

Dipartimento  
di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

Il Value Investing  
L'analisi fondamentale e  
l'investimento intelligente

Prof. Pierluigi Murro

---

RELATORE

Flavio Gurgo di Castelmenardo

Matr.230171

---

CANDIDATO

Anno Accademico 2020/2021



# Indice

---

<b>Introduzione.....</b>	<b>5</b>
<b>1 Value investing e teorie discordi .....</b>	<b>7</b>
1.1 Panoramica macroeconomica.....	7
1.2 Che cos'è il Value Investing .....	9
1.2.1 Investitore difensivo vs Investitore aggressivo .....	13
1.3 Investimento e speculazione.....	17
1.4. Obiezioni al Value Investing.....	20
1.4.1 Teoria dei mercati efficienti .....	20
1.4.2 Fair Game Model e Random Walk .....	22
1.4.3 Forme di efficienza del mercato .....	23
1.4.4 Capital Asset Pricing Model.....	23
1.4.5 Critiche al CAPM e modelli alternativi .....	25
1.4.6 Growth investing .....	28
1.5 Il value investing è ancora valido?.....	29
<b>2 Analisi fondamentale.....</b>	<b>33</b>
2.1 Graham screening .....	33
2.2 Selezione dei titoli .....	34
2.3 Analisi di Bilancio .....	34
2.3.1 Riclassificazione di bilancio.....	35
2.3.2 Indici finanziari.....	36
2.4 Valutazione aziendale complessiva .....	40
2.4.1 Efficienza manageriale e accenni di earnings management .....	43
2.5 Decisione di investimento .....	46
2.5.1 Valore intrinseco.....	47
2.5.2 Margine di sicurezza.....	49
2.6 Diversificazione.....	51

<b>3 Analisi pratica e calcolo del valore intrinseco .....</b>	<b>55</b>
3.1 Analisi e ricerca dei dati.....	55
3.2 Risultati.....	56
3.3 Commenti .....	71
<b>Conclusioni.....</b>	<b>75</b>
<b>Sitografia.....</b>	<b>78</b>
<b>Bibliografia.....</b>	<b>83</b>

---

## Introduzione

---

Il seguente elaborato si prefigge di trattare uno degli stili di investimento più in voga: il *Value Investing*. Tale teoria ha origini molto lontane nel tempo, che possiamo individuare negli anni successivi alla Grande depressione. Con i giusti aggiustamenti, dovuti all'evoluzione del settore economico, il *Value Investing* è tutt'oggi applicabile e soddisfacente nei risultati. L'obiettivo del mio lavoro non è quello di tessere le lodi di una teoria per la quale si sono già espresse personalità più note ed esperte, ma è quello di analizzare un segmento di un mondo dai più sconosciuto e temuto, attraverso una teoria che si pone il compito di eliminare il fattore psicologico che risiede in tutti, grazie ad un'analisi sui fondamentali delle aziende che consentono di individuare investimenti che consentano l'ottenimento di un premio (quasi) certo.

La mia trattazione si articolerà in tre capitoli. Nel primo discuterò, in linea generale, quali sono i principi cardine su cui si basa il *Value Investing* e le differenze principali dalle più importanti teorie antitetiche, cercando di individuare i punti a favore e contro e i motivi per cui il lungo periodo tenda a premiare coloro i quali si siano affidati pedissequamente al "manuale" del perfetto *value investor*.

Nel secondo analizzerò le fasi del processo che portano all'individuazione del miglior investimento possibile. L'analisi, definita fondamentale, va al di là dei documenti e dei numeri che sono strumenti propri, invece, di quella che viene definita analisi tecnica, ma si allarga allo studio della classe dirigenziale dell'azienda analizzata ed allo studio delle prospettive future.

Infine, nel terzo capitolo, metterò in pratica i concetti e le idee del *Value Investing*, per giungere alla fine all'individuazione di un valore intrinseco, ovvero un valore che risiede nei fondamentali, numerici e non, dell'azienda, e che rispecchia il reale valore di essa. Le stime che ho effettuato, si basano su dati individuabili nei bilanci delle società e sui principali siti che forniscono informazioni e studi degli analisti finanziari.



---

## Value investing e teorie discordi

### 1.1 Panoramica macroeconomica

In questo ultimo anno, la pandemia causata dal COVID-19 ha portato alla nascita di una crisi a livello mondiale che ha avuto grandissime ripercussioni nel nostro paese. Il Fondo monetario internazionale ha stimato un calo del PIL per l'Italia nel 2020, pari al 9.2%<sup>1</sup> e, a detta dell'OCSE, la ripresa sarà lenta e disomogenea. Dalla Grande Crisi Finanziaria iniziata nel 2007, con la crisi di Bear Sterns, il cui culmine è stato raggiunto poi nel 2008 con il fallimento di Lehman Brothers, Stati Uniti ed Europa ne sono usciti in modalità e tempistiche differenti e con conseguenze differenti. L'Europa, però, bisogna ricordare dovette sopportare due crisi, la seconda nel 2011-2012. Ciò fu dovuto all'adozione della sola politica monetaria espansiva, non combinata con una politica fiscale espansiva. L'Italia, in particolare, dovette sopportarne una terza nel 2013-2014. La politica monetaria adottata, così come nelle crisi precedenti, fu quella di tagliare il tasso di sconto che, per la prima volta nella storia, arrivò allo zero. La banca centrale statunitense, la FED, una volta raggiunto lo zero con il tasso di sconto, dovette attuare politiche economiche "non convenzionali", ovvero dovette immettere liquidità nel sistema per controllare il tasso di inflazione e per combattere la disoccupazione. La BCE ebbe invece l'unico compito di controllare il tasso di inflazione. Tra le politiche "non convenzionali" della BCE, la più famosa fu il *Quantitative Easing* che si basava sull'acquisto di titoli di stato e di altro tipo dalle banche per immettere nuovo denaro nell'economia europea, incentivare i prestiti bancari verso le imprese e far crescere l'inflazione che era invece in forte decrescita. Tale operazione ebbe inizio formalmente nel 2015, ma la politica monetaria espansiva iniziò con il *long-term refinancing operation*, nel 2011, con il quale vennero prestati alle banche circa 1000 miliardi di euro al tasso di interesse dell'1%. Circa ¼ di questa

