disponibili su ON non si spingono oltre il 2026-2027, confermando quindi la rilevanza di Barclays come fonte primaria per la stima di lungo termine.

L'adozione di un g relativamente elevato rispetto agli standard di mercato è giustificata dalla fase di sviluppo dell'azienda: On Holding, pur avviandosi verso una maggiore stabilità, mantiene ancora ampie opportunità di espansione geografica (Stati Uniti, Cina, Giappone), di ampliamento del portafoglio prodotti (abbigliamento e accessori, oltre alle calzature) e di rafforzamento del canale direct-to-consumer, che continueranno a sostenere una crescita superiore alla media del settore.

A rafforzare questa impostazione contribuisce il confronto con le valutazioni di competitor consolidati. Ad esempio, in un modello DCF a dieci anni elaborato per Nike da valueinvesting.io⁶⁴, il tasso di crescita di lungo termine utilizzato è pari al 3%. La differenza tra i due valori è coerente con il diverso posizionamento delle aziende: Nike è un brand ormai pienamente maturo e globalmente affermato, per cui un g più basso riflette la fase di stabilità;

⁶⁴ ValueInvesting.io. (2025). *Nike Inc. - Discounted Cash Flow Valuation (10-year Growth Exit)*. Disponibile su: <https://valueinvesting.io/NKE/valuation/dcf-growth-exit-10y>

al contrario, per On Holding, che conserva ancora margini di espansione e non ha saturato il proprio mercato potenziale, un g del 5% appare una stima adeguata e sostenibile.

Come detto in precedenza la somma dei flussi di cassa attualizzati per il periodo 2025-2033 (CHF 2.712 milioni) e del Terminal Value attualizzato (CHF 12.515 milioni) conduce a un Enterprise Value complessivo di CHF 15.227 milioni.

Sottraendo la posizione finanziaria netta (PFN) al 31 dicembre 2024, pari a CHF -580 milioni (cassa netta), si ottiene un Equity Value pari a CHF 15.807 milioni.

$$\text{Equity Value} = 15.227 + 580 = 15.807 \text{ milioni}$$

Rapportando tale valore alle 293 milioni di azioni in circolazione, il prezzo teorico per azione risulta pari a CHF 54, che al tasso di cambio del 31 dicembre 2024 (1 USD = 0,90 CHF)⁶⁵ corrisponde a circa **USD 59,9 per azione**.

Il valore stimato attraverso il modello DCF si colloca in prossimità dei prezzi obiettivo elaborati dagli analisti. In particolare, Barclays (2025) assegna a On Holding un target price di USD 68 per azione, leggermente superiore rispetto alla nostra stima, ma comunque all'interno di un intervallo ragionevole. Il mercato, al momento della valutazione, prezzava l'azione su valori simili a quelli ottenuti nel modello, confermando la coerenza del calcolo.

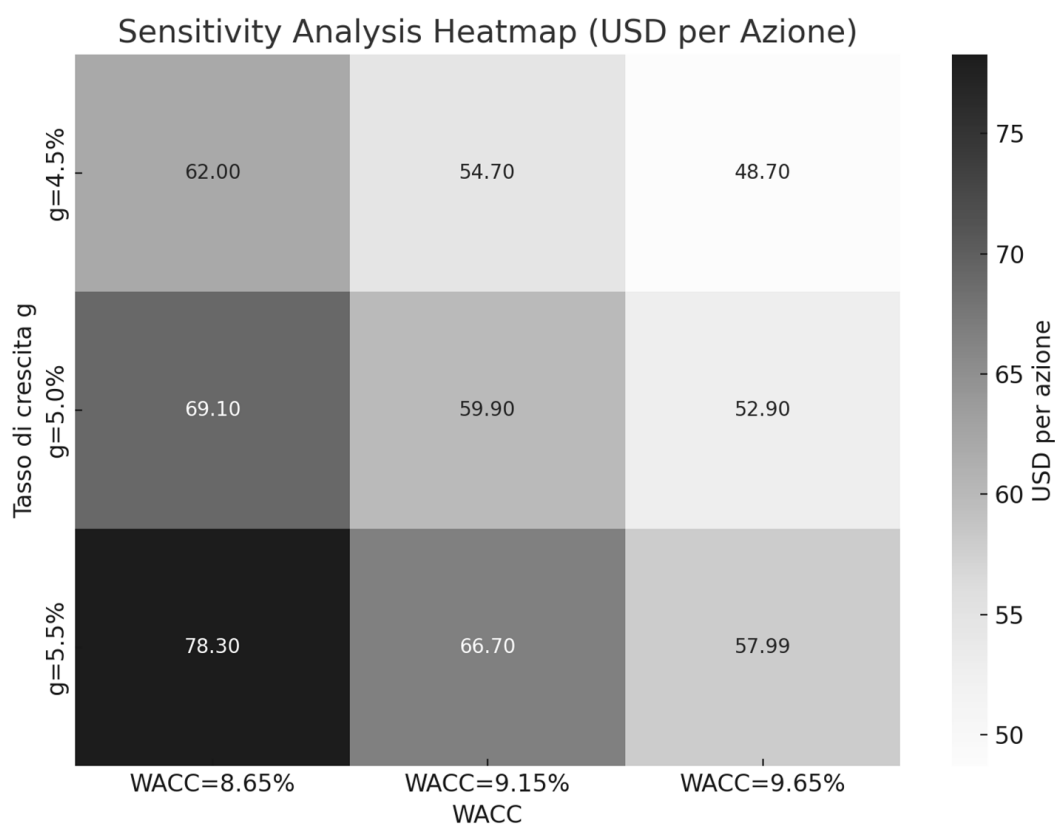
In conclusione, l'applicazione del DCF mostra come On Holding sia correttamente valorizzata in base al suo potenziale di crescita e alla capacità di generare flussi di cassa nel lungo periodo. L'adozione di un tasso di crescita perpetuo al 5%, giustificato sia dal riferimento al report Barclays sia dal confronto con competitor maturi come Nike, rafforza la solidità delle assunzioni e consente di giungere a una valutazione intrinseca che riflette fedelmente le prospettive dell'azienda.

⁶⁵ XE.com. (2024). *Grafico storico cambio USD/CHF*. Disponibile su: <https://www.xe.com/it/currencycharts/?from=USD&to=CHF>

5.5 Analisi di sensitività

L'analisi di sensitività consente di verificare quanto il valore ottenuto dal modello DCF sia stabile rispetto a variazioni delle principali variabili di input, ossia il costo medio ponderato del capitale (WACC) e il tasso di crescita di lungo periodo (g). Entrambi i parametri hanno un impatto diretto sul calcolo del valore terminale, che rappresenta la componente più significativa del modello. Per tale ragione, la sensitività è uno strumento utile non solo a fini tecnici, ma anche per valutare la coerenza complessiva delle ipotesi formulate (Damodaran, 2012). Nel nostro caso, sono state considerate variazioni di $\pm 0,5\%$ sia sul WACC, fissato nello scenario base al $9,15\%$, sia sul tasso g, assunto pari al 5% in linea con le stime di Barclays (2025).

I risultati della matrice mostrano una notevole reattività del prezzo stimato per azione alle variazioni dei parametri considerati. Lo scenario centrale, con WACC al $9,15\%$ e g al 5% , conduce a un valore pari a 59,9 USD per azione. Una riduzione del WACC allo $8,65\%$ comporta un incremento del prezzo a 69,1 USD, mentre un suo aumento al $9,65\%$ riduce il valore a 52,9 USD. Analogamente, una variazione del tasso g influisce sensibilmente sul risultato: con g al $5,5\%$ il valore per azione cresce a 66,7 USD, mentre con g al $4,5\%$ scende a 54,7 USD. Ne deriva un intervallo di oscillazione compreso tra circa 53 e 66 USD, che evidenzia la rilevanza delle ipotesi di lungo periodo nella definizione del valore finale.



Dal punto di vista interpretativo, questi risultati suggeriscono che la stima basata sullo scenario realistico è ragionevole, ma non priva di rischi. La forte dipendenza del valore da variazioni contenute di WACC e g riflette la natura di un'azienda ancora in fase di espansione, dove la credibilità delle prospettive future assume un peso cruciale. In questo senso, il range di sensitività risulta coerente con i target price degli analisti, come quello recentemente fissato da Barclays a 68 USD, e conferma che il modello elaborato colloca On Holding all'interno di una fascia di valutazione credibile e allineata alle aspettative di mercato, pur con la consapevolezza della volatilità insita nelle ipotesi di crescita di lungo termine.

5.6 Riepilogo

Il presente capitolo ha avuto l'obiettivo di applicare il modello del Discounted Cash Flow (DCF) al caso di On Holding AG, costruendo un business plan prospettico per il periodo 2025-2033 e traducendo le ipotesi economico-finanziarie in flussi di cassa attualizzati. La scelta del

DCF è risultata particolarmente adeguata per un'azienda caratterizzata da una fase di crescita ancora sostenuta e da un modello di business in evoluzione, in quanto consente di cogliere la capacità prospettica di generare valore.

L'analisi ha evidenziato come i ricavi siano destinati a crescere in maniera rilevante, superando i CHF 10 miliardi nel 2033, grazie all'espansione geografica, al rafforzamento del canale direct-to-consumer e all'ampliamento del portafoglio prodotti. Parallelamente, la marginalità operativa mostra un trend positivo, con margini lordi in progressivo miglioramento e un adjusted EBITDA superiore al 21% dei ricavi a fine piano. Gli investimenti, pur significativi, sono stati stimati in equilibrio con gli ammortamenti, a testimonianza di una politica di reinvestimento costante e sostenibile. La gestione del capitale circolante netto, pur rappresentando un importante assorbitore di liquidità nei primi anni, tende a stabilizzarsi su valori coerenti con la dimensione del business.

Il calcolo dei Free Cash Flow ha confermato una dinamica tipica delle aziende in rapida espansione: flussi inizialmente contenuti, seguiti da una crescita robusta e sostenibile che porta i FCF a superare CHF 1 miliardo nel 2033. La successiva attualizzazione, effettuata al WACC del 9,15% (Damodaran, 2023), e l'inclusione del Terminal Value (stimato con $g = 5\%$, in linea con Barclays, 2025), hanno condotto a un Enterprise Value pari a CHF 15,2 miliardi. Al netto della posizione finanziaria netta, positiva per CHF 580 milioni, l'Equity Value raggiunge CHF 15,8 miliardi, corrispondenti a CHF 54 per azione, equivalenti a circa USD 59,9 per azione.

