

Il Dossier del Lunedì

# Analisi fondamentale

GLI STRUMENTI



**Le indicazioni.** Si riassumono in una parola e aiutano a decidere se e quanto investire

**Il fattore tempo.** Prospettive più lunghe favoriscono quotazioni più stabili

**I numeri di Piazza Affari**

**La capitalizzazione**



**800**  
Miliardi di euro  
A tanto ammonta la capitalizzazione della Borsa italiana aggiornata al 30 marzo 2007: la parte del leone spetta alle blue chips, il cui valore è pari a 734 miliardi di euro

**In rapporto al Pil**



**52,4**  
In percentuale del Pil  
La capitalizzazione di Piazza Affari (dato aggiornato al 30 marzo 2007) è pari al 52,4% del Pil: rispetto a fine 2006 si è registrato un leggero decremento (-0,4%)

**Società quotate**



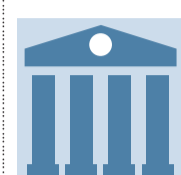
**311**  
Il listino  
Sempre al 30 marzo 2007 risultano quotate al listino di Borsa italiana 311 società, tra cui 84 blue chips italiane e 4 estere, 74 Star italiane e 1 estera, 97 Standard italiane e 1 estera, mentre le azioni quotate ammontano a 346

**L'andamento nel 2007**



**+2,03%**  
Mibtel  
Da fine 2006 al 30 marzo 2007 il Mibtel ha messo a segno una performance positiva del 2,03%, superiore al +0,81% dell'S&P/Mib: la palma del paniere più redditizio nel primo trimestre spetta però all'indice Star (+11,7%)

**Il peso dei comparti**



**31,7%**  
Banche superstar  
Fatto 100 il totale della capitalizzazione di Borsa, quasi un terzo è appannaggio degli istituti bancari, che sono il settore più pesante di Piazza Affari (dato al 30 marzo 2007): seguono le utilities (16,8%) e il settore minerali-metalli-petrolio (13,1%)

**I risultati dei settori**



**+30,4%**  
L'auto va di corsa  
A partire dalla fine del 2006 fino al 30 marzo 2007 l'indice settoriale del Mib che ha fatto registrare la performance più consistente è quello dell'auto: con il suo +30,4% stacca abbastanza nettamente l'indice Mib Distribuzione (+23,3%) e l'indice Mib Cartari (+19,6%)

## Buone notizie per crescere

Un mercato è efficiente quando il prezzo delle azioni riflette il valore effettivamente creato dalle imprese. Il trasferimento del valore creato dalle aziende nei prezzi di mercato avviene attraverso una comunicazione tempestiva, efficace ed efficiente di tutte le informazioni che permettono di formulare un giudizio circa la capacità dell'impresa di creare valore. Saper comunicare, quindi, i "valori" aziendali è una delle attività più importanti e delicate delle società quotate, ma può rappresentare anche un'arma vincente.

La comunicazione finanziaria non dovrebbe però fermarsi alle informazioni "quantitative" (il risultato d'esercizio, il capitale, l'indebitamento e così via), ma fornire anche quelle "qualitative" che spaziano dalle caratteristiche distintive, alle strategie, al capitale umano.

Una maggiore trasparenza sulle strategie del management permette poi di ridurre l'incertezza dell'investitore circa l'evoluzione futura della gestione, abbassando il costo del capitale per l'impresa.

Infine, la fiducia nella capacità del management potrebbe indurre l'investitore ad allungare il proprio orizzonte temporale, portandolo a giudicare positivamente progetti di investimento che, sebbene deprimano i risultati reddituali nel breve periodo, creano valore nel lungo periodo. È l'allungamento dell'orizzonte temporale dell'investitore che favorisce la stabilizzazione delle quotazioni delle azioni, riducendone la volatilità.

# Nei report occhio ai conflitti

In genere le raccomandazioni degli esperti sono favorevoli alle società

Il compito degli analisti è quello di elaborare report di analisi e valutazione sulle società quotate, esprimere un giudizio che si sintetizza in un sola parola, quasi sempre espressa nella lingua inglese.

Le indicazioni più utilizzate sono: *Buy* (comprare), *Outperform* (il titolo farà meglio del mercato), *Marketperform* (il titolo avrà un andamento in linea con il mercato), *Hold* (tenere), *Neutral* (neutrale), *Underperform* (il titolo farà peggio del mercato) e *Sell* (vendere).