---

<sup>1</sup> <https://www.ilsole24ore.com/art/1-fmi-migliora-stime-l-economia-globale-ma-taglia-oltre-due-punti-quelle-l-italia-2021-ADVkbFB>

cifra venne depositato presso la BCE nel conto delle riserve libere che, ai tempi, fruttava interessi per lo 0.75%. La BCE non ottenne i risultati sperati, ovvero il raggiungimento di un tasso di inflazione pari al 2%, poiché in tempi di crisi gli investimenti sono ridotti per paura e in attesa di una ripresa economica; questo peggiorò ulteriormente l'economia e portò alla cosiddetta spirale deflazionistica. Di conseguenza, la BCE tagliò il tasso sui depositi di riserve libere fino in negativo (tutt'oggi il tasso di interesse sui depositi è sotto lo zero) per incentivare le banche a non detenere liquidità ma ad immetterla nell'economia "reale". Il *deposit facility rate*, ovvero il tasso pagato alle banche che depositano i soldi nella BCE, è oggi pari a -0,50%.

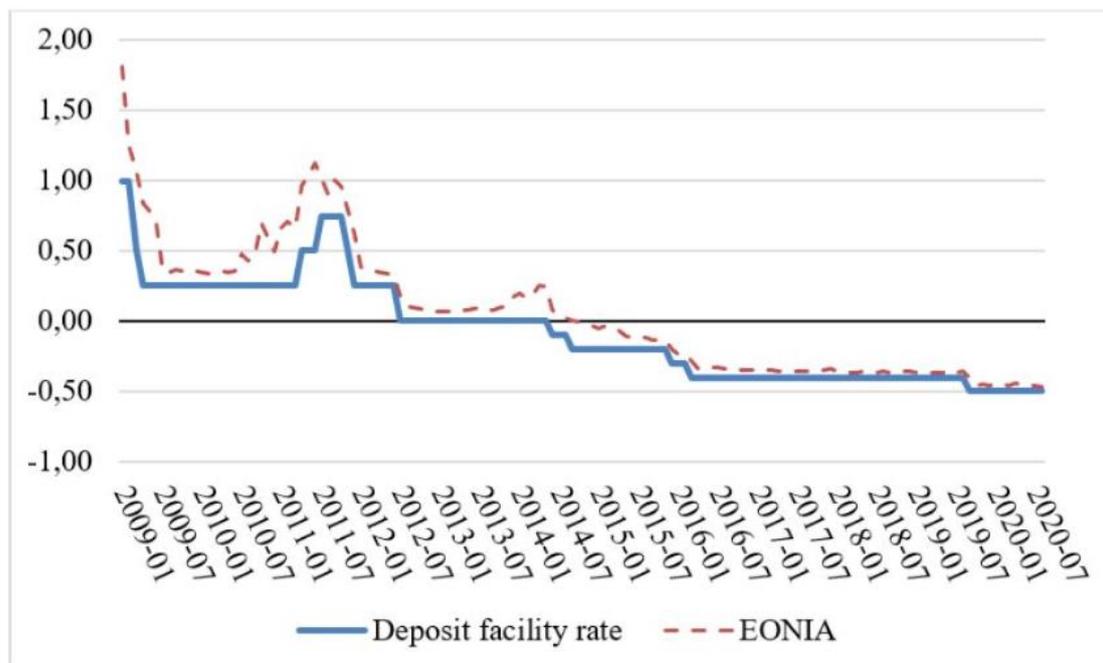


Figura 1.1, Fonte: Eticaeconomia

Il grafico riporta l'evoluzione del *deposit facility rate* negli anni seguenti allo scoppio della Grande Crisi Finanziaria.

L'imposizione di tassi di interesse negativi è una soluzione estrema per cercare di stimolare un'economia stagnante che porta con sé, però, dei risvolti negativi. I tassi di interesse sui mutui, ad esempio, sono vincolati ai tassi di interesse offerti dalla BCE, quindi una diminuzione di questi ultimi, causa una diminuzione dei tassi di interesse sui mutui e, quindi, ad una diminuzione degli introiti per la banca commerciale a cui consegue un peggioramento della sua stabilità finanziaria. Riguardo noi risparmiatori, a seguito di meno introiti, la banca deve di conseguenza ridurre le spese, cosa che andrà ad inficiare il rendimento dei nostri depositi. L'adozione di queste metodologie oltre all'introduzione di possibili commissioni, è un'attività più sicura di guadagno per le banche, rispetto all'alternativa di prestare denaro agli investitori ad un tasso di interesse più basso. Quindi i costi derivanti dai tassi di interesse negativi applicati dalla BCE, vengono rigirati direttamente ai risparmiatori ed alle aziende. Ciò rende meno efficiente mantenere i propri soldi nei conti correnti, e perciò necessita l'individuazione di nuove vie per utilizzare o conservare i propri soldi. Alla prima e poco

consigliata soluzione della “corsa al prelievo”, si sostituisce l’investimento in strumenti finanziari come azioni ed obbligazioni o titoli di stato. Questa continua corsa all’investimento in titoli, insieme alla creazione di nuova moneta, ha provocato il repentino aumento del costo dei prezzi delle azioni e delle obbligazioni. Ci si trova ad oggi con indici ai massimi assoluti ed obbligazioni che hanno raggiunto un prezzo tale da offrire dei rendimenti negativi. Investire in obbligazioni o in un conto corrente è un’ipotesi, quindi, da scartare in principio, poiché si rivelerebbe un costo. In questo periodo, anche il mercato azionario è *over-valued*. È in questo contesto di incertezza che rientra il *Value Investing*, una strategia di investimento prudentiale sul quale basare l’impiego del proprio denaro nel lungo termine

## 1.2 Che cos’è il Value Investing

Il *Value Investing* è una filosofia di investimento i cui padri fondatori furono Benjamin Graham e David Dodd, i quali per la prima volta enunciarono i principi di questa metodologia nella loro opera “Security analysis”. Tale tecnica di investimento, prevede l’acquisto di un titolo azionario ad un prezzo minore del valore intrinseco dello stesso. Si investe quindi in quelle società sottovalutate ma che mostrano un’ottima capacità di creare valore nel tempo. L’obiettivo è ottenere un margine di sicurezza tale da generare un buon rendimento o di coprire appieno gli eventuali ribassi.