L'analisi di sensitività (§ 5.5) ha mostrato come il valore stimato sia fortemente dipendente dalle ipotesi di lungo termine: un intervallo di oscillazione compreso tra USD 53 e 66 per azione conferma la natura ancora rischiosa della valutazione, pur all'interno di un quadro sostanzialmente coerente con i prezzi target dei principali equity research. Questo evidenzia che, per aziende come On Holding, la credibilità delle proiezioni di crescita e la sostenibilità dei margini rappresentano i driver fondamentali per la creazione di valore.

In conclusione, il modello elaborato colloca On Holding AG in una fascia di valutazione coerente con le aspettative del mercato e degli analisti. La società appare in grado di generare flussi di cassa crescenti e sostenibili, ma il suo valore rimane sensibile alle ipotesi di lungo periodo, richiedendo quindi un monitoraggio costante delle performance operative e delle condizioni di settore. Il DCF, pur con i suoi limiti, si conferma quindi uno strumento efficace

per stimare il potenziale di un'azienda che, pur avviandosi verso una fase più matura, mantiene prospettive di espansione superiori alla media del comparto.

5.6 Risultati alternativi: metodo dei multipli

Parallelamente alla valutazione realizzata attraverso il modello del Discounted Cash Flow, è stata condotta anche un'analisi basata sui multipli di mercato. La logica alla base dell'applicazione dei multipli è che imprese simili, operanti nello stesso settore, dovrebbero essere valutate secondo rapporti comparabili. In questo senso, il metodo dei multipli consente di cogliere in modo sintetico le aspettative del mercato in termini di crescita e redditività e di tradurle in indicatori di immediata interpretazione.

Abbiamo calcolato il multiplo dell'EV/EBITDA e abbiamo ottenuto i seguenti risultati:

Azienda	EV/EBITDA
ON	48,2
Nike	21,3
Adidas	13,2
Lululemon	23,4
Skechers	8,9
Puma	11,8

Come si osserva, On presenta multipli nettamente superiori rispetto alla media del settore. Per comprendere la natura di tale differenza, abbiamo quindi analizzato i tassi di crescita dei ricavi delle aziende comparabili. I risultati sono riportati nella tabella seguente:

	2022	2023	2024
On	69%	47%	29%
Nike	5%	10%	0%
Adidas	6%	-5%	11%
Skechers	18%	8%	12%

Dall'analisi emerge che On Holding registra tassi di crescita di molto superiori rispetto ai competitor più maturi come Nike e Adidas, i cui ricavi mostrano andamenti pressoché stabili o con oscillazioni limitate. Anche Skechers evidenzia una crescita più contenuta e progressiva, mentre On mantiene un'espansione a doppia cifra sostenuta e costante.

Questa evidenza giustifica la presenza di multipli molto più elevati per On: il mercato riflette nelle valutazioni le prospettive di crescita futura della società, distinguendola dalle imprese già consolidate. Come sottolineato dalla dottrina finanziaria, i multipli sono strumenti di mercato che catturano le aspettative incorporate nei prezzi azionari, ma non sempre riflettono il valore intrinseco. Essi risultano particolarmente utili per fornire un confronto, ma possono condurre a distorsioni quando applicati a società con profili di crescita radicalmente differenti.

Nel caso specifico di On Holding, il divario rispetto alle aziende più mature non è sintomo di sopravvalutazione, bensì della fase del ciclo di vita in cui l'azienda si trova: una growth stock con ricavi ancora in forte espansione, come confermato anche dalle guidance presentate all'Investor Day 2023.

In conclusione, pur evidenziando la scarsa idoneità del metodo dei multipli come strumento autonomo di valutazione, l'analisi condotta conferma la coerenza complessiva dei risultati ottenuti con il modello DCF. Il valore per azione stimato tramite DCF (59,9 USD) risulta infatti in linea con le aspettative del mercato e con i target price degli analisti, mostrando come il premio riconosciuto a On Holding rispetto ai competitor sia giustificato dal suo profilo di crescita superiore e dal posizionamento distintivo nel settore.

Capitolo 6 L'IPO di On Holding AG: Dinamiche e Impatti sul Mercato

6.1 Dettagli dell'operazione di quotazione: tempistiche, strutturazione e investitori coinvolti

La decisione di avviare il processo di quotazione in borsa rappresentò per On Holding AG un passaggio molto importante non solo dal punto di vista finanziario, ma anche strategico e reputazionale. Dopo oltre dieci anni di crescita sostenuta nei mercati europei e nordamericani, l'azienda svizzera annunciò ufficialmente di voler procedere con un'Initial Public Offering

(IPO) all'inizio di settembre 2021, depositando presso la Securities and Exchange Commission (SEC) il Form F-1 Registration Statement. Tale documento, pubblicato il 3 settembre 2021, conteneva una descrizione dettagliata della storia societaria, delle strategie di crescita, dei rischi e delle condizioni dell'offerta, delineando i tratti essenziali della quotazione al New York Stock Exchange (NYSE) con il ticker *ONON*⁶⁶.

Il lancio dell'offerta fu comunicato il 7 settembre 2021, con la presentazione ufficiale al mercato e l'apertura del periodo di bookbuilding. In questa fase venne indicato un intervallo di prezzo compreso tra 20 e 22 dollari per azione, in linea con le valutazioni preliminari degli analisti e con le aspettative degli investitori. L'interesse suscitato dal brand - ormai ben conosciuto come player innovativo nel segmento running e lifestyle - portò velocemente ad un aumento della domanda. Proprio per questo motivo, il 14 settembre 2021 la società annunciò il pricing definitivo a 24 dollari per azione, valore al di sopra della forchetta originaria e segnale di un forte interesse istituzionale verso il titolo⁶⁷.

Il giorno successivo, 15 settembre 2021, iniziarono le contrattazioni ufficiali presso il NYSE. L'esordio fu caratterizzato da alta volatilità ma anche da un volume di scambi significativo, tipico delle operazioni di IPO di maggior rilievo. L'offerta prevedeva la cessione al mercato di 31,1 milioni di azioni ordinarie di Classe A, di cui una parte emesse ex novo dalla società e un'altra parte cedute da azionisti esistenti. A queste si aggiungeva una green shoe option concessa ai collocatori per ulteriori 4,65 milioni di azioni, destinata a coprire l'eventuale eccesso di domanda⁶⁸.

Per quel che riguarda le tempistiche, l'IPO di On Holding si caratterizzò per una procedura molto rapida e lineare: in meno di due settimane dal deposito del prospetto preliminare si giunse al pricing definitivo e all'avvio della negoziazione. Questo rifletteva non solo la solidità della preparazione societaria - supportata da advisor di primo livello - ma anche il contesto di mercato favorevole, caratterizzato da una crescente attenzione degli investitori verso aziende del comparto sportivo e della sostenibilità.

⁶⁶ U.S. Securities and Exchange Commission (2021). *On Holding AG - Form F-1 Registration Statement*.

⁶⁷ On Holding AG (2021). *Press Release: On Launches Initial Public Offering*, 7 settembre 2021.

⁶⁸ On Holding AG (2021). *Press Release: On Announces Pricing of Initial Public Offering*, 14 settembre 2021.

L'operazione consentì a On Holding di raccogliere complessivamente circa 885 milioni di dollari di proventi lordi (pari a circa 815 milioni netti al netto delle commissioni e delle spese di sottoscrizione) grazie all'esercizio integrale della green shoe option, che portò il numero totale di azioni collocate a 35,8 milioni. La valutazione post-money, calcolata sul prezzo di collocamento di 24 dollari, raggiunse così circa 8,6 miliardi di dollari, collocando l'azienda tra le più importanti quotazioni europee sul mercato statunitense del 2021.⁶⁹ Per il mercato dei capitali, l'IPO di On non rappresentava soltanto l'ingresso di un nuovo emittente nel settore delle calzature e dell'abbigliamento sportivo, ma un'ulteriore conferma del crescente interesse degli investitori verso i marchi emergenti con un forte posizionamento di brand e una solida strategia di crescita omnicanale.

L'operazione di quotazione di On Holding AG fu strutturata secondo un tipico schema delle IPO di società europee con forte appeal internazionale, con l'obiettivo di massimizzare la raccolta e, al tempo stesso, garantire un equilibrio tra il controllo degli azionisti fondatori e le esigenze di mercato.

In primo luogo, il prospetto stabiliva che l'offerta riguardasse esclusivamente azioni ordinarie di Classe A, con diritto a un voto per azione, da collocare presso investitori istituzionali e retail. Queste azioni si affiancavano alle già esistenti azioni di Classe B, detenute in gran parte dai fondatori e dal management, che attribuivano 10 voti per titolo. La dual class structure permetteva quindi agli azionisti di riferimento di mantenere un significativo controllo sulla governance della società, pur aprendo il capitale a nuovi investitori⁷⁰.

La composizione dell'offerta prevedeva un mix tra nuove azioni emesse dalla società e azioni messe in vendita da azionisti esistenti. In particolare, delle 31,1 milioni di azioni di Classe A inizialmente collocate, circa 25,4 milioni furono emesse ex novo da On Holding AG, con l'obiettivo di raccogliere capitale fresco per finanziare i piani di crescita ed espansione. Le restanti 5,7 milioni di azioni furono invece cedute da alcuni investitori già presenti nel capitale,

⁶⁹ Barclays (2025). *On Holding AG: IQ25 Review - In the Sweet Spot of Brand Momentum*.

⁷⁰ U.S. Securities and Exchange Commission (2021). *On Holding AG - Form F-1 Registration Statement*.

consentendo loro una parziale monetizzazione dell'investimento senza compromettere il controllo complessivo dell'azienda⁷¹.

In fase di bookbuilding, la società comunicò inizialmente un intervallo di prezzo compreso tra 20 e 22 dollari per azione, ritenuto coerente con le valutazioni di settore e con i multipli dei principali competitors. L'interesse manifestato dagli investitori portò tuttavia a un forte oversubscription del collocamento, inducendo i collocatori a fissare il prezzo definitivo a 24 dollari per azione, superiore al range originario. L'offerta iniziale generò proventi lordi complessivi per circa 885 milioni di dollari sulla base di 35,8 milioni di azioni collocate.⁷² Tale valutazione si collocava su multipli superiori rispetto alla media del settore footwear tradizionale, riflettendo l'elevata crescita prospettica e la forte componente di innovazione del modello di business⁷³.

