

Analisi fondamentale

IL VALORE DELLE ATTIVITÀ



Gli analisti. L'attualizzazione dei flussi di cassa scontati è lo strumento più utilizzato

Il range. Il tasso di crescita «perpetuo» cambia a seconda del settore industriale

L'azienda si misura sul futuro

Un metodo considera solo l'utile, un altro anche i cespiti attivi

L'analisi fondamentale si propone di valutare un'azienda alla luce dei risultati reddituali che sarà in grado di conseguire in futuro. In realtà, al di là degli utili che un'impresa riesce a generare e dei dividendi che risulta in grado di distribuire, essa presenta un valore economico. I soci infatti potrebbero liquidare la società e vendere i cespiti dell'attivo, ricavandone un'entrata monetaria.

Dal valore delle attività vanno detratte le passività verso terzi non soci; questa differenza non è altro che il patrimonio netto, il cui valore risultante dallo stato patrimoniale viene detto "valore di libro". Su queste considerazioni si basa il cosiddetto "metodo patrimoniale".

Esiste poi un'altra metodologia che si basa su presupposti completamente diversi. In base a questo metodo, l'utile netto atteso generato dall'attività dell'impresa rappresenta l'unica fonte del suo valore. In sostanza, non vengono valutati i beni a disposizione dell'azienda, ma solo l'ammontare della "ricchezza", misurata dall'utile netto, che questi beni sono in grado di produrre. Per quanto riguarda l'utile netto va sottolineato che si deve utilizzare l'utile netto "rettificato", o "normalizzato", vale a dire depurato di tutte le componenti straordinarie e di quelle che non derivano dalla normale gestione aziendale. Si parla, infatti, di reddito "medio-normale atteso" che l'azienda è in grado di produrre.

Il Dcf è il metodo di valutazione oggi più utilizzato dagli analisti finanziari, in quanto il più obiettivo. Non misura il valore di una società sulla base di confronti "esterni", come avviene con il metodo dei multipli di mercato, ma si basa sull'ipotesi che il valore di un'impresa non sia altro che l'espressione dei flussi reddituali (cash flows), opportunamente attualizzati (in quanto distribuiti nel tempo), che essa è in grado di generare nel futuro. È necessario dunque formulare ipotesi sulla redditività futura della società, in particolare sui "flussi di cassa".

Per procedere alla determinazione del valore del titolo attraverso il Dcf occorre effettuare le previsioni di bilancio sulla società da valutare per il maggior numero di anni possibile e successivamente procedere all'attualizzazione dei flussi di cassa. A questo punto occorre determinare il tasso d'interesse; il tasso di crescita "perpetuo" da includere nella formula; il coefficiente Beta (che misura la volatilità del titolo).



Il settore del real estate

Asset e cash flow pesano il mattone

Il mercato immobiliare ha subito in questi ultimi anni una profonda trasformazione. Si sono affermati nuovi modelli di business, si è sviluppata progressivamente la finanziarizzazione del settore, sono stati valorizzati ingenti patrimoni pubblici e privati e - non da ultimo - sono entrati nuovi operatori.

L'analisi del business immobiliare non è sicuramente un'impresa facile, in quanto tra le principali caratteristiche del settore c'è quella di raggruppare diverse attività che ruotano intorno al bene "immobile". Inoltre, sulla base delle diverse linee strategiche le società immobiliari effettuano investimenti nei vari

segmenti di mercato ai quali corrispondono diversi profili di rischio-rendimento e i cui risultati saranno visibili solo nel corso degli anni futuri. Infine, va considerato il rischio di un'eventuale riduzione dei rendimenti attesi e bisogna sottovalutare gli effetti di possibili aumenti dei tassi, che rendono meno appetibile l'investimento.

I metodi di valutazione possono essere diversi. Il Nav (Net asset value) è una metodologia di tipo patrimoniale, che riconduce il valore dell'impresa al valore di mercato degli asset posseduti. Questa valutazione, sebbene sia la più diffusa, non tiene però conto dei flussi di reddito che

la società, anche se immobiliare - e quindi soggetta a dinamiche di gestione normalmente meno variabili nel tempo rispetto a un'azienda industriale classica - potrà generare in futuro. Pertanto è possibile applicare anche alle società immobiliari il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (Dcf).

Per la valutazione delle società immobiliari la perpetuity assumerà valori contenuti; di norma intorno allo 0,5%, come pure il Beta, sicuramente molto inferiore a 1, trattandosi di titoli difensivi per eccellenza.

Il periodo di tempo da prendere in considerazione per la costruzione dei conti economici previsionali è in questo caso molto lungo: non deve essere inferiore ai 10-15 anni. Ma queste previsioni sono agevolate dal fatto che l'andamento del mercato immobiliare è attentamente monitorato dai mezzi di comunicazione specializzati.