Esistono poi altri tipi di rating espressi dagli analisti che considerano l'investimento del titolo

+10% del prezzo di mercato; *Reduce*, se il target price è compreso tra -20% e -10% del prezzo di mercato e *Sell*, se il target price è inferiore del -20% al prezzo di mercato.

Il giudizio espresso è la sintesi di uno studio molto più approfondito e corposo che analizza le prospettive della società e le sue linee strategiche. A supporto del giudizio l'analista elabora delle previsioni di medio periodo che, solitamente, vengono concordate con il management della società.

Viene inoltre presentata la metodologia di valutazione utilizzata sulla quale l'analista ha liberato scelta. Il giudizio ovviamente non è definitivo e l'ottica temporale varia a seconda degli eventi che caratterizzano la gestione dell'azienda o i mercati in generale.

Per esempio, operazioni che possono modificare drasticamente il giudizio sono i cosiddetti *profit warning* lanciati dalle aziende quando non sono in grado di mantenere le precedenti *guidance*, cioè le indicazioni sulle attese degli utili.

Attenzione, però, ai report in circolazione: l'invito è di non prendere tutto per oro colato. Il conflitto d'interesse, benché indicato chiaramente nelle avvertenze presentate alla fine di ogni studio, non rende immune la Casa di investimento.

Infatti gli analisti finanziari sono generalmente degli inguaribili ottimisti, forse per la necessità di mantenere buoni rapporti con le società oggetto delle loro analisi oppure la ragione va ricercata nel fatto che quasi tutti i titoli da loro seguiti sono in gran parte quelli che presentano le prospettive migliori. Ecco perché i *Sell* o i giudizi che indicano bocciature sono molto scarsi, mentre molto più numerosi sono i ben più generosi *Buy* e i più tranquilli raccomandazioni *Neutral*.



**Il credit rating**

## Ai giudizi serve la scala

Il rating sul rischio di credito definito dalle principali agenzie internazionali (Standard & Poor's, Fitch e Moody's) è il primo elemento per giudicare la bontà di un'emissione (prestiti obbligazionari, titoli di Stato, obbligazioni bancarie, enti sovranazionali, enti pubblici e aziende private).

La valutazione sulla capacità del debitore di restituire il capitale e di pagare i relativi interessi viene effettuata attraverso l'analisi dei bilanci degli enti emittenti per valutare i risultati economici e le prospettive di sviluppo, al fine di attribuire un grado di solvibilità.

Il rating non è un'indicazione solo per l'investitore, ma uno strumento utile anche per l'ente emittente, quale punto di riferimento per il costo della raccolta. A rating elevato corrisponde infatti un minore onere per interessi, e viceversa.

Le scale di rating offrono importanti indicazioni nel momento dell'investimento, ma è importante non dimenticare che il rating è soggetto nel tempo a *downgrade* e *upgrade*, vale a dire ribassi e rialzi da parte delle agenzie. Quando le agenzie decidono di modificare il giudizio su un'emissione mettono la società sotto osservazione (è il cosiddetto *outlook*). Si parla di *outlook* positivo quando l'osservazione è volta a una rivisitazione al rialzo del rating e di *outlook* negativo quando invece si prevede un *downgrade*.

**Il rischio si esprime in lettere**

I rating delle due principali società del settore (dal più elevato al più basso)

MOODY'S		A	Capacità elevata, ma suscettibile di cambiamenti
<b>Titoli a lungo termine (1)</b>		BBB	Capacità adeguata, ma sensibile alle avverse situazioni economiche
Aaa	Titoli di qualità migliore, con rischio quasi nullo	<b>Speculativi (2)</b>	
Aa	Alta qualità	BB	Gravi incertezze a fronte di situazioni economiche avverse
A	Livello medio-alto	B	Possibile compromissione della capacità di far fronte ai propri impegni
Baa	Livello medio	CCC	Al momento vulnerabile
Ba	Qualche elemento speculativo	CC	Al momento molto vulnerabile
B	Piuttosto speculativi	C	Procedure concorsuali già avviate, ma in presenza ancora di pagamenti
Caa	Scarsa qualità	D	Già in default nei pagamenti
Ca	Elevato rischio di speculazione, eventualmente anche in default	<b>Titoli a breve termine</b>	
C	Investimento non desiderabile	<b>Titoli a breve termine</b>	
<b>STANDARD &amp; POOR'S</b>		A-1	Elevata capacità di far fronte ai propri impegni
<b>Titoli a lungo termine</b>		A-2	Soddisfaccente capacità di far fronte ai propri impegni
Prime-1	Capacità superiore di rimborso	A-3	Adeguata capacità di far fronte ai propri impegni
Prime-2	Grande capacità di rimborso	B	Vulnerabile e con caratteristiche speculative
Prime-3	Accettabile capacità di rimborso	C	Molto vulnerabile e potenzialmente insolvente
Not Prime	Scarsa capacità di rimborso	D	In default nei pagamenti
<b>STANDARD &amp; POOR'S</b>			
<b>Titoli a lungo termine</b>			
AAA	Capacità estremamente elevata di far fronte ai propri impegni finanziari		
AA	Capacità molto elevata		