Il collocamento fu gestito da un sindacato di banche d'investimento di primo piano. Morgan Stanley, Goldman Sachs e J.P. Morgan operarono come lead bookrunners e joint global coordinators, coordinando le attività di marketing dell'offerta e la distribuzione delle azioni presso i principali investitori istituzionali. Al loro fianco parteciparono anche altre istituzioni finanziarie, tra cui Credit Suisse, UBS Investment Bank e BNP Paribas, con il ruolo di bookrunners e co-managers, al fine di garantire una distribuzione capillare e l'accesso a diverse tipologie di investitori su scala internazionale⁷⁴.

Infine, il prospetto informativo stabiliva una serie di vincoli di lock-up sia per gli azionisti fondatori sia per i membri del management e gli investitori storici. In particolare, per un periodo iniziale di 180 giorni dalla quotazione, non era consentita la vendita di azioni aggiuntive sul mercato senza il consenso preventivo dei collocatori principali. Questa clausola aveva l'obiettivo di assicurare la stabilità del titolo nelle prime fasi di negoziazione, evitando pressioni al ribasso derivanti da un'eccessiva offerta di azioni e rafforzando la fiducia degli investitori nel medio termine⁷⁵.

⁷¹ On Holding AG (2021). *Press Release: On Announces Pricing of Initial Public Offering*, 14 settembre 2021.

⁷² On Holding AG (2021). *Form F-1 Registration Statement*; Barclays (2025). *On Holding AG: 1Q25 Review - In the Sweet Spot of Brand Momentum*.

⁷³ Barclays (2025). *On Holding AG: 1Q25 Review - In the Sweet Spot of Brand Momentum*.

⁷⁴ SEC (2021). *On Holding AG - Form F-1 Registration Statement* (sezione Underwriting).

⁷⁵ SEC (2021). *On Holding AG - Form F-1 Registration Statement* (lock-up agreements).

L'IPO di On Holding AG registrò un livello di interesse elevato da parte della comunità finanziaria, con una domanda complessiva significativamente superiore all'offerta disponibile. Il bookbuilding evidenziò infatti una forte partecipazione da parte di investitori istituzionali globali, attratti dal posizionamento premium del marchio, dal tasso di crescita delle vendite e dalle prospettive di espansione internazionale.

Accanto agli istituzionali, l'operazione vide anche la partecipazione di investitori retail statunitensi, che poterono accedere all'offerta tramite le principali piattaforme di trading e broker online coinvolti nel collocamento. Tuttavia, come tipico per IPO di grandi dimensioni, la quota prevalente delle azioni fu riservata a investitori istituzionali, considerati più stabili e strategici nel medio-lungo periodo⁷⁶.

All'interno del collocamento, una parte rilevante fu destinata a investitori istituzionali di lungo periodo, con l'obiettivo di rafforzare la credibilità dell'operazione e di stabilizzare la domanda nelle fasi iniziali di negoziazione. Il prospetto F-1 non riporta i nomi dei sottoscrittori dell'offerta, limitandosi a illustrare le caratteristiche generali dell'IPO e la presenza della green shoe option. Questa impostazione è tipica delle quotazioni di grandi dimensioni, nelle quali la composizione del book di domanda rimane riservata, pur essendo noto che la partecipazione di investitori istituzionali rappresenta un elemento essenziale per il successo dell'operazione.

Un aspetto centrale nell'allocazione delle azioni fu rappresentato dalla particolare struttura di governance dual class. Come stabilito nel prospetto, le azioni offerte al pubblico erano Class A, dotate di un voto per titolo, mentre gli azionisti fondatori e i membri del management detenevano Class B shares, con dieci voti per azione. Ciò significava che, nonostante l'ingresso di nuovi investitori istituzionali e retail, il controllo effettivo della società rimaneva concentrato nelle mani dei fondatori, che potevano mantenere una rilevante influenza sulle decisioni strategiche. Questa impostazione si rivelava coerente con la volontà di preservare la cultura aziendale e la visione di lungo periodo, elemento considerato distintivo rispetto ad altri concorrenti quotati⁷⁷.

⁷⁶ U.S. Securities and Exchange Commission (2021). *On Holding AG - Form F-1 Registration Statement*.

⁷⁷ SEC (2021). *On Holding AG - Form F-1 Registration Statement* (sezione Dual Class Structure).

L'analisi dell'IPO di On Holding AG consente di comprendere come l'operazione sia stata concepita e realizzata in un arco temporale molto ristretto, con un processo efficiente che ha portato al collocamento delle azioni sul New York Stock Exchange nel settembre 2021. Le tempistiche rapide, l'elevata domanda e la decisione di fissare il prezzo al di sopra della forchetta iniziale hanno evidenziato l'interesse del mercato verso un brand percepito come innovativo e in forte crescita.

La strutturazione dell'offerta, basata sull'emissione di nuove azioni e sulla cessione di una quota da parte di azionisti esistenti, ha permesso di bilanciare l'ingresso di capitale fresco con la parziale monetizzazione degli investitori storici. L'intervento di primarie banche d'investimento come Morgan Stanley, Goldman Sachs e J.P. Morgan ha garantito la visibilità e la credibilità necessarie per un collocamento internazionale di successo.

Dal lato della governance, la presenza di una struttura dual class ha consentito ai fondatori di preservare il controllo decisionale, mantenendo continuità strategica anche dopo l'ingresso di nuovi investitori. Al tempo stesso, la partecipazione di fondi istituzionali di primo piano come anchor investors ha rafforzato la solidità dell'operazione, contribuendo a una valutazione iniziale di circa 7,3 miliardi di dollari.

In definitiva, l'IPO di On Holding ha rappresentato un passaggio cruciale nella storia dell'azienda: un'operazione che ha permesso di raccogliere risorse significative per sostenere i piani di espansione globale, consolidando al contempo la legittimazione del brand sul mercato dei capitali e rafforzandone la reputazione a livello internazionale.

6.2 Analisi del prospetto informativo: principali elementi finanziari e strategici

Il prospetto informativo depositato da On Holding AG (Form F-1) in occasione della quotazione rappresenta la principale fonte per comprendere la situazione economico-finanziaria dell'azienda negli esercizi immediatamente precedenti l'IPO. L'analisi dei dati consente di mettere in luce un modello di crescita estremamente dinamico, accompagnato però da un progressivo aumento delle spese operative e da perdite nette significative.

Dal lato dei ricavi, On è passata da CHF 267 milioni nel 2019 a CHF 425 milioni nel 2020, fino a CHF 725 milioni nel 2021. Si tratta di una crescita sostenuta, con tassi annui del +59% nel 2020 e del +70% nel 2021, alimentata dall'espansione geografica e dall'incremento del canale direct-to-consumer⁷⁸.

La crescita del fatturato si è riflessa in un rafforzamento del margine di contribuzione, che è aumentato da CHF 143 milioni (53,6% dei ricavi) nel 2019 a CHF 430 milioni (59,4% dei ricavi) nel 2021. Tale miglioramento testimonia la capacità della società di mantenere un posizionamento premium sul mercato, con politiche di prezzo favorevoli e una maggiore efficienza operativa⁷⁹.

Parallelamente, le spese operative (OPEX) hanno registrato un incremento significativo, passando da CHF 107 milioni nel 2019 a CHF 334 milioni nel 2021, con un'incidenza sui ricavi salita dal 39,9% al 46,1%. Questo aumento è riconducibile agli investimenti in marketing, distribuzione e potenziamento della struttura organizzativa, ritenuti indispensabili per sostenere la rapida crescita⁸⁰.

A livello di profittabilità, l'Adjusted EBITDA si è mantenuto positivo, crescendo da CHF 37 milioni nel 2019 a CHF 96 milioni nel 2021, con una marginalità media intorno al 12-13% dei ricavi. Tuttavia, considerando gli aggiustamenti per costi straordinari e componenti non ricorrenti, l'EBITDA riportato ha mostrato un andamento negativo, passando da un valore positivo di CHF 11 milioni nel 2019 a una perdita di CHF 102 milioni nel 2021, pari a -14,1% dei ricavi⁸¹.

Analogamente, l'EBIT è peggiorato da un risultato positivo di CHF 6 milioni nel 2019 a una perdita operativa di CHF 133 milioni nel 2021, mentre il risultato netto ha chiuso in rosso per CHF 170 milioni nel 2021, rispetto a perdite molto più contenute nel 2019 (CHF 1,5 milioni). Questi dati evidenziano come la forte crescita fosse ancora accompagnata da una significativa pressione sui conti, legata alla fase di espansione e agli investimenti di scala⁸².

⁷⁸ U.S. Securities and Exchange Commission (2021). *On Holding AG - Form F-1 Registration Statement* (sezione Financial Data).

⁷⁹ On Holding AG (2021). *Consolidated Financial Statements FY2019-2021*, in *Form F-1*.

⁸⁰ SEC (2021). *On Holding AG - Form F-1* (Operating Expenses).

⁸¹ SEC (2021). *On Holding AG - Form F-1* (Adjusted EBITDA and Reconciliation).

⁸² SEC (2021). *On Holding AG - Form F-1* (Management's Discussion and Analysis).

Anche la dinamica del capitale circolante rifletteva l'intensità della crescita. Il magazzino è aumentato da CHF 45 milioni nel 2019 a CHF 134 milioni nel 2021, i crediti commerciali da CHF 41 a CHF 99 milioni, mentre i debiti commerciali sono saliti da CHF 16 a CHF 46 milioni. Il risultato è un capitale circolante commerciale netto di CHF 188 milioni nel 2021, pari a circa il 26% dei ricavi, evidenziando un fabbisogno elevato di liquidità per finanziare la crescita operativa⁸³.

Infine, gli investimenti (Capex) sono cresciuti in modo proporzionale all'espansione dell'attività, passando da CHF 9,5 milioni nel 2019 a CHF 36,4 milioni nel 2021, con un'incidenza sui ricavi in aumento dal 3,6% al 5%. Le principali aree di investimento hanno riguardato infrastrutture logistiche, tecnologia e nuovi punti vendita, in linea con la strategia di rafforzamento del canale diretto⁸⁴.

Il prospetto informativo depositato in occasione della quotazione illustra con chiarezza non soltanto la performance finanziaria di On Holding AG, ma anche i tratti distintivi del suo modello di business e le direttrici strategiche che ne hanno supportato la rapida crescita.