La guida dei multipli sta in quattro rapporti

I multipli di mercato sono rapporti calcolati in "numero di volte" tra il prezzo di mercato di un titolo quotato e una grandezza di bilancio di importanza rilevante: l'utile netto (earnings); il cash flow, inteso come somma fra l'utile netto e gli ammortamenti; il patrimonio netto o book value, cioè "valore di libro".

Quale prezzo di mercato utilizzare per la costruzione dei multipli? Normalmente si impiega il prezzo di riferimento, riportato dai principali quotidiani, che rappresenta il prezzo medio ponderato relativo all'ultimo 10% della quantità trattata di un certo titolo; nulla vieta però di utilizzare il prezzo ufficiale, cioè il prezzo medio ponderato dell'intera quantità trattata durante la singola seduta borsistica, o anche il prezzo di mercato "corrente" in un dato momento della seduta di Borsa.

Per effettuare una valutazione con i multipli di mercato occorre costruire multipli "prospettivi", riferiti cioè non ai risultati di bilancio già conseguiti dall'azienda, ma a quelli che si ritiene sarà in grado di ottenere in futuro.

Per questo motivo, in caso di operazioni sul capitale è necessario utilizzare il numero delle azioni che risulterà alla fine dell'operazione e pertanto si calcoleranno i cosiddetti valori per azione fully diluted, o "interamente diluiti".

Il rapporto P/E
Il rapporto P/E (price/earnings) è l'indice borsistico più comune e di calcolo più immediato: si tratta infatti del rapporto tra il prezzo di mercato e l'utile netto atteso per l'esercizio in corso o per quelli successivi. Si esprime in numero di volte e idealmente indica il numero di anni in cui la società in esame "ripagherebbe", con i suoi utili, l'investimento effettuato dal risparmiatore.

Qual è l'utile netto da utilizzare per il calcolo del rapporto price/earnings? Normalmente si impiega "l'ultima riga di bilancio", ma se risulta pesantemente influenzato dai risultati della gestione straordinaria è opportuno costruire un utile netto "rettificato" (o adjusted), ossia depurato dall'effetto della gestione straordinaria.

In linea di principio, più il P/E assume un valore elevato e più l'azienda risulterebbe sopravvalutata, mentre più il valore è basso e più l'azienda risulta a buon mercato.

Il rapporto P/Cf
Il rapporto Price/Cash flow è la relazione fra prezzo di mercato di un'azione e flusso di cassa per azione, intendendosi come "flusso di cassa" la somma fra l'utile netto e gli ammortamenti, il tutto, ovviamente, suddiviso per il numero delle azioni esistenti. Il rapporto è utilizzato in genere solo per le società industriali ed esprime la necessità, per un'azienda industriale, non solo di produrre utili di bilancio, ma anche di essere in grado di sostituire, quando obsoleti, impianti e macchinari ricorrendo all'autofinanziamento e non a capitale di debito.

Anche il rapporto P/Cf viene calcolato in numero di volte, e in questo caso esprime concettualmente il numero di esercizi nei quali il "flusso di cassa" generato dall'azienda sarà in grado di ripagare l'investimento iniziale effettuato dall'azionista.

Il rapporto P/Bv
Il Price/Book value (in italiano, P/Pn, cioè il rapporto prezzo/patrimonio netto) consente di confrontare la valutazione patrimoniale del titolo attribuita dal mercato con quella espressa dal bilancio societario: il "valore di libro". Non è altro che il rapporto fra prezzo unitario dell'azione e patrimonio netto, così come espresso dal bilancio aziendale. Il rapporto P/Bv viene anch'esso espresso in numero di volte e in questo caso esprime quanto l'investitore è disposto a pagare in più rispetto al semplice valore patrimoniale dell'azienda.

A differenza dei due indicatori precedenti, esiste un valore, per così dire, di "riferimento": generalmente, un rapporto P/Bv inferiore a 1 costituisce un segnale di "sottovalutazione" del titolo considerato, in quanto indica che la capitalizzazione di Borsa è inferiore a quella del solo ammontare dei mezzi propri. Nel caso in cui il rapporto risulti eccessivamente basso, inferiore a 0,5 volte, quasi sempre ciò non significa che l'azienda sia molto "sottovalutata" dal mercato, bensì, in genere, che le aspettative reddituali sono pessime.

Normalmente il rapporto P/Bv, che non può mai assumere un valore negativo, in quanto per definizione non esiste un patrimonio netto negativo, viene calcolato solo per le società che, per la natura dell'attività svolta, necessitano di una consistenza patrimoniale elevata: banche, compagnie assicurative, società finanziarie. Per le società industriali questo rapporto assume minore importanza.