Nota: (1) I numeri 1, 2 e 3 modificano parzialmente le categorie da «Aa» a «Caa»; il numero 1 eleva il livello attribuito all'interno della categoria, il 2 indica un'attribuzione media e il 3 indica il livello più basso all'interno della categoria; (2) i rating da «AA» a «CCC» possono essere contraddistinti dal segno "+" o "-" per indicare la loro posizione relativa all'interno della categoria di appartenenza. Fonte: elaborazione Analisi Mercati Finanziari

all'interno di un portafoglio. Le più conosciute sono: *Overweight* (soprappesare), *Add* (aggiungere), *Accumulate* (accumulare), *Recommended list* (lista dei titoli raccomandati), *Equalweight* (mantenere invariato il peso del titolo), *Underweight* (sottopesare) e *Reduce* (ridurre).

Ma qual è il sistema di giudizio su cui si fondano queste raccomandazioni? Non è possibile fornire una risposta univoca, in quanto molto dipende dai parametri utilizzati dalle Case di investimento e dall'ottica temporale dell'investimento, che di solito è pari a 12-18 mesi.

In linea di massima si può però affermare che i giudizi vengono espressi in base a queste considerazioni: *Buy*, se il target price è superiore del 20%-25% al prezzo di mercato; *Add*, se il target price è superiore del 10%-20% al prezzo di mercato; *Hold*, se il target price è compreso tra -10% e

**GLOSSARIO/3**

**Beta**  
Coefficiente che misura la variazione attesa della quotazione di un titolo per ogni variazione di un punto percentuale del mercato presso cui è quotato. Se Beta è maggiore di 1, il titolo è più rischioso del mercato e presenta un rendimento più alto di quello medio del mercato; viceversa, se Beta è minore di 1

**Capitale di debito (Capitale di terzi)**  
Capitale di un'impresa costituito da crediti concessi da soggetti terzi

**Capitale di rischio (Capitale proprio)**  
Capitale di finanziamento di un'impresa, corrispondente al capitale investito dall'imprenditore o dai soci

**Capitale investito**  
Alla determinazione del capitale investito concorrono le immobilizzazioni nette (immateriali, materiali e finanziarie), vale a dire l'attivo investito in modo «stabile» per il raggiungimento degli obiettivi aziendali, e il capitale circolante netto, ricavato quale differenza tra attività a breve al netto delle attività finanziarie e disponibilità liquide, e passività non finanziarie, inclusi i fondi per rischi e oneri

**Capitalizzazione**  
Valore di una società quotata, pari al prodotto tra il numero delle sue azioni e il

prezzo di mercato. Non sempre la capitalizzazione di Borsa di una società corrisponde all'effettivo valore delle sue attività: si dice infatti che una società è «sopravalutata» o «sottovalutata» dal mercato a seconda che la capitalizzazione di Borsa sia maggiore o minore del valore effettivo delle sue attività

**Cash flow (Flusso di cassa)**  
Disponibilità finanziaria che si genera in un'impresa in un determinato periodo di tempo. Costituisce l'eccedenza delle entrate correnti (ricavi d'esercizio) sulle uscite monetarie correnti (costi di competenza del periodo di riferimento, che hanno generato un'uscita di cassa)

**Dcf (Discounted cash flows)**  
Metodo di valutazione di una società (e delle sue azioni) che si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa (cash flows) futuri che la società stessa sarà in grado di produrre. Questi flussi di cassa vengono «scontati» (cioè, attualizzati) per tener conto dei diversi momenti temporali in cui vengono conseguiti. Si tratta del principale metodo di valutazione usato per le società industriali

**Dividendo**  
Importo distribuito dalla società agli azionisti alla fine di un esercizio contabile, a

titolo di remunerazione del capitale investito (capitale di rischio)

**Dividendo/Prezzo (Yield)**  
Rapporto tra l'ultimo dividendo per azione pagato e l'ultimo prezzo dell'azione. È utilizzato come indicatore del rendimento immediato del titolo azionario