Un primo elemento chiave riguarda il posizionamento del brand. On si è presentata al mercato come un marchio premium, fondato sull'innovazione tecnologica e su un forte legame con la community di runner e atleti. L'azienda ha saputo costruire una narrazione distintiva basata sul concetto di "Running on Clouds", sostenuto dalla tecnologia proprietaria CloudTec® e da design orientati alla performance. Tale posizionamento le ha consentito di differenziarsi dai grandi competitor globali come Nike e Adidas puntando su un'offerta di valore superiore e non su politiche di prezzo⁸⁵.

Il modello di business spiegato nel prospetto si basava su una strategia multicanale. Da un lato, On si era affermata grazie al canale wholesale, con accordi di distribuzione con retailer specializzati e grandi catene sportive; dall'altro, aveva progressivamente potenziato il canale direct-to-consumer (DTC), sia tramite e-commerce proprietario sia attraverso l'apertura di

⁸³ SEC (2021). *On Holding AG - Form F-1* (Working Capital).

⁸⁴ SEC (2021). *On Holding AG - Form F-1* (Capital Expenditures).

⁸⁵ U.S. Securities and Exchange Commission (2021). *On Holding AG - Form F-1 Registration Statement* (Business Overview).

negozi monomarca nelle principali città globali. Questa combinazione permetteva di ampliare i propri clienti mantenendo, al tempo stesso, un controllo diretto sull'esperienza del consumatore e sul posizionamento del marchio⁸⁶.

Un secondo asse strategico era costituito dall'espansione geografica. Al momento della quotazione, oltre il 50% dei ricavi proveniva già dal Nord America, mercato ritenuto prioritario per le prospettive di crescita, mentre l'Europa rappresentava circa un terzo delle vendite e l'Asia una quota ancora minoritaria ma in rapido sviluppo. Il prospetto evidenziava come l'IPO avrebbe fornito risorse per rafforzare ulteriormente la presenza negli Stati Uniti e accelerare l'ingresso nei mercati asiatici con maggiori prospettive di crescita⁸⁷.

Altrettanto rilevante era la strategia di ampliamento del portafoglio prodotti. Sebbene il core business fosse rappresentato dalle calzature da running, On aveva già avviato una diversificazione verso abbigliamento tecnico e accessori, con l'obiettivo di trasformarsi in un marchio sportivo a tutto tondo. Tale scelta mirava a diversificare il business riducendo la dipendenza da un'unica categoria merceologica⁸⁸.

Il prospetto poneva inoltre enfasi sugli aspetti di sostenibilità e responsabilità sociale, elementi sempre più centrali per gli investitori. On dichiarava l'impegno a sviluppare modelli circolari - come il progetto Cyclon®, scarpa interamente riciclabile tramite abbonamento - e a ridurre l'impatto ambientale lungo la supply chain. Questi elementi venivano presentati non solo come un valore etico, ma come un driver competitivo e un mezzo per consolidare la fedeltà dei consumatori più sensibili alle tematiche ESG⁸⁹.

Infine, la struttura di governance e la cultura aziendale costituivano un ulteriore fattore distintivo. La società sottolineava l'importanza di preservare lo spirito imprenditoriale dei fondatori e di mantenere un controllo stabile attraverso la struttura dual class shares, così da garantire coerenza strategica nel lungo periodo e ridurre i rischi di pressioni di breve termine da parte del mercato⁹⁰.

⁸⁶ On Holding AG (2021). *Form F-1 Registration Statement* (Direct-to-Consumer and Wholesale Strategy).

⁸⁷ SEC (2021). *On Holding AG - Form F-1* (Geographic Expansion).

⁸⁸ SEC (2021). *On Holding AG - Form F-1* (Product Diversification).

⁸⁹ SEC (2021). *On Holding AG - Form F-1* (Sustainability and ESG Initiatives).

⁹⁰ SEC (2021). *On Holding AG - Form F-1* (Governance and Dual Class Structure).

Un elemento centrale del prospetto informativo (Form F-1) riguarda l'analisi dei fattori di rischio, sezione di particolare rilevanza per gli investitori poiché consente di valutare le potenziali debolezze del modello di business di On Holding AG.

Il primo gruppo di rischi riguarda la forza del brand e la capacità di innovazione. La società riconosceva che il successo dipendeva in larga misura dalla percezione del marchio come premium e innovativo. Eventuali cali di reputazione, insuccessi nello sviluppo di nuovi prodotti o l'incapacità di intercettare le preferenze dei consumatori avrebbero potuto compromettere la crescita. La dipendenza da un ciclo di continua innovazione tecnologica (es. sviluppo di nuove generazioni di CloudTec®) veniva pertanto evidenziata come un fattore critico⁹¹.

Un secondo ambito di rischio era legato alla supply chain. La produzione di On era fortemente concentrata in paesi come il Vietnam e l'Indonesia, rendendo la società esposta a potenziali interruzioni dovute a crisi geopolitiche, pandemie o incrementi nei costi delle materie prime. Il prospetto segnalava anche i rischi connessi alla sostenibilità e alle pratiche dei fornitori terzi, sottolineando come eventuali violazioni di standard ambientali o sociali potessero tradursi in danni reputazionali e sanzioni normative⁹².

Dal punto di vista macroeconomico, On evidenziava i rischi legati a cambiamenti nei trend globali: fluttuazioni nei tassi di cambio, aumento dei costi di trasporto, crisi geopolitiche e shock sulla domanda dei beni discrezionali. La pandemia da Covid-19 aveva mostrato la vulnerabilità del settore retail e sportivo a eventi esogeni di vasta portata, capaci di condizionare sia le vendite sia la continuità delle operazioni⁹³.

Un ulteriore fattore critico riguardava la dipendenza da figure chiave del management e dai fondatori. La crescita di On era stata trainata da una forte cultura imprenditoriale, e il prospetto sottolineava il rischio che l'uscita di manager strategici potesse rallentare la capacità decisionale e l'implementazione dei piani di espansione. A questo si aggiungeva il tema della governance: la struttura dual class, pur garantendo stabilità e coerenza strategica, limitava i diritti degli

⁹¹ U.S. Securities and Exchange Commission (2021). *On Holding AG - Form F-1 Registration Statement* (Risk Factors: Brand and Innovation).

⁹² SEC (2021). *On Holding AG - Form F-1* (Risk Factors: Supply Chain and ESG).

⁹³ SEC (2021). *On Holding AG - Form F-1* (Risk Factors: Macroeconomic Conditions and COVID-19).

azionisti di Classe A e poteva rappresentare un elemento di minore attrattiva per investitori sensibili a modelli di governance più equilibrati⁹⁴.

Infine, On individuava rischi specifici relativi alla scalabilità del modello. Il rapido aumento dei ricavi richiedeva investimenti continui in logistica, sistemi informativi e capitale umano. Eventuali ritardi nell'espansione della capacità produttiva o inefficienze nella distribuzione avrebbero potuto compromettere i margini e la soddisfazione dei clienti. Inoltre, la crescita nel canale DTC comportava la necessità di gestire direttamente i rapporti con i consumatori finali, con costi operativi e rischi reputazionali più elevati rispetto al wholesale⁹⁵.

Il prospetto informativo depositato da On Holding AG in occasione della quotazione fornisce un quadro dettagliato delle condizioni finanziarie e delle prospettive strategiche dell'azienda al momento dell'IPO. I dati storici mettono in evidenza una crescita straordinaria dei ricavi e un miglioramento progressivo dei margini lordi, accompagnati tuttavia da perdite nette dovute al forte incremento delle spese operative e agli investimenti sostenuti per supportare l'espansione.

Accanto alla componente numerica, il documento sottolinea la centralità del modello di business multicanale, basato sull'equilibrio tra wholesale e direct-to-consumer, e l'obiettivo di affermarsi come brand sportivo globale, andando oltre le calzature da running. L'espansione geografica, con particolare focus sul mercato nordamericano e su quello asiatico, rappresentava un pilastro della strategia, insieme al rafforzamento dell'offerta di prodotto e agli impegni in materia di sostenibilità.

La sezione dedicata ai rischi evidenzia invece la natura duale del percorso di crescita: da un lato, l'enorme potenziale legato all'innovazione e al posizionamento premium; dall'altro, la vulnerabilità a fattori esogeni (costi, cambi, pandemia, supply chain) e a rischi endogeni, come la necessità di mantenere il vantaggio tecnologico e la dipendenza dal management.

Nel complesso, il prospetto informativo presentava On Holding come un'azienda in rapida espansione, capace di suscitare entusiasmo negli investitori grazie alla combinazione di

⁹⁴ SEC (2021). *On Holding AG - Form F-1* (Risk Factors: Governance and Dual Class Structure).

⁹⁵ SEC (2021). *On Holding AG - Form F-1* (Risk Factors: Scalability and DTC Channel).

innovazione, crescita e posizionamento distintivo, ma al tempo stesso consapevole delle sfide che l’attendevano per trasformare tale potenziale in redditività sostenibile nel lungo periodo.

6.3 Aspettative pre-IPO e valutazioni preliminari

La quotazione di On Holding AG al NYSE nel settembre 2021 va inserita nel particolare contesto economico e finanziario di quell’anno.

Dopo la fase acuta della pandemia da Covid-19, i mercati internazionali si trovavano in una fase di ripresa economica sostenuta, favorita da politiche monetarie espansive e da tassi di interesse ai minimi storici. La Federal Reserve aveva mantenuto i tassi prossimi allo zero e confermato programmi di acquisto titoli, creando un ambiente caratterizzato da ampia liquidità e forte appetito degli investitori per società a elevata crescita⁹⁶.

Sul fronte delle operazioni di mercato, il 2021 è stato un anno record per le IPO a livello globale. Solo negli Stati Uniti, secondo Reuters, il numero di nuove quotazioni ha superato ogni precedente storico: già a metà anno era stato raggiunto un primato con oltre 400 operazioni e una raccolta cumulata superiore a 140 miliardi di dollari⁹⁷. Alla fine del 2021, lo stesso network riportava che il boom delle IPO aveva reso l’anno il più intenso dagli anni 2000, con una forte concentrazione nei settori tecnologico e consumer discretionary⁹⁸. In questo scenario, l’ingresso in borsa di On Holding si inseriva perfettamente nella tendenza degli investitori a privilegiare aziende con un chiaro posizionamento di brand e prospettive di crescita internazionale.