Il rapporto D/P (o yield)
Questo rapporto (ultimo dividendo distribuito/prezzo di mercato) non viene in genere utilizzato per la valutazione di un'azienda mediante il metodo dei multipli di mercato, in quanto la decisione di distribuire dividendi agli azionisti è sempre libera e la previsione dei dividendi futuri risulta particolarmente aleatoria.

Il rapporto viene anche denominato yield, ossia rendimento, in quanto misura la redditività di un titolo azionario considerandolo "come se" si trattasse di un titolo obbligazionario: si tratta, infatti, di una misura percentuale, proprio come un tasso d'interesse.

La Swot Analysis

Radar acceso sulle opportunità

L'analisi Swot è un'analisi qualitativa attraverso la quale è possibile evidenziare: i punti di forza (Strengths) e i punti di debolezza (Weakness), al fine di far emergere le opportunità (Opportunities) e le minacce (Threats) che derivano dal contesto esterno in cui opera un'azienda.

Lo scopo è quello di individuare le opportunità di sviluppo che possono derivare dalla valorizzazione dei punti di forza e dal contenimento dei punti di debolezza di un'impresa alla luce del quadro di opportunità e rischi che derivano dalla congiuntura esterna.

Come viene realizzata? Per costruire questo tipo di analisi è necessario conoscere molti aspetti dell'azienda che saranno inseriti in una matrice organizzata in quattro sezioni in cui vengono raccolte le caratteristiche identificate come punti di forza, di debolezza, opportunità e rischi.

In sintesi gli elementi utili all'analisi sono: la qualità, l'esperienza e la motivazione del management; la costruzione di un "marchio aziendale" forte e riconosciuto; la scalabilità del modello di business, cioè la possibilità di generare ricavi incrementali senza dover sostenere costi aggiuntivi; le caratteristiche del mercato di riferimento, individuando se esistono barriere all'entrata, prodotti alternativi e tassi di crescita stimati per il settore; il posizionamento competitivo; i driver di crescita; le linee-guida strategiche e le prospettive.

La validità della Swot, che rimane di carattere soggettivo, dipende soprattutto dall'accuratezza dell'analisi preliminare dei fattori endogeni e esogeni.

Due esempi pratici

IL GRUPPO INDUSTRIALE...

La Swot analysis del gruppo Bolzoni, una delle matricole del 2006, primo produttore europeo e secondo a livello mondiale nelle attrezzature per carrelli elevatori

PUNTI DI FORZA

- Leadership europea nel mercato di riferimento e secondo dopo il leader Usa Cascade
- Relazioni consolidate con 19 costruttori di carrelli elevatori (80% del mercato)
- Capacità nell'innovazione: 14% del fatturato del periodo 2003-2006 generato da nuovi prodotti
- Management in carica da circa 20 anni
- Diversificazione geografica soprattutto nei mercati emergenti

OPPORTUNITÀ

- La globalizzazione dei mercati incrementa la necessità di movimentazione delle merci
- Acquisizione di società che presentano realtà industriali sinergiche
- Penetrazione del mercato cinese attraverso il sito produttivo presente nell'area
- Ampliamento del business nel segmento forche, dove Cascade è monopolista

... E QUELLO IMMOBILIARE

Il gruppo Aedes è uno dei principali operatori del settore immobiliare italiano che sta attuando una trasformazione da property company tradizionale a asset e fund management company

PUNTI DI FORZA

- Tra i primi 5 player in Italia
- Presente da 100 anni sul mercato immobiliare
- Elevata qualità del portafoglio immobiliare in termini di ubicazione e funzionalità
- Acquisizione di nuovi portafogli di investimento
- Spostamento del modello di business verso i servizi immobiliari che presentano una maggiore redditività e una minore esposizione all'andamento dei tassi e del ciclo immobiliare
- Maggior stabilità dei flussi di cassa futuri in funzione dello spostamento verso il business servizi

PUNTI DI DEBOLEZZA

- La qualità del prodotto è migliorabile attraverso opportuni investimenti
- Il portafoglio ordini ha una visibilità di 2 mesi
- Miglioramento dei processi aziendali in particolare nella gestione del magazzino

MINACCE

- Competizione nel segmento dei prodotti a basso costo
- Rischio di duplicazione dei brevetti

PUNTI DI DEBOLEZZA

- Diversificazione geografica da potenziare
- Effetti del nuovo percorso strategico visibili nel medio periodo

MINACCE

- Aumento dei tassi di interesse con possibile riflesso sugli investimenti e sulla redditività
- Eccesso dal lato dell'offerta con potenziale calo dei canoni di locazione
- Maggior competitività nel settore per l'aumento degli operatori

Fonte: Analisi Mercati Finanziari

Enterprise value

Sotto esame i debiti e la liquidità

L'Enterprise value individua il valore complessivo di un'azienda quotata e corrisponde alla capitalizzazione di Borsa, ossia al prezzo di mercato moltiplicato per il numero delle azioni che compongono attualmente il capitale sociale, a cui viene sommato l'indebitamento finanziario netto, oppure sottratta la liquidità netta. Per "indebitamento finanziario netto" si intendono i debiti, sia a breve che a medio-lungo termine, verso banche e altri finanziatori che richiedono interessi (per esempio, istituti di credito speciale), al netto della liquidità (Cassa e banche): questa differenza può dare un risultato positivo o negativo.