Benjamin Graham, autore tra l’altro del celeberrimo “The intelligent investor”, riassume i concetti più importanti, che stanno dietro al ragionamento applicato nel *Value Investing*, in questa citazione:

*“Il mercato è un pendolo che oscilla per sempre tra l’insostenibile ottimismo (che rende le azioni troppo costose) e l’ingiustificato pessimismo (che le rende troppo economiche). L’investitore intelligente è un realista che vende agli ottimisti e compra dai pessimisti”*<sup>2</sup>.

È facile comprendere, quindi, che l’obiettivo del *value investor* dovrà essere influenzato dalle prospettive di lungo periodo piuttosto che dal *sentiment* del mercato.

Tra i più grandi investitori che hanno basato le loro strategie sulla base delle teorie del *Value Investing* è sicuramente importante ricordare Warren Buffett, considerato il più grande *value investor* di sempre, che fu allievo di Benjamin Graham quando quest’ultimo era professore alla Columbia Business School e successivamente dipendente dello stesso Graham nella sua Graham-Newman Corp.

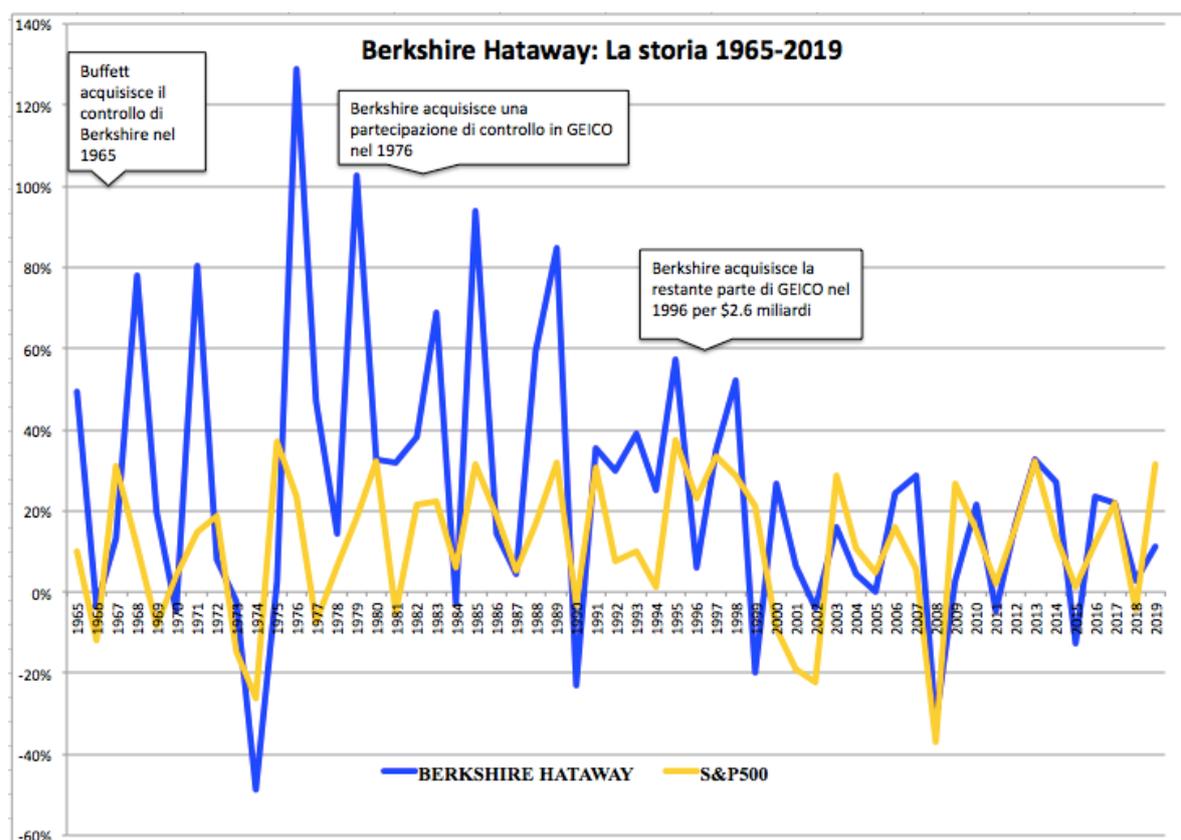
Di tale tipologia di investimento sono state date nel tempo svariate definizioni. In questo contesto è bene dare la definizione più tecnica fornita dal NASDAQ:

---

<sup>2</sup> Graham, B., The Intelligent Investor, 1973, HarperCollins, pg. xii

“In the context of asset management, mutual funds, and hedge funds, a style of investment that focuses on securities with low price to earnings ratios or low price to book ratios. Some of these securities are deemed cheap and are viewed by manager as having a lot of profit potential.”<sup>3</sup>

Da tale definizione sembrerebbe logico pensare che tutte le aziende quotate le quali abbiano bassi rapporti P/E e P/BV sarebbero di conseguenza ottime possibilità di investimento nel lungo periodo. Il *Value Investing* ha dimostrato di essere una tecnica di investimento di successo ed è stato dimostrato che l’acquisto di azioni nelle quali si riscontrano le caratteristiche sopra elencate, nel lungo periodo superino i risultati delle azioni *growth* e del mercato nel suo complesso<sup>4</sup>.