Dal punto di vista settoriale, l’industria dello sporting goods stava beneficiando di una rinnovata attenzione verso salute e benessere, accentuata dall’esperienza pandemica. Secondo un report congiunto di McKinsey & WFSGI, il settore degli articoli sportivi stava vivendo una crescita superiore alla media del retail, trainata dal consolidamento dell’e-commerce e dalla diffusione del canale direct-to-consumer, considerato uno dei pilastri per i marchi emergenti come On⁹⁹.

⁹⁶ U.S. Securities and Exchange Commission (2021). *On Holding AG - Form F-1 Registration Statement*.

⁹⁷ Reuters (2021). *U.S. IPOs hit annual record in less than six months*.

<https://www.reuters.com/business/finance/us-ipos-hit-annual-record-less-than-six-months-2021-06-15/>

⁹⁸ Reuters (2021). *Record IPO binge in 2021 leaves investors hung over*.

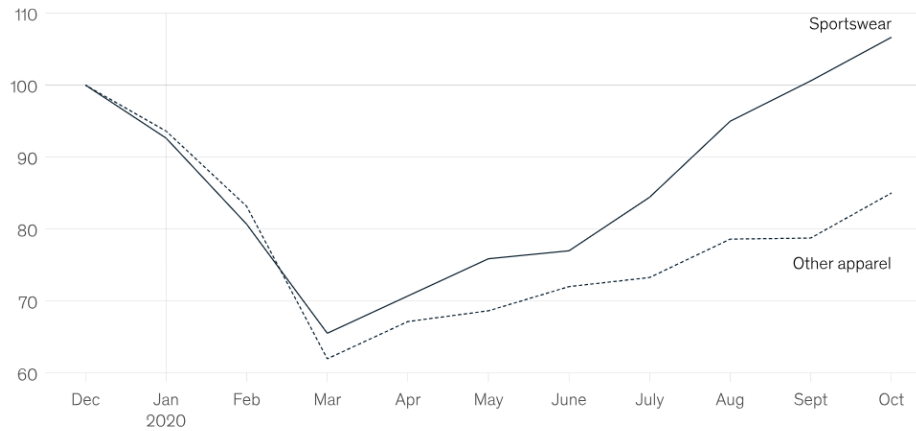
<https://www.reuters.com/markets/europe/record-ipo-binge-2021-leaves-investors-hung-over-2021-12-24/>

⁹⁹ McKinsey & WFSGI (2021). *Sporting Goods 2021: The next normal for an industry in flux*.

<https://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/sporting-goods-2021-the-next-normal-for-an-industry-in-flux>

Sportswear companies have been more resilient during the pandemic than the rest of the apparel industry and continue to outperform.

Market capitalization, index Dec 2019 = 100



Source: McKinsey Global Fashion Index

Dunque, il contesto borsistico era favorevole: nel 2021 gli indici azionari statunitensi registrarono nuovi massimi storici (l'S&P 500 chiuse l'anno con un +26,9%), riflettendo la forte ripresa degli utili societari e l'afflusso di capitali verso asset rischiosi. Questa condizione creò un terreno fertile per quotazioni come quella di On, che poterono beneficiare di valutazioni particolarmente elevate rispetto agli standard storici.

Nel prospetto informativo depositato alla SEC in occasione dell'IPO, On Holding AG ha chiarito le motivazioni strategiche alla base della scelta di quotarsi al New York Stock Exchange.

Un primo obiettivo era la raccolta di capitale fresco per sostenere l'espansione internazionale. L'azienda dichiarava esplicitamente di voler utilizzare i proventi dell'offerta per finanziare la crescita nei mercati chiave, con particolare attenzione al Nord America e all'Asia, regioni considerate fondamentali per aumentare la penetrazione del brand al di fuori del mercato domestico europeo¹⁰⁰.

In secondo luogo, l'IPO aveva la funzione di accelerare lo sviluppo del canale direct-to-consumer (DTC), sia online sia attraverso l'apertura di punti vendita monomarca. La società

¹⁰⁰ U.S. Securities and Exchange Commission (2021). *On Holding AG - Form F-1 Registration Statement (Use of Proceeds)*.

sottolineava come il DTC non fosse soltanto un canale di distribuzione, ma anche un mezzo per rafforzare il legame diretto con i consumatori, aumentare i margini e consolidare il controllo sull'esperienza del brand¹⁰¹.

Un ulteriore obiettivo era il rafforzamento della brand awareness a livello globale. La quotazione al NYSE non rappresentava soltanto un'operazione finanziaria, ma anche un atto di legittimazione internazionale, in grado di aumentare la visibilità del marchio e di posizionarlo tra i principali player globali del settore sporting goods. La stessa On, nel comunicato stampa che annunciava l'IPO, parlava della quotazione come di un "passo naturale" per consolidare la propria presenza a livello mondiale¹⁰².

Dal punto di vista della governance, On scelse di mantenere una struttura dual class shares, con azioni di Classe A (un voto per azione) collocate sul mercato e azioni di Classe B (dieci voti per azione) detenute dai fondatori e dal management. Questa scelta era finalizzata a preservare il controllo strategico della società anche dopo l'apertura del capitale agli investitori pubblici, garantendo coerenza e continuità nella visione di lungo periodo¹⁰³.

Infine, tra gli obiettivi dichiarati, vi era l'intenzione di investire parte delle risorse raccolte nello sviluppo di innovazioni di prodotto e iniziative di sostenibilità. Progetti come Cyclon®, la scarpa completamente riciclabile attraverso un modello di abbonamento, venivano citati come esempi concreti della strategia ESG, con cui On intendeva rafforzare ulteriormente la propria identità di marchio responsabile e innovativo¹⁰⁴.

La fase di bookbuilding registrò un forte interesse da parte della comunità finanziaria internazionale, culminato nel pricing a 24 USD per azione su un'offerta di 31,1 milioni di azioni di Classe A (di cui 25.442.391 offerte dalla società e 5.657.609 da azionisti venditori), come comunicato ufficialmente da On il 14 settembre 2021. La forchetta indicativa resa pubblica all'avvio dell'operazione (7 settembre 2021) era 18–20 USD, segnalando già in sede di pre-

¹⁰¹ SEC (2021). *On Holding AG - Form F-1* (Business Strategy, DTC expansion).

¹⁰² On Holding AG (2021). *Press Release: On Launches Initial Public Offering*, 7 settembre 2021. <https://investors.on-running.com/financials-and-filings/financial-releases/news-details/2021/On-Launches-Initial-Public-Offering/default.aspx>

¹⁰³ SEC (2021). *On Holding AG - Form F-1* (Dual Class Structure and Governance).

¹⁰⁴ SEC (2021). *On Holding AG - Form F-1* (Sustainability Initiatives).

marketing una domanda superiore alle attese iniziali. Con l'esercizio integrale della green shoe option, il numero totale di azioni collocate salì a 35,8 milioni, per un controvalore lordo complessivo pari a circa 885 milioni di dollari (circa 815 milioni netti al netto delle commissioni e delle spese di sottoscrizione), corrispondente a una valutazione post-money di circa 8,6 miliardi di dollari.¹⁰⁵

L'esordio in Borsa il 15 settembre 2021 confermò la reazione positiva degli investitori: il titolo aprì a 35,40 USD, ben al di sopra del prezzo di collocamento, con una valutazione di mercato superiore a 11 miliardi di dollari al debutto sul NYSE. L'ampio "first-day pop" rifletteva l'appetito per società growth con posizionamento di brand distintivo e traiettoria di espansione internazionale, elementi percepiti dal mercato come driver di creazione di valore nel medio periodo. In termini informativi, la società ha poi riepilogato nei propri filing che le azioni di Classe A sono negoziate sul NYSE con ticker "ONON" dal 15 settembre 2021, fissando così il riferimento formale alla data di inizio negoziazioni.¹⁰⁶

L'analisi delle aspettative pre-IPO e delle valutazioni preliminari conferma come la quotazione di On Holding AG sia avvenuta in un contesto di mercato estremamente favorevole, caratterizzato da abbondante liquidità, forte appetito degli investitori per società growth e trend settoriali positivi nello sporting goods. In tale cornice, la società ha potuto presentarsi con un posizionamento distintivo e una narrativa credibile di espansione internazionale e di innovazione di prodotto.

Le strategie aziendali dichiarate nel prospetto evidenziavano obiettivi ambiziosi: finanziare la crescita geografica, potenziare il canale direct-to-consumer, consolidare la notorietà globale del brand e rafforzare l'impegno verso la sostenibilità. Questi elementi hanno contribuito ad accrescere l'interesse degli investitori istituzionali e retail, rafforzando la percezione di On come uno dei casi di maggiore successo nel panorama europeo dello sportswear.

¹⁰⁵ On Holding AG (2021). Press Release - "On Launches Initial Public Offering", 7 settembre 2021 (forchetta 18-20 USD). <https://investors.on-running.com/financials-and-filings/financial-releases/news-details/2021/On-Launches-Initial-Public-Offering/default.aspx>

¹⁰⁶ SEC (2022). Form 20-F - On Holding AG (FY2021): "Class A ordinary shares have been listed on the NYSE under the symbol 'ONON' since September 15, 2021.

La domanda iniziale fu infatti superiore alle attese, portando a un pricing di collocamento oltre la forchetta indicata e a un debutto sul NYSE con valutazioni nettamente superiori a quelle prospettate. L'IPO di On divenne così non solo un'operazione finanziaria rilevante, ma anche un evento mediatico capace di rafforzarne la reputazione internazionale.