L'Ev può essere rapportato a una grandezza di bilancio: fatturato, margine operativo lordo (Ebitda), risultato operativo (Ebit) per identificare quanto viene valutata l'azienda dal mercato rispetto alla sua redditività. Come per tutti gli altri multipli di mercato, vale la regola che più un indicatore assume valori contenuti e più in teoria l'azienda è "sottovalutata"; accade il contrario, se l'indicatore assume valori elevati.

Dunque l'indebitamento finanziario netto, la cui presenza rappresenta in sé una circostanza "negativa" per l'azienda, sommato alla capitalizzazione di Borsa, andrà a incrementare il numeratore del rapporto, innalzandone, e così peggiorandone, il valore. Il contrario avviene se è presente una liquidità netta che, sottratta alla capitalizzazione di Borsa, ne diminuisce il valore, migliorando, cioè abbassando, il multiplo di mercato che ne deriva.

Così le blue chips italiane

I principali multipli di mercato 2007 dei titoli quotati all'S&P Mib

	P/E	Eps	Price/Book value	Price/Cash flow	Dividend Yield (%)	Ev/Ebitda
Aem	19,4	0,15	2,4	5,3	2,57	6,6
Alitalia	N.s.	-0,13	1,6	13,3	0,00	9,5
Alleanza	22,1	0,47	2,9	-	4,63	-
Assicurazioni Generali	15,5	2,15	2,5	-	2,70	-
Autogrill Finanziaria	22,7	0,65	6,2	9,8	2,88	8,2
Autostrade	19,5	1,22	3,5	12,5	2,75	11,3
Banca Monte dei Paschi	14,1	0,35	1,8	-	4,26	-
Banca Popolare Italiana	29,2	0,42	2,0	-	1,22	-
Banca Popolare di Milano	14,7	0,83	1,5	-	3,39	-
Banco Popolare di Verona	13,0	1,89	1,8	-	3,81	-
Bulgari	22,8	0,49	4,2	17,6	2,86	15,7
Buzzi Unicem	13,6	1,72	2,0	8,0	1,71	5,4
Capitalia	13,4	0,52	1,8	-	3,87	-
Eni	9,7	2,53	2,1	5,6	5,31	4,3
Enel	16,0	0,52	2,8	9,0	5,96	7,6
Fiat	15,9	1,31	2,4	5,6	1,44	4,9
Fastweb	99,2	0,48	3,5	7,4	7,99	9,4
Finmeccanica	18,8	1,22	1,7	9,8	1,71	7,3
Fondiarìa	13,0	2,99	1,7	-	2,92	-
Gruppo Editoriale l'Espresso	19,9	0,20	2,9	13,3	4,11	9,3
Intesa Sanpaolo	14,7	0,41	1,4	-	4,93	-
Italcementi	14,5	1,62	1,9	6,5	1,62	5,2
Lottomatica	30,4	1,00	2,5	10,7	2,77	10,4
Luxottica	20,7	1,19	4,4	15,5	2,05	11,2
Mediaset	17,0	0,49	3,7	7,3	5,15	7,4
Mediobanca	15,7	1,10	2,0	-	4,25	-
Mediolanum	18,0	0,36	5,0	-	3,36	-
Mondadori	16,5	0,49	4,0	12,4	4,98	9,8
Parmalat	26,7	0,12	2,5	15,6	1,18	13,4
Pirelli	16,4	0,05	1,2	10,1	2,23	10,2
Stmicroelectronics	23,0	0,64	1,7	7,7	0,82	6,6
Saipem	20,8	1,13	5,3	13,3	1,55	12,0
Seat Pagine Gialle	15,8	0,03	3,6	10,3	2,03	10,5
Snam Rete Gas	19,3	0,25	2,6	9,5	4,32	10,4
Telecom Italia	17,2	0,13	1,7	5,0	4,87	6,2
Tenaris	12,4	1,39	4,1	10,7	1,83	7,7
Terna	18,4	0,15	2,8	10,1	5,08	9,0
Ubi Banca	14,1	1,58	1,3	-	3,82	-
UniCredito Italiano	13,1	0,57	1,9	-	3,81	-
Unipol	17,2	0,17	1,3	-	4,42	-

Fonte: Factset