	Berkshire Hataway	S&P 500
Rendimento annuo composto	20,30 %	10%
Guadagno complessivo	2,744,062%	19,784%

Fonte: Report annuale di Berkshire (2019)

Nel grafico qui sopra si mostrano i rendimenti annui ottenuti dalla Berkshire Hataway (holding statunitense i cui ruoli di CEO e presidente sono rappresentati da Warren Buffett) dal 1965 anno in cui “l’oracolo di Omaha” ne acquisisce il controllo, e dello Standard & Poor 500, un indice di borsa statunitense di cui fanno parte

<sup>3</sup> <https://www.nasdaq.com/glossary/v/value-investing>

<sup>4</sup> [https://it.wikipedia.org/wiki/Value\\_investing](https://it.wikipedia.org/wiki/Value_investing)

le azioni di società contrattate al New York Stock Exchange (NYSE), all’American Stock Exchange (AMEX) e al Nasdaq. Berkshire Hathaway ha fornito un rendimento annuo composto che è stato il doppio di quello dello S&P 500 ed inoltre lo ha fatto con costanza, sopra-performando l’indice in 37 anni su 55. Negli ultimi anni è vero anche che i rendimenti sono sembrati molto più ordinari, in particolare negli ultimi due decenni.

È lo stesso Buffet che, però, va contro a la definizione basata unicamente sullo studio dei multipli. Egli infatti dichiara che “è meglio comprare un business meraviglioso ad un prezzo equo piuttosto che un business discreto ad un prezzo meraviglioso”. I multipli sono indicatori che mettono in relazione una serie di variabili riferite alle società in modo da renderle agevolmente e rapidamente confrontabili con quelle dei competitori<sup>5</sup>. Multipli bassi non comportano, però, necessariamente, che l’azienda sia sottovalutata. Essi possono essere anche sintomo di problematiche che possono essere permanenti o momentanee. L’analisi delle possibili azioni sottovalutate, quindi, non si ferma ai multipli ma è seguita da un’attenta e profonda valutazione delle società che emettono tali azioni, ed un acquisto guidato da un *buffer* (quello che abbiamo definito prima, margine di sicurezza).

L’investimento non è, per natura, una scienza esatta, e proprio per questo motivo che l’analisi oltre ad essere un elemento utile è anche essenziale. I lavori di analisi servono ad individuare il cosiddetto valore intrinseco dell’azienda, ovvero quel valore che è giustificato dai fatti come ad esempio le attività, i guadagni, i dividendi, le prospettive, distinti dalle quotazioni di mercato stabilite da manipolazioni artificiali o distorte da effetti psicologici<sup>6</sup>. Il valore intrinseco di un’azienda è determinato dalla sua capacità di guadagno. Esso rappresenta il valore teorico del titolo, che viene confrontato con la sua quotazione di mercato (valore effettivo)<sup>7</sup>. L’analisi ha, infatti, la finalità di valorizzare i titoli rispetto ai risultati economici e, di conseguenza, di verificare se la loro quotazione è sovrastimata (valore intrinseco minore del prezzo di mercato) o sottostimata (valore intrinseco maggiore prezzo di mercato)<sup>8</sup>. La formula fornitaci da Graham per il calcolo di questo valore è la seguente:

$$P = EPS \times (2g + 8,5) \times \frac{Y}{C}$$

dove EPS indica gli utili per azioni, ovvero l’utile netto a disposizione per ciascuna azione, calcolato sottraendo i dividendi privilegiati all’utile netto e dividendo la differenza per il numero medio di azioni emesse in circolazione; g è la crescita media per anno auspicabile nel lungo periodo; 8,5 indica il P/E di un’azienda con zero crescita; Y/C è il rapporto tra il rendimento di un’obbligazione della società e la cedola a cui è stato

<sup>5</sup> <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/imultipli.htm>

<sup>6</sup> Graham, B. Dodd, D. , *Security Analysis: Sixth Edition*, McGrawHill, 2012

<sup>7</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/prezzo-teorico.html>

<sup>8</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/fair-value.html>

emesso. Questa formula è sicuramente un ottimo punto di partenza ma è comunque importante non focalizzarsi, sia perché stiamo parlando di un modello matematico alquanto datato, essendo stata pubblicata l'ultima edizione di "The intelligent investor" nel 1973, sia perché non prende in considerazione altri parametri importanti come il *free cash flow* dell'azienda e la sua redditività. Si è soliti dire che Wall Street è quel luogo in cui tutti conoscono il prezzo di tutto, ma il valore di nulla. Il prezzo non va visto come un indicatore del rischio o della qualità dell'investimento, ma è da guardare soltanto in relazione al valore, poiché senza di esso è solo un numero<sup>9</sup>.

Investire è tanto un'arte quanto una scienza, di conseguenza gli investitori usufruiscono di un margine di sicurezza. Il margine di sicurezza consente di acquisire a prezzi scontati al fine di correggere gli errori umani. Ogni giorno si possono avere numerose fluttuazioni sia al rialzo che al ribasso e l'investitore, ogni qualvolta le sue analisi mostrino che il prezzo di un titolo è sceso sufficientemente, stabilirebbe allora che è il momento adatto per comprare, così come se il prezzo diventasse elevato dovrebbe sfruttarlo per trarne profitto, ricordandosi sempre che "*price is what you pay, value is what you get*"<sup>10</sup>. Il mercato infatti, che è composto da investitori e quindi essere umani, è spesso emotivo e reagisce in modo eccessivamente euforico o pessimista in base a determinate situazioni. L'importante è attenersi alla propria valutazione e non ai numeri che vengono assegnati dal mercato.



Figura 1.2.1 Metodo value investing

Per riassumere i principi che deve portare avanti un *value investor* riporto una parabola che B. Graham enuncia nella sua opera:

<sup>9</sup> G. Ferrari, Value Investing, ed. Hoepli, 2015, pg. 19

<sup>10</sup> 2008 Berkshire shareholder letter, pg. 5

*“Immagina di possedere una piccola quota azionaria di un’azienda privata e di averla pagata \$1.000. Uno dei tuoi soci, chiamato Mr. Market, è un uomo molto solerte. Ogni giorno ti dice quanto pensa che valgano le tue azioni e inoltre si offre di comprartene o vendertene altre sulla stessa base. A volte la sua idea di valore appare plausibile e giustificata dall’andamento e dalle prospettive dell’azienda per come la conosci. Spesso, invece, Mr. Market lascia che il suo entusiasmo o le sue paure prendano il sopravvento su di lui, e il valore che propone sembra rasentare la follia. Se sei un investitore prudente o un uomo d’affari ragionevole lascerai che la quotazione quotidiana di Mr. Market determini la tua opinione sul valore di mille dollari dell’azienda? Solo nel caso in cui sei d’accordo con lui, o nel caso in cui tu voglia negoziare con lui. Potresti essere felice di vendergli le tue azioni quando ti comunica un prezzo assurdamamente alto, e sarai altrettanto lieto di comprare da lui quando il suo prezzo è basso. Ma per il resto del tempo farai meglio a farti delle tue idee sul valore dei tuoi titoli, sulla base di rapporti approfonditi in cui l’azienda comunica le sue attività e la sua posizione finanziaria.”*<sup>11</sup>

## 1.2.1 Investitore difensivo vs Investitore aggressivo

Quanto si è propensi al rischio? L’idea generale è che il tasso di rendimento a cui l’investitore debba puntare, debba essere proporzionale al livello di rischio che è disposto a correre. Graham vede rischi anche nella modalità di agire e di pensare delle persone e quindi il rendimento al quale un investitore decide di puntare, dipende dallo sforzo che è disposto a profondere per raggiungere il suo obiettivo<sup>12</sup>. Da tale idea individuiamo due principali tipologie di investitore:

- Difensivo (passivo)
- Aggressivo (intraprendente)

Con investimento passivo intendiamo una strategia che massimizza il ritorno, minimizzando l’acquisto e la compravendita di titoli. In generale l’investitore passivo dovrebbe ripartire i propri fondi tra obbligazioni *high-grade* e azioni ordinarie *high-grade*. Negli ultimi anni ha sempre preso più piede l’*index investing*, per cui gli investitori acquistano un *benchmark* rappresentativo, come ad esempio l’indice S&P 500, e lo detengono su un orizzonte temporale lungo<sup>13</sup>. Un *index fund* ha lo scopo di replicare un indice di mercato.

<sup>11</sup> Graham, B., *The Intelligent Investor*, 1973, HarperCollins, pgg 186-187

<sup>12</sup> Graham, B., *The Intelligent Investor*, 1973, HarperCollins, pg. 69

<sup>13</sup> <https://www.investopedia.com/terms/p/passiveinvesting.asp>

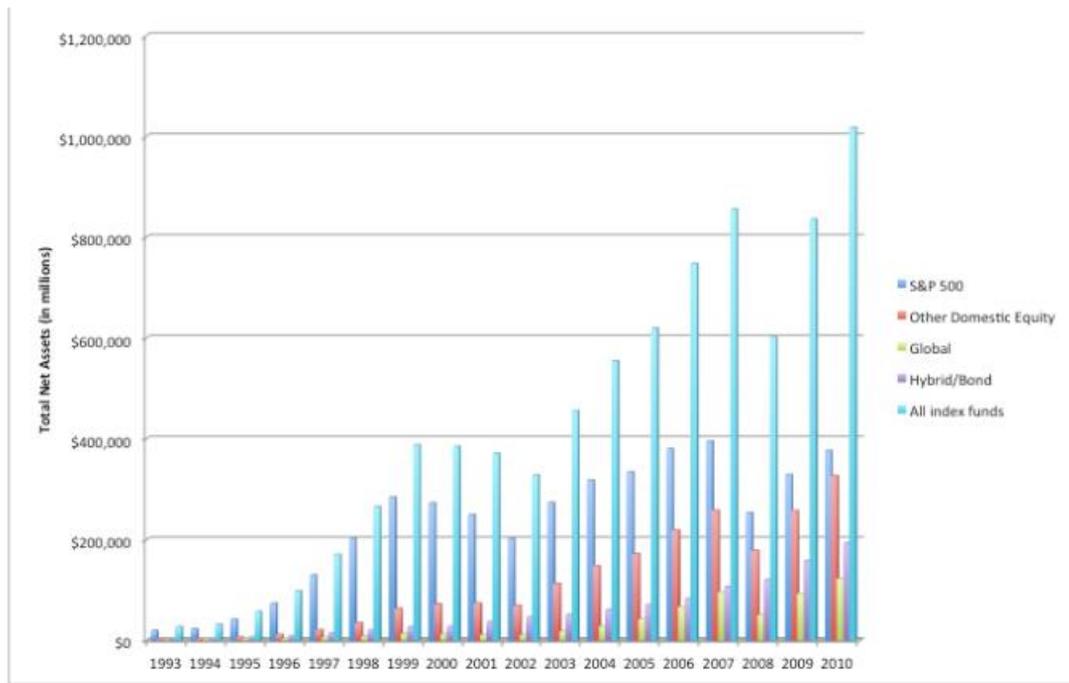
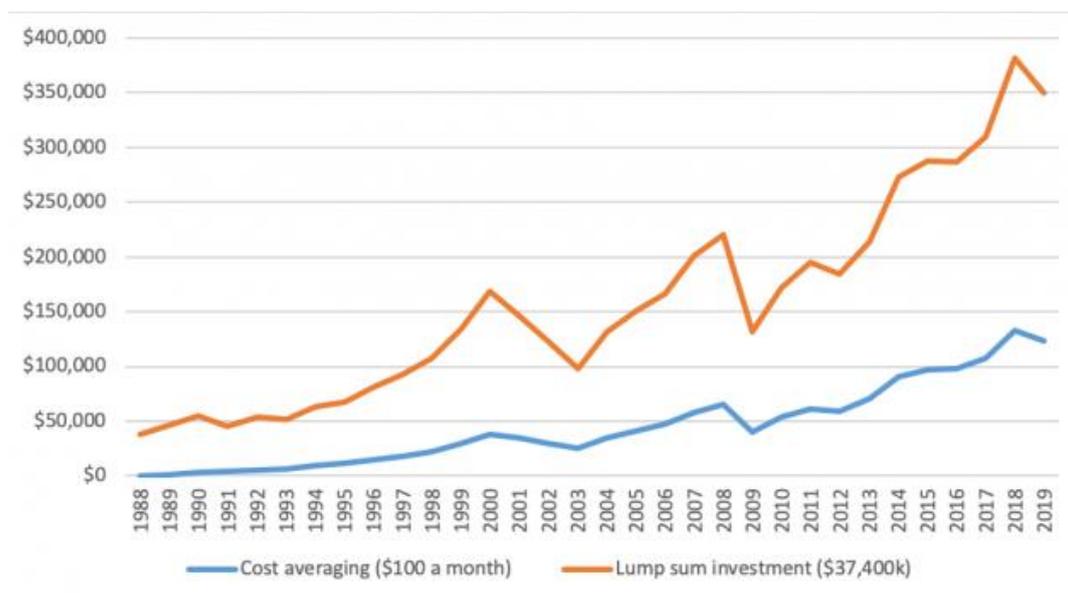


Figura 1.2.2 Fonte: Damodaran A., The Case For Passive Investing

La figura qui in alto mostra la crescita avuta negli anni dall'*indexing*, che conferma come l'investimento passivo sia diventato una tipologia popolare.

L'investitore difensivo è quindi colui che è interessato primariamente alla sicurezza ed alla libertà. L'idea principale di questo approccio è una sola: non perdere soldi. I metodi di investimento passivo, infatti, tendono ad evitare le commissioni grazie alla strategia *buy and hold*. Il ritorno è generalmente, di conseguenza, al di sotto di quello del mercato. L'investimento passivo porta con sé, però, il rischio totale di mercato dato dal fatto che gli *index fund* monitorano l'intero mercato. Sono, infine, molto limitati poiché essi si riferiscono ad un insieme di investimenti con poca o nessuna varianza. Un'altra metodologia possibile per l'investitore difensivo consiste nel *dollar cost averaging*. Tale strategia, che è alla base del meccanismo dei PAC (Piani di Accumulo del Capitale), consiste nel realizzare piccoli investimenti ad intervalli regolari per lunghi periodi di tempo. Soprattutto nei mercati volatili, il *dollar cost averaging*, aiuta gli investitori ad evitare gravi perdite nel breve periodo. In tal modo si annulla il rischio di ottenere un risultato estremo sia positivo che negativo.



**Figura 1.2.3, Fonte Schroders**

L'immagine riportata qui in alto indica le due differenti performance nel caso in cui si avesse investito una somma pari a \$37.400 nel fondo MSCI world o con la strategia *dollar cost averaging* o con un *lump sum* (importo intero in una sola volta).

Tutti dovrebbero inoltre mantenere una parte dei propri fondi nella componente obbligazionaria: un ammortizzatore che aiuta ad avere il coraggio a lasciare il resto in azioni. Importante è tenersi alla larga dalle obbligazioni *high yield*, ovvero titoli ad alta redditività emessi da società private in difficoltà finanziaria. Ricollegandoci al discorso dell'*index investing*, oggi è possibile mettere insieme un portafoglio composto da fondi indicizzati ed ETF (*exchange traded fund*, particolari fondi di investimento a gestione passiva<sup>14</sup>), per creare qualsiasi esposizione di mercato che si desideri in titoli, obbligazioni o materie prime. Ciò che porta le persone ad essere degli investitori passivi è la consapevolezza della non sicurezza dei ritorni dagli investimenti, cosa che non può essere messa da loro in conto a causa di loro possibili e personali situazioni che possono essere di ogni genere, da quelle patrimoniali, a quelle familiari.

Chi è pronto a dedicare tempo ed impegno al suo portafoglio, viene classificato nella categoria dell'imprenditore intraprendente. Egli è propenso ad impegnare più tempo e più energie al solo scopo di ottenere risultati sopra la media. Possiamo individuare tre tipi di attività caratteristiche dell'imprenditore intraprendente:

- acquistare in mercati bassi e vendere in mercati alti;
- comprare *growth stock* attentamente selezionate;
- comprare *bargain issues* (prezzo d'occasione).

<sup>14</sup> <https://www.moneyfarm.com/it/etf/>

Escludendo il secondo punto riguardante l'acquisto delle *growth stock*, che analizzerò in seguito, concentriamoci ora sugli altri due.

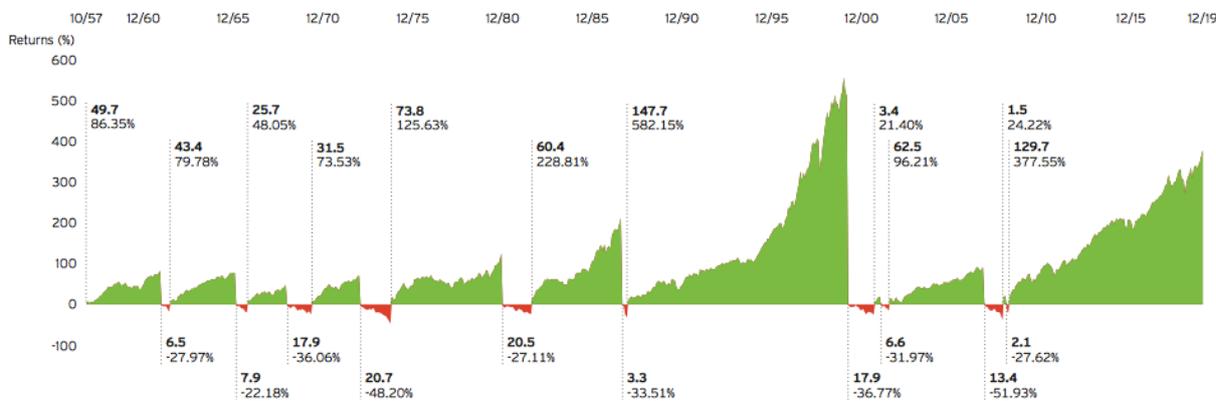
Un'ottima azienda non è un ottimo investimento se le azioni costano troppo. È idea diffusa che più un titolo è salito, più è probabile che continui a salire. Ciò sta a significare che l'acquisto di un determinato titolo dipenda più da un "seguire la moda" che da un'attenta e dettagliata analisi dei dati. Ma la moda ha la tendenza naturale a invertirsi nel tempo. Prevedere o anticipare i movimenti del mercato è un'attività che non trova conferma né nell'esperienza né nella logica per un investitore medio, ma è suo dovere trarne vantaggio. I cicli di mercato possono essere riassunti in due macro fasi:

- *bull market* (fase rialzista);
- *bear market* (fase rialzista).

I mercati toro e i mercati orso prescindono dall'analisi dei fondamentali e riguardano tutti i settori.

Con *bull market* ci si riferisce ad un periodo di mercato prolungato in cui un investimento ha prezzi che aumentano più velocemente della media storica. Tipicamente è caratterizzato da un rialzo del mercato azionario di almeno il 20% rispetto al suo precedente basso<sup>15</sup>.

Il *bear market* è invece un periodo di mercato prolungato in cui un investimento ha prezzi che cadono. Tipicamente è caratterizzato da una caduta del mercato azionario pari ad almeno il 20% rispetto al suo precedente alto<sup>16</sup>.



**Bull and bear facts<sup>1</sup>**

Average gain in bull market:	+158.52%
Average length of bull market:	1,742 days
Average loss in bear market:	-33.18%
Average length of bear market:	363 days

Figura 1.2.4, Fonte: Invesco Consulting

<sup>15</sup><https://www.invesco.com/usrest/contentdetail?contentId=049233173f5c3510VgnVCM100000c2f1bf0aRCRD&audienceType=investors>

<sup>16</sup><https://www.invesco.com/usrest/contentdetail?contentId=049233173f5c3510VgnVCM100000c2f1bf0aRCRD&audienceType=investors>

Nel grafico qui riportato vengono mostrati i *bull market* e i *bear market* dello S&P 500. Il mercato dal 1957 al 2019 è stato, in media, ribassista per 363 giorni consecutivi e rialzista per 1.742 giorni consecutivi.

Monitorando i mercati diventa facile per l'investitore intraprendente attuare la strategia "compra basso vendi alto", senza però dimenticare la propria analisi dei dati.

Il *sentiment* del mercato porta sempre molti a vendere quando i prezzi crollano e a comprare quando salgono. "L'investitore che si lascia travolgere dal fuggi fuggi o si preoccupa troppo per un calo ingiustificato dei suoi titoli, trasforma stupidamente il suo vantaggio basilare in un basilare svantaggio"<sup>17</sup> ci ricorda B. Graham. Nella prospettiva di lungo periodo le fluttuazioni quotidiane o anche mensili del famoso Mr. Market sono irrilevanti e da sfruttare per allargare la propria posizione, spendendo di meno.

Con *bargain issues* si intende un titolo che abbia un valore superiore al prezzo al quale viene venduto, in base ai fatti emersi dalle analisi ("Comprare un dollaro per cinquanta centesimi"<sup>18</sup>). Tali prezzi di occasione si verificano, solitamente, quando vi è una crisi di liquidità, ovvero quando le attività sono vendute ad un prezzo inferiore al loro *fair value*. Uno dei più famosi acquisti a prezzo d'occasione fu l'acquisizione da parte di Barclays, nella tumultuosa crisi dei mutui sub-prime nel 2008, delle operazioni di *investment banking* nel Nord America della banca di investimento Lehman Brothers, per 250 milioni di dollari.

### 1.3 Investimento e speculazione

Un'ulteriore distinzione riguardo le tipologie di investitori, riguarda l'attività che essi svolgono. Si individuano due categorie: investimento e speculazione.

Con investimento intendiamo "ogni attività che, dopo un'analisi approfondita, promette la sicurezza del capitale ed un rendimento adeguato"<sup>19</sup>. Tutte le operazioni che invece non rientrano in questa categoria, fanno parte della speculazione. Nella breve analisi che affronterò riguardo la differenza che intercorre tra investimento e speculazione, i fattori che verranno presi in considerazione saranno rischio, criteri di decisione, orizzonte temporale, atteggiamento degli investitori.

Entrambe queste operazioni hanno lo stesso scopo, ovvero arrivare ad ottenere un utile. La differenza principale sta invece nelle modalità di raggiungimento dell'utile.

---

<sup>17</sup> Graham B., *The Intelligent Investor*, HarperCollins, 1973, pg.185

<sup>18</sup> Klarman S., *Margin of Safety*, 1991, HarperCollins, pg. 64

<sup>19</sup> Graham B., *The Intelligent Investor*, HarperCollins, 1973, pg.1

“Gli investitori giudicano il prezzo di mercato in base a standard consolidati di valore”<sup>20</sup>. L’analisi fondamentale è alla base dell’investimento poiché l’investitore è colui il quale, con l’acquisto di un determinato titolo, esprime la sua volontà di diventare proprietario di una società e guadagnare insieme ad essa. Importante è da notare come all’interno della definizione che ci viene fornita da B. Graham riguardo l’investimento, non viene inclusa la parola rischio. È ovvio che una percentuale di rischio sia presente all’interno dell’attività di investimento, ma la probabilità di perdere l’intero importo investito è una delle più importanti differenze con l’attività speculativa. Obiettivo dell’investitore è quello di acquistare attività finanziarie al fine di ottenere dal loro impiego, nel lungo periodo, profitti che possono essere sotto forma di reddito come ad esempio dividendi o rendite di vario tipo, oppure sotto forma di plusvalenza attraverso la cessione delle attività finanziarie nel momento in cui esse abbiano avuto un apprezzamento del loro valore. L’ottica di lungo periodo, appartenente per antonomasia all’investitore, è dovuta al fatto che essi ritengono che nel lungo periodo i titoli tendano a riflettere gli sviluppi fondamentali che coinvolgono le attività sottostanti. L’investimento possiamo dire è quindi un “consumo differito nel tempo”<sup>21</sup>, poiché rinuncio ad un consumo immediato per poterla impiegare in futuro. “Avendo confidenza nelle proprie analisi e giudizi, un investitore risponde alle forze di mercato in maniera razionale e non emotiva”<sup>22</sup>.

Come detto in precedenza, l’obiettivo ultimo della speculazione non differisce da quello dell’attività di investimento, ovvero l’ottenimento di un profitto. La strategia adottata per arrivare al suo scopo è sicuramente più aggressiva. “Gli speculatori basano i loro standard di valore sul prezzo del mercato”<sup>23</sup>. Il loro giudizio sui movimenti futuri dei prezzi si basa su una previsione del comportamento degli altri investitori. La speculazione è una transazione finanziaria che ha un notevole rischio di perdere tutto, ma con l’aspettativa di un guadagno significativo. Gli investimenti speculativi possono occupare un posto nel portafoglio degli investitori ma ciò dovrebbe essere basato, ovviamente, sulla loro propensione al rischio. L’attività speculativa non deve essere del tutto rigettata. Uno degli investitori di maggior successo, George Soros, è considerato uno dei più eccezionali speculatori. Viene riconosciuto come “l’uomo che ha sbancato la Banca d’Inghilterra e la Banca d’Italia”<sup>24</sup> quando il 16 settembre 1992, attestando come veritiere le dichiarazioni della Bundesbank, in base alle quali la banca tedesca non avrebbe sostenuto la valuta italiana, vendette lire allo scoperto (*short selling*) comprando dollari. Tale azione costrinse la Banca d’Italia a vendere 48 miliardi di dollari di riserve per sostenere il tasso di cambio ma che portò ad una svalutazione della nostra moneta del 30% (uguale operazione fu svolta con la sterlina)<sup>25</sup>. Tale operazione rientra nella categoria di speculazione che B. Graham

---

<sup>20</sup> Graham, B. Dodd, D. (2012) *Security Analysis: Sixth Edition*, McGrawHill, p. 310

<sup>21</sup> <https://www.professionefinanza.com/investire-e-speculare-le-differenze/>

<sup>22</sup> Klarman S., *Margin of Safety*, 1991, HarperCollins, pg. 14

<sup>23</sup> Graham, B. Dodd, D. (2012) *Security Analysis: Sixth Edition*, McGrawHill, p. 310

<sup>24</sup> [https://it.wikipedia.org/wiki/George\\_Soros](https://it.wikipedia.org/wiki/George_Soros)

<sup>25</sup> George Soros, lo speculatore (non) pentito: "Giusto l'attacco all'Italia del 1992. Noi solo messaggeri di cattive notizie" | L'HuffPost ([huffpost.it](https://huffpost.it))

definisce “intelligente”, ovvero in grado di dare il giusto peso alle informazioni che si riceve e di muoversi sempre in base ad un margine di sicurezza. Bisogna anche pensare al lato benefico della speculazione dato dal fatto che senza di essa, nuove aziende che non hanno ancora dimostrato il loro valore non potrebbero mai emergere. Lo speculatore stupido si può invece definire come una foglia al vento degli umori del mercato, che si assume dei rischi senza essere a conoscenza della reale situazione ma affidandosi esclusivamente ai trend sui quali B. Graham dà la propria opinione:

*“Recentemente è stata posta una crescente importanza sui trend dei guadagni. [...] Mentre un trend visto nel passato è un fatto, un “trend futuro” è solamente un’assunzione. [...] Nel tempo in cui il trend è divenuto evidente, le condizioni potrebbero essere già mature per un nuovo cambiamento”<sup>26</sup>.*

Un esempio della storia recente è lo scoppio della bolla dei titoli dot.com nei primi anni duemila. A metà degli anni '90, si formò una bolla speculativa legata alla scoperta di nuove tecnologie informatiche, le *dot.com companies*. L’euforia generale alimentò ingenti acquisti di titoli “.com” (era sufficiente individuare tale denominazione nel *ticker* per decidere di investire in un titolo azionario) senza guardare le informazioni espresse dai tradizionali indicatori di redditività. Nel 2000, sul finire di marzo, i bilanci delle aziende mostravano risultati deludenti. A seguito di continui risultati al di sotto delle aspettative, la bolla speculativa scoppiò poiché l’euforia degli investitori era venuta meno e l’investimento in queste società si rivelò non profittevole.



Figura 1.3.1, Fonte: [www.risparmiamocelo.com](http://www.risparmiamocelo.com)

La figura sopra riportata, mostra il grafico del NASDAQ, l’indice dei principali titoli tecnologici della borsa americana, il quale registrò una crescita di circa 377% in soli 4 anni. A livello di numeri, l’indice passò dai

<sup>26</sup> Graham B., *The Intelligent Investor*, 1973, HarperCollins, pg. 84

1058,69 punti nel 1996 fino ad un massimo, raggiunto agli inizi del 2000, di 5048 punti. Successivamente, agli albori del 2003, il NASDAQ tornò ai livelli del 1996.

A livello generale, trovo interessante il seguente passaggio della lettera agli *shareholders* della Berkshire Hathaway Inc. del 2017 riguardo le differenze di visione tra la categoria degli investitori e quella degli speculatori: *“Io e Charlie vediamo le azioni che la Berkshire possiede come interessi diretti nel business, e non come ticker symbols che devono essere comprati o venduti basandosi sui loro “grafici”, sui prezzi “target” degli analisti oppure sulle opinioni di media o esperti. Invece, crediamo semplicemente che se le attività delle imprese avranno successo (come crediamo che sarà) anche i nostri investimenti avranno successo. alcune volte il payoff sarà modesto; occasionalmente potranno essere sopra le aspettative. Alcune volte commetterò errori costosi. Nel complesso – e nel corso del tempo – dovremmo conseguire risultati rispettabili”*<sup>27</sup>.

Questo estratto della lettera inviata agli *shareholders* della Berkshire Hathaway Inc. nel 2017, riassume molti dei principi del *Value investing*: ottenere dei buoni risultati non è una certezza, anzi. Esistono due diktat che