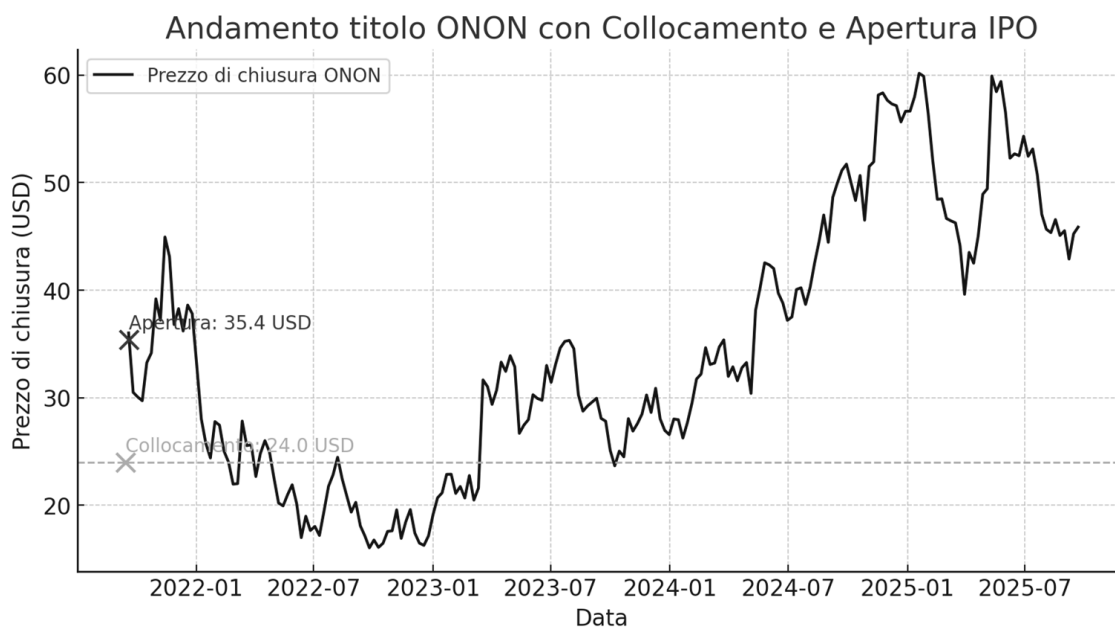
In sintesi, le aspettative pre-IPO riflettevano una convergenza di fattori interni ed esterni favorevoli: da un lato il contesto macro e l'interesse degli investitori per modelli di business innovativi; dall'altro la capacità dell'azienda di proporre una strategia convincente e coerente con le dinamiche del settore.

6.4 Performance post-IPO: andamento del titolo e confronto con le aspettative iniziali

Dopo il debutto al NYSE il 15 settembre 2021, con un prezzo di apertura a 35,40 USD rispetto ai 24 USD di collocamento, On Holding AG ha sperimentato un andamento caratterizzato da forte volatilità. Nei mesi successivi al collocamento il titolo si è mantenuto sopra i livelli iniziali, ma nel corso del 2022 ha subito una correzione significativa, riflettendo l'inasprimento del contesto macroeconomico (inflazione e rialzo dei tassi d'interesse negli Stati Uniti) e il generale calo dei titoli growth. Nel 2023 e 2024 il titolo ha mostrato una lieve ripresa, sostenuta dal miglioramento dei margini e dal rafforzamento del posizionamento al livello internazionale, mantenendo comunque multipli elevati rispetto alla media settoriale¹⁰⁷.

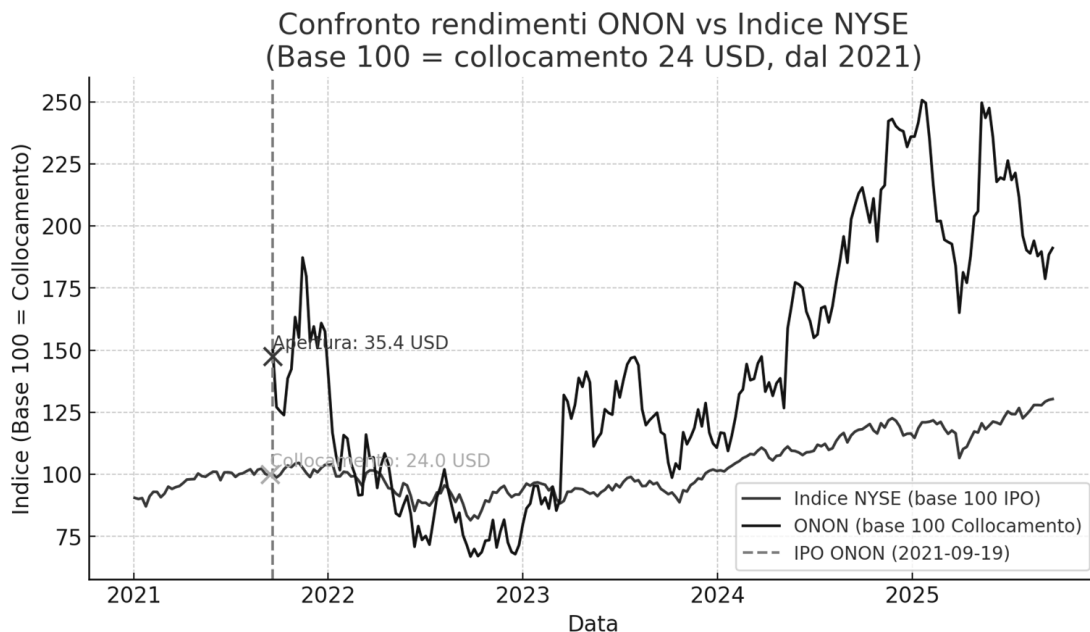
Al fine di analizzare gli andamenti post-ipo di On sono stati creati 2 grafici; il primo riguardante l'andamento del titolo ON con i prezzi di chiusura ed il secondo che mostra l'andamento del titolo On rispetto all'indice NYSE.

¹⁰⁷ Reuters (2021). *Federer-backed shoemaker On valued at over \$11 bln in NYSE debut*. <https://www.reuters.com/business/retail-consumer/federer-backed-shoemaker-valued-over-11-bln-nyse-debut-2021-09-15/>



Il primo grafico mostra l'evoluzione del titolo ONON dalla quotazione a oggi, evidenziando i due prezzi chiave di riferimento: il collocamento a 24 USD e il prezzo di apertura a 35,4 USD. La distanza tra questi due valori non rappresenta soltanto un dato tecnico, ma rappresenta un segnale della straordinaria domanda da parte del mercato nel momento della quotazione. Il salto iniziale, superiore al 47%, riflette la disponibilità degli investitori a riconoscere un premio significativo al titolo, andando ben oltre il range originariamente proposto. Ciò può essere interpretato come una dimostrazione di fiducia verso la capacità dell'azienda di sostenere ritmi di crescita elevati nel medio-lungo termine e di rafforzare il proprio posizionamento internazionale.

Inoltre, questa reazione è stata favorita dal particolare contesto macro-finanziario del 2021, caratterizzato da abbondante liquidità sui mercati e da tassi di interesse contenuti, che hanno reso gli investitori più propensi a investire in società a fortemente innovative. In tal senso, l'andamento del titolo On è perfettamente coerente con il clima generale che ha accompagnato le grandi IPO di quell'anno, in cui molte aziende growth hanno beneficiato di valutazioni elevate. Il balzo iniziale ha quindi un duplice significato: da un lato fotografa l'interesse speculativo che circondava On come brand emergente; dall'altro conferma la capacità della società di attirare capitali istituzionali e privati grazie a una strategia percepita come credibile e scalabile.



Il secondo grafico confronta i rendimenti di ONON con l'indice NYSE, ponendo come base 100 il prezzo di collocamento (24 USD). Tale approccio consente di analizzare l'andamento della società rispetto al mercato di riferimento. Ciò che subito emerge è la maggiore volatilità del titolo On rispetto all'indice, una caratteristica coerente con il profilo di una growth stock: le prospettive di crescita futura, infatti, espongono il titolo a oscillazioni più marcate in risposta ai cambiamenti di contesto macroeconomico o alle revisioni delle aspettative degli analisti. Nei momenti di entusiasmo, questa volatilità ha determinato fasi di sovraperformance rispetto all'indice, mentre nei periodi di correzione del mercato – come avvenuto nel 2022, in seguito al rialzo dei tassi e all'inflazione negli Stati Uniti – il titolo ha subito contrazioni più pronunciate.

Nonostante ciò, il confronto evidenzia come ONON sia riuscita a mantenere nel medio periodo una traiettoria complessivamente in linea con le aspettative dichiarate in sede di IPO, mostrando la capacità di consolidare il proprio posizionamento internazionale e di mantenere tassi di crescita elevati, soprattutto nel mercato nordamericano e nel canale direct-to-consumer. La tendenza riflette quindi una duplice realtà: da un lato, la maggiore esposizione a rischi e shock esterni tipica delle società innovative; dall'altro, la forza del modello di business e la capacità del brand di ottenere fiducia da parte del mercato anche dopo la fase di normalizzazione.

Il confronto tra quanto dichiarato in sede di IPO e i risultati effettivi mostra coerenza: la società ha ampliato la propria presenza internazionale, ha rafforzato il canale DTC e ha continuato a investire in innovazione e sostenibilità. Tuttavia, il percorso di quotazione in borsa ha risentito delle condizioni macroeconomiche, evidenziando come l'entusiasmo iniziale del mercato si sia poi confrontato con una fase di normalizzazione dei multipli. Le valutazioni degli analisti più recenti confermano che On rimane percepita come una growth stock con potenzialità elevate, ma la sua traiettoria è ora osservata con maggiore prudenza rispetto all'entusiasmo della fase pre-IPO¹⁰⁸.

7. Conclusioni, Considerazioni Finali e Sviluppi Futuri

7.1 Sintesi dei principali risultati ottenuti dalla ricerca

La parte sperimentale della tesi, sviluppata nel Capitolo 5, ha consentito di stimare il valore intrinseco di On Holding AG attraverso l'applicazione del metodo del Discounted Cash Flow (DCF). Il modello ha preso come base i dati storici più recenti, proiettando i flussi di cassa per il periodo 2025-2033 e includendo un Terminal Value calcolato con l'ipotesi di crescita perpetua.

I risultati ottenuti hanno evidenziato una traiettoria di crescita particolarmente solida: i ricavi sono stimati in progressivo aumento, con un tasso decrescente ma ancora a doppia cifra nei primi anni di piano, per poi stabilizzarsi su valori più sostenibili nel lungo periodo. Questa dinamica riflette le caratteristiche tipiche di un brand in fase di consolidamento, come approfondito nei capitoli teorici, dove è stato sottolineato come i modelli di valutazione debbano considerare l'intero ciclo di vita aziendale e non solo le performance di breve periodo.

Dal punto di vista della redditività, il business plan ha mostrato un miglioramento costante dei margini operativi, sostenuto dal posizionamento premium e dal crescente peso del canale direct-to-consumer. Tale risultato conferma l'importanza dei fattori individuati nei capitoli teorici come driver di creazione di valore: da un lato l'efficienza operativa e la capacità di generare

¹⁰⁸ Barclays (2025). *On Holding AG - 1Q25 Review: In the Sweet Spot of Brand Momentum*.

ritorni superiori al costo del capitale (ROI e ROE), dall'altro la gestione attenta della struttura finanziaria e del WACC come misura sintetica del rischio.

Il calcolo dei Free Cash Flow ha evidenziato un profilo positivo e crescente lungo l'orizzonte previsionale, a dimostrazione della capacità di On Holding di tradurre la crescita dei ricavi in liquidità disponibile per gli investitori. L'analisi ha inoltre confermato il peso preponderante del Terminal Value sul risultato finale: questo aspetto, discusso nei capitoli metodologici, evidenzia la sensibilità del modello alle ipotesi di lungo periodo, rendendo necessaria una valutazione critica della loro plausibilità.

L'inclusione dell'analisi di sensitività ha permesso di verificare la robustezza dei risultati. Le variazioni simulate sul WACC e sul tasso g hanno dimostrato che la valutazione finale è fortemente influenzata da queste variabili, in linea con quanto discusso in dottrina. Tuttavia, la stabilità dei valori entro un range plausibile conferma la coerenza delle ipotesi adottate e la sostenibilità della traiettoria di crescita ipotizzata per l'azienda.

In sintesi, la ricerca ha evidenziato come On Holding AG presenti un modello di business capace di sostenere nel tempo crescita e redditività, traducendosi in una valutazione intrinseca che conferma il potenziale dell'azienda nel settore globale dello sportswear. Il lavoro svolto dimostra l'utilità del DCF come strumento di analisi prospettica, in grado di integrare le dimensioni quantitative con le considerazioni qualitative e strategiche sviluppate nei capitoli precedenti.

7.2 Limiti della ricerca e considerazioni sulle metodologie adottate

L'analisi svolta, pur fornendo risultati coerenti e significativi, non è esente da limiti che devono essere considerati per interpretare correttamente le conclusioni della ricerca. La natura stessa della valutazione d'impresa, come discusso nei capitoli teorici, comporta una componente inevitabile di soggettività, legata alle ipotesi formulate e al contesto di riferimento in cui tali ipotesi vengono inserite.

Un primo limite riguarda la dipendenza del modello DCF dalle ipotesi di base. Nel caso di On Holding AG, il business plan 2025-2033 è stato costruito a partire da dati storici e da stime di crescita basate su informazioni aziendali e studi esterni. Tuttavia, l'affidabilità dei risultati è

strettamente legata alla correttezza di tali previsioni. Variazioni anche contenute nelle assunzioni su ricavi, margini, investimenti o capitale circolante possono produrre effetti rilevanti sul valore finale. Questo aspetto è stato particolarmente evidente nell'analisi del Terminal Value, la cui incidenza sul risultato complessivo è elevatissima: un cambiamento minimo del tasso di crescita di lungo periodo o del WACC può modificare in maniera sostanziale la valutazione. Ciò rende necessaria una lettura prudentiale dei risultati, che devono essere considerati più come un intervallo di valori plausibili che come un numero puntuale e definitivo.

Un secondo limite è connesso alla complessità del modello rispetto al contesto settoriale. Il DCF è uno strumento efficace, ma assume che l'azienda sia in grado di mantenere nel tempo una traiettoria di crescita e di redditività relativamente stabile. Nel caso di On Holding AG, ci troviamo di fronte a un'impresa giovane, con una forte componente di innovazione e con una presenza globale ancora in fase di espansione. Questo implica una maggiore esposizione a rischi di mercato, cambiamenti nei trend dei consumatori, evoluzione della concorrenza e fattori macroeconomici. Il modello, per quanto raffinato, non è in grado di catturare pienamente la variabilità di tali fattori, che possono condizionare la capacità dell'azienda di rispettare le previsioni.

Un ulteriore limite riguarda la gestione delle variabili qualitative, che nei modelli quantitativi trovano solo parziale rappresentazione. Nel corso della tesi sono stati analizzati aspetti come il posizionamento del brand, l'innovazione tecnologica, la sostenibilità e le scelte strategiche di governance. Questi elementi costituiscono veri e propri driver di valore, ma difficilmente si traducono in numeri immediatamente inseribili in un modello DCF. Il rischio è quindi quello di sottostimare o sovrastimare l'impatto di fattori intangibili che, soprattutto in un settore come lo sportswear, risultano determinanti per la creazione di valore nel lungo termine.

Un ultimo limite riguarda la temporalità delle informazioni utilizzate. Il modello è stato costruito sulla base dei dati disponibili fino al 2024 e su stime aggiornate al 2025. Qualsiasi evoluzione successiva, legata a fattori geopolitici, normativi o interni all'azienda, potrebbe alterare sensibilmente il quadro di riferimento. In particolare, eventi straordinari come crisi economiche, cambiamenti normativi in materia di sostenibilità o evoluzioni tecnologiche non previste potrebbero ridurre la capacità predittiva delle proiezioni.

In conclusione, la ricerca ha mostrato come il DCF rappresenti un metodo efficace per stimare il valore intrinseco di On Holding AG, ma al tempo stesso ha evidenziato la necessità di interpretarne i risultati con cautela, tenendo conto dei limiti insiti nel modello e della natura incerta delle ipotesi prospettiche. Le considerazioni teoriche sviluppate nei capitoli precedenti hanno permesso di comprendere meglio questi limiti e di collocare i risultati in una prospettiva più ampia, in cui la valutazione non è un dato statico ma uno strumento dinamico, utile a orientare le decisioni strategiche.

7.3 Sviluppi futuri e implicazioni strategiche per On Holding AG e il settore

L'analisi condotta permette di trarre alcune considerazioni di carattere prospettico, utili per comprendere le potenziali traiettorie di sviluppo di On Holding AG e le implicazioni più ampie per il settore dello sportswear premium.

Un primo aspetto riguarda la sostenibilità della crescita. I risultati ottenuti dal modello DCF hanno confermato la capacità dell'azienda di generare ricavi e margini in aumento per tutto il periodo previsionale. Tuttavia, affinché questo trend si concretizzi, sarà fondamentale che On sappia mantenere elevata la propria capacità di innovazione e continui a proporre soluzioni distintive in termini di tecnologia, design e sostenibilità. Come emerso dai capitoli precedenti, l'azienda ha costruito la propria identità su un posizionamento premium e su una narrazione fortemente legata alla performance sportiva e all'estetica. La sfida futura sarà quella di preservare tale unicità in un contesto competitivo sempre più affollato, in cui i grandi player del settore stanno cercando di recuperare terreno e i nuovi entranti puntano a replicare modelli vincenti.

Un secondo elemento chiave riguarda la gestione della crescita internazionale. L'espansione geografica è stata uno dei principali driver del business plan e continuerà a rappresentare una leva strategica nei prossimi anni. La penetrazione in mercati ad alto potenziale, come Cina e Giappone, e il rafforzamento della presenza in Nord America ed Europa richiederanno ingenti investimenti in distribuzione, marketing e infrastrutture logistiche. La capacità di adattare il modello multicanale a contesti culturali e regolatori diversi sarà determinante per sostenere il percorso di crescita. Allo stesso tempo, la globalizzazione espone l'azienda a rischi geopolitici,

normativi e valutari che dovranno essere gestiti con una governance solida e con una pianificazione finanziaria flessibile.

Parallelamente, un ruolo sempre più rilevante sarà giocato dalla diversificazione del portafoglio prodotti. L'evoluzione di On da marchio focalizzato sul running a brand a tutto tondo nello sportswear premium richiede un ampliamento continuo della gamma, includendo apparel, accessori e segmenti emergenti. Tale evoluzione non solo consente di aumentare la spesa media per cliente, ma rappresenta anche una risposta alle tendenze di mercato che vedono una crescente ibridazione tra performance e lifestyle. La sfida sarà quella di rafforzare la credibilità tecnica senza perdere coerenza con l'immagine premium e innovativa costruita nel tempo.

Dal punto di vista finanziario e strategico, le implicazioni per On Holding AG riguardano la necessità di consolidare il vantaggio competitivo in un settore che, come emerso nel contesto competitivo analizzato, è caratterizzato da rapida evoluzione e forte pressione innovativa. La capacità di generare ritorni superiori al costo del capitale, mantenendo al contempo una struttura finanziaria equilibrata, sarà cruciale per garantire una crescita sostenibile e attrarre ulteriori capitali. In questo senso, l'esperienza dell'IPO del 2021 ha dimostrato come l'apertura al mercato dei capitali possa rappresentare un'opportunità non solo di finanziamento, ma anche di rafforzamento della legittimità e della visibilità del brand a livello globale.

Infine, le implicazioni si estendono all'intero settore dello sportswear. Il caso On mostra come anche player relativamente giovani possano competere con giganti consolidati, sfruttando innovazione, storytelling e posizionamento premium. Ciò suggerisce che il mercato continuerà a essere caratterizzato da un elevato dinamismo, con spazi rilevanti per marchi capaci di intercettare nuove comunità di consumatori e di proporre esperienze d'acquisto immersive e multicanale. Al tempo stesso, l'accento crescente sulla sostenibilità e sull'economia circolare tenderà a trasformarsi da elemento distintivo a requisito imprescindibile, spingendo tutti gli operatori a investire in ricerca e sviluppo e a ripensare i propri modelli di business.

In conclusione, gli sviluppi futuri di On Holding AG dipenderanno dalla capacità di mantenere l'equilibrio tra crescita e controllo, tra innovazione e solidità operativa, tra espansione globale e radicamento identitario. Se saprà affrontare con successo queste sfide, l'azienda avrà l'opportunità di consolidarsi come punto di riferimento nello sportswear premium, contribuendo a ridefinire gli standard competitivi e strategici del settore a livello internazionale.

Bibliografia

1. Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.
2. Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (3rd ed.). Wiley.
3. On Holding AG (2023). Investor Day Presentation. On.
4. Barclays (2025). On Holding AG - Equity Research Report. Barclays Investment Bank.
5. On Holding AG (2022). Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2021. U.S. Securities and Exchange Commission.
6. On Holding AG (2022). Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2021. U.S. Securities and Exchange Commission.
7. On Holding AG (2022). Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2021. U.S. Securities and Exchange Commission.
8. On Holding AG (2023). Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2022. U.S. Securities and Exchange Commission.
9. On Holding AG (2025). Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2024. U.S. Securities and Exchange Commission.
10. On Holding AG (2025). Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2024. U.S. Securities and Exchange Commission.
11. On (2025). On and Zendaya Present Be Every You: A Campaign Exploring Duality in Motion and Style, 7 agosto 2025, press release ufficiale.
12. On Holding AG (2023). Investor Day Presentation, October 2023. Zurich
13. On Holding AG (2024). Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2023. U.S. Securities and Exchange Commission
14. On Holding AG (2022). Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2021. U.S. Securities and Exchange Commission
15. On Holding AG (2025). Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2024. U.S. Securities and Exchange Commission
16. On Holding AG (2023). Investor Day Presentation, October 2023. Zurich
17. On Holding AG (2023). Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2022, sezione "Risk Factors". U.S. Securities and Exchange Commission
18. Barclays Research (2025). On Holding AG: 1Q25 Review - In the Sweet Spot of Brand Momentum. Barclays Equity Research

19. On Holding AG (2025). Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2024. U.S. Securities and Exchange Commission
20. On Holding AG (2023). Investor Day Presentation, October 2023. Zurich
21. On Holding AG (2023). Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2022. U.S. Securities and Exchange Commission
22. Barclays Research (2025). On Holding AG: 1Q25 Review - In the Sweet Spot of Brand Momentum. Barclays Equity Research
23. On Holding AG (2025). Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2024. U.S. Securities and Exchange Commission
24. McKinsey & WFSGI (2025). Sporting Goods Industry 2025 - The New Balancing Act (sintesi). McKinsey & Company. <https://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/sporting-goods-industry-trends>
25. Business of Fashion (2025). Running's Big Fashion Opportunity. The Business of Fashion. <https://www.businessoffashion.com/articles/sports/running-fashion-brands/>
26. The Washington Post (2025). Tennis fashion is exploding at the US Open. The Washington Post. https://www.washingtonpost.com/lifestyle/2025/08/31/us-open-2025-coco-gauff-new-york-fashion-week/eaf081fa-8670-11f0-895c-97bd39cbdc59_story.html
27. Reuters (2024). Nike forecasts surprise revenue fall as upstarts steal demand. Reuters. <https://www.reuters.com/business/retail-consumer/nike-misses-quarterly-revenue-expectations-choppy-demand-its-sneakers-2024-06-27/>
28. Reuters (2025). Adidas may hike prices, warns of US consumer hit from tariffs. Reuters. <https://www.reuters.com/business/adidas-may-hike-prices-warns-us-consumer-hit-tariffs-2025-07-30/>
29. Deckers Brands (2025). FY2025 Results - Press Release. [ir.deckers.com. https://ir.deckers.com/news-events/press-releases/press-release/2025/Deckers-Brands-Reports-Fourth-Quarter-and-Full-Fiscal-Year-2025-Financial-Results/default.aspx](https://ir.deckers.com/news-events/press-releases/press-release/2025/Deckers-Brands-Reports-Fourth-Quarter-and-Full-Fiscal-Year-2025-Financial-Results/default.aspx)
30. On (2025). Be Every You - Press release (7 Aug 2025). On. <https://press.on-running.com/on-and-zendaya-present-be-every-you-a-campaign-exploring-duality-in-motion-and-style>
31. On (2025). Q2 2025 - Financial release & outlook. <https://investors.on-running.com/financials-and-filings/financial-releases/news-details/2025/On-Reports-Results-for-the-Second-Quarter-and-Six-Month-Period-Ended-June-30-2025/default.aspx>
32. On Holding AG (2024). Annual Report on Form 20-F for the fiscal year ended December 31, 2023. U.S. Securities and Exchange Commission
33. On (2025). 2024 Impact Progress Report - Press note. <https://press.on-running.com/on-releases-its-2024-impact-progress-report>

34. Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley
35. Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (3rd ed.). Wiley.
36. Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5th ed.). McGraw-Hill Education.
37. Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.
38. Guatri, L., & Bini, M. (2009). *Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende*. Egea.
39. Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (3rd ed.). Wiley.
40. Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.
41. Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2017). *Principles of Corporate Finance* (12th ed.). McGraw-Hill.
42. Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.
43. Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.
44. Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5th ed.). McGraw-Hill.
45. Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). McKinsey & Company / Wiley.
46. Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2003). *Capital Investment and Valuation*. McGraw-Hill.
47. Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2017). *Principles of Corporate Finance* (12th ed.). McGraw-Hill.
48. Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). Wiley.
49. Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2017). *Principles of Corporate Finance* (12th ed.). McGraw-Hill.
50. Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.
51. Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). Wiley.

52. Aydin, M. (2017). Valuation methods and investment analysis: A practical guide for business professionals and investors. Istanbul: Istanbul University Press.
53. Brotherson, W. T., Eades, K. M., Harris, R. S., & Higgins, R. C. (2014). Best practices in estimating the cost of capital: Survey and synthesis. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(1), 17-33
54. Brackenborough, S., McLean, T., & Oldroyd, D. (2002). The emergence of discounted cash flow in the UK coal industry, c. 1700-1820. *Accounting, Business & Financial History*, 12(3), 337-361
55. Plenborg, T., & Pimentel, R. C. (2016). Best practices in applying multiples for valuation purposes. *The Journal of Private Equity*, 55-64.
56. Lestari, N. A., Antony, A., & Alhidayatullah, A. (2023). Evaluation of Stock Through Fundamental Analysis With the Dividend Discount Model (DDM) Approach. *International Journal of Indonesian Business Review*, 2(1), 85-95.
57. Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.
58. Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2013). *Financial Management: Theory & Practice* (14th ed.). Cengage Learning.
59. Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.
60. Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.
61. Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.
62. On Holding AG. (2023). On Investor Day 2023 - Presentation. October 4, 2023. Pg.129.
63. Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.
64. ValueInvesting.io. (2025). Nike Inc. - Discounted Cash Flow Valuation (10-year Growth Exit). Disponibile su: <https://valueinvesting.io/NKE/valuation/dcf-growth-exit-10y>
65. XE.com. (2024). Grafico storico cambio USD/CHF. Disponibile su: <https://www.xe.com/it/currencycharts/?from=USD&to=CHF>
66. U.S. Securities and Exchange Commission (2021). On Holding AG - Form F-1 Registration Statement.
67. On Holding AG (2021). Press Release: On Launches Initial Public Offering, 7 settembre 2021.

68. On Holding AG (2021). Press Release: On Announces Pricing of Initial Public Offering, 14 settembre 2021.
69. Barclays (2025). On Holding AG: 1Q25 Review - In the Sweet Spot of Brand Momentum.
70. U.S. Securities and Exchange Commission (2021). On Holding AG - Form F-1 Registration Statement.
71. On Holding AG (2021). Press Release: On Announces Pricing of Initial Public Offering, 14 settembre 2021.
72. On Holding AG (2021). Form F-1 Registration Statement; Barclays (2025). On Holding AG: 1Q25 Review - In the Sweet Spot of Brand Momentum.
73. Barclays (2025). On Holding AG: 1Q25 Review - In the Sweet Spot of Brand Momentum.
74. SEC (2021). On Holding AG - Form F-1 Registration Statement (sezione Underwriting).
75. SEC (2021). On Holding AG - Form F-1 Registration Statement (lock-up agreements).
76. U.S. Securities and Exchange Commission (2021). On Holding AG - Form F-1 Registration Statement.
77. SEC (2021). On Holding AG - Form F-1 Registration Statement (sezione Dual Class Structure).
78. U.S. Securities and Exchange Commission (2021). On Holding AG - Form F-1 Registration Statement (sezione Financial Data).
79. On Holding AG (2021). Consolidated Financial Statements FY2019-2021, in Form F-1.
80. SEC (2021). On Holding AG - Form F-1 (Operating Expenses).
81. SEC (2021). On Holding AG - Form F-1 (Adjusted EBITDA and Reconciliation).
82. SEC (2021). On Holding AG - Form F-1 (Management's Discussion and Analysis).
83. SEC (2021). On Holding AG - Form F-1 (Working Capital).
84. SEC (2021). On Holding AG - Form F-1 (Capital Expenditures).
85. U.S. Securities and Exchange Commission (2021). On Holding AG - Form F-1 Registration Statement (Business Overview).
86. On Holding AG (2021). Form F-1 Registration Statement (Direct-to-Consumer and Wholesale Strategy).
87. SEC (2021). On Holding AG - Form F-1 (Geographic Expansion).
88. SEC (2021). On Holding AG - Form F-1 (Product Diversification).
89. SEC (2021). On Holding AG - Form F-1 (Sustainability and ESG Initiatives).

90. SEC (2021). On Holding AG - Form F-1 (Governance and Dual Class Structure).
91. U.S. Securities and Exchange Commission (2021). On Holding AG - Form F-1 Registration Statement (Risk Factors: Brand and Innovation).
92. SEC (2021). On Holding AG - Form F-1 (Risk Factors: Supply Chain and ESG).
93. SEC (2021). On Holding AG - Form F-1 (Risk Factors: Macroeconomic Conditions and COVID-19).
94. SEC (2021). On Holding AG - Form F-1 (Risk Factors: Governance and Dual Class Structure).
95. SEC (2021). On Holding AG - Form F-1 (Risk Factors: Scalability and DTC Channel).
96. U.S. Securities and Exchange Commission (2021). On Holding AG - Form F-1 Registration Statement.
97. Reuters (2021). U.S. IPOs hit annual record in less than six months. <https://www.reuters.com/business/finance/us-ipos-hit-annual-record-less-than-six-months-2021-06-15/>
98. Reuters (2021). Record IPO binge in 2021 leaves investors hung over. <https://www.reuters.com/markets/europe/record-ipo-binge-2021-leaves-investors-hung-over-2021-12-24/>
99. McKinsey & WFSGI (2021). Sporting Goods 2021: The next normal for an industry in flux. <https://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/sporting-goods-2021-the-next-normal-for-an-industry-in-flux>
100. U.S. Securities and Exchange Commission (2021). On Holding AG - Form F-1 Registration Statement (Use of Proceeds).
101. SEC (2021). On Holding AG - Form F-1 (Business Strategy, DTC expansion).
102. On Holding AG (2021). Press Release: On Launches Initial Public Offering, 7 settembre 2021. <https://investors.on-running.com/financials-and-filings/financial-releases/news-details/2021/On-Launches-Initial-Public-Offering/default.aspx>
103. SEC (2021). On Holding AG - Form F-1 (Dual Class Structure and Governance).
104. SEC (2021). On Holding AG - Form F-1 (Sustainability Initiatives).
105. On Holding AG (2021). Press Release - "On Launches Initial Public Offering", 7 settembre 2021 (forchetta 18-20 USD). <https://investors.on-running.com/financials-and-filings/financial-releases/news-details/2021/On-Launches-Initial-Public-Offering/default.aspx>