**Embedded value (Valore intrinseco)**  
Stima del valore del portafoglio Vita di una compagnia assicurativa, realizzata attualizzando il flusso di utili che verrà prodotto dalle polizze fino alla loro scadenza

**Ev/Ebit**  
Rapporto tra il valore di una società (Enterprise value) e l'utile operativo (Ebit, o Earning before interest and taxes). Per Enterprise value si intende la capitalizzazione di Borsa più l'indebitamento finanziario netto (nel caso di società indebitate), oppure la capitalizzazione di Borsa meno la liquidità netta (nel caso di società non indebitate). Il valore della società così calcolato rappresenta il prezzo che dovrebbe pagare chi volesse acquisire la società senza debiti

**Ev/Ebitda**  
Rapporto tra il valore di una società (Enterprise value) e il margine operativo lordo (Ebitda, o Earning before interest, taxes, depreciation and amortisation). Per

Margine operativo lordo si intende: Fatturato meno Costi operativi meno Costo del lavoro

**Ev/Sales**  
Rapporto tra il valore di una società (Enterprise value) e il fatturato (Sales). Questo multiplo di mercato viene utilizzato prevalentemente nella valutazione dei titoli di società che non realizzano ancora utili o che evidenziano un livello di utili molto contenuto

**Multiplo di mercato**  
Rapporto tra prezzo di mercato di un titolo e voci di bilancio dell'azienda emittente. Il confronto tra multipli di mercato di diverse società consente una valutazione finanziaria circa il prezzo di Borsa di un titolo rispetto alla quotazione di altri titoli appartenenti a società comparabili (comparables).

**Prezzo di mercato**  
Importo al quale è scambiato un titolo sul mercato: si determina dall'incontro tra domanda e offerta

**P/Bv (Price/Book value)**  
Rapporto tra il prezzo di mercato di un'azione e il valore della società risultante dal bilancio (valore di libro, o book value; coincide con il patrimonio netto per azione). Questo indicatore è spesso usato per ricavare

grandezze relative a una società attraverso un confronto con imprese simili

**P/Cf (Price/Cash flow)**  
Rapporto tra il prezzo di mercato di un'azione e il flusso di cassa per azione. Il rapporto P/Cf si utilizza per la valutazione di società operanti in settori caratterizzati da considerevoli investimenti iniziali, e quindi da valori rilevanti di ammortamento

**P/E (Price/Earning)**  
Rapporto fra il prezzo di mercato di un'azione e l'utile netto per azione. Indica quante volte il prezzo dell'azione incorpora gli utili attesi, e quindi quante volte l'utile di una società è contenuto nel valore che il mercato le attribuisce (comparables)

**Rendimento**  
Risultato economico di un investimento in titoli. Il rendimento si calcola considerando i flussi di cassa generati dall'investimento, nonché l'ammontare del capitale al termine del periodo di investimento. Per le azioni, il rendimento deriva in parte dall'aumento del prezzo del titolo (guadagni in conto capitale) e in parte dall'incasso dei dividendi

**Rischio di mercato (rischio sistematico)**  
Rischio in cui incorre chi ha investito in strumenti finanziari a seguito di variazioni dell'andamento generale del mercato. È misurato dal coefficiente Beta (vedi). Diverse sono le variabili di rischio che influenzano

l'andamento dei mercati: rischio di tasso d'interesse, dovuto a variazioni dei tassi d'interesse; rischio di cambio; commodity risk, legato alle variazioni nei prezzi delle merci, soprattutto metalli preziosi e prodotti energetici; rischio azionario, dovuto alla variabilità dei corsi azionari

**Roe (Return on equity)**  
Misura il rendimento contabile di un'azienda. È dato dal rapporto tra il reddito netto e il patrimonio netto di una società, risultanti dal bilancio di esercizio. In sostanza, questo indicatore misura la redditività del patrimonio netto, e quindi la capacità di remunerazione del capitale di rischio. Il Roe viene usato per effettuare un confronto su base storica, relativamente alla redditività del patrimonio netto di una stessa società in anni diversi; relativamente a uno stesso periodo di tempo, si confronta invece il Roe di una società con quello di altre imprese del medesimo settore (comparables)

**Roi (Return on investment)**  
Redditività operativa, che costituisce la misura della remunerazione del capitale investito in azienda a titolo di debito o di rischio. Il Roi misura la capacità di ottenere ritorni sugli investimenti

**Ros (Return on sales)**  
Misura la redditività delle vendite, ossia la capacità di ottenere elevati margini sulle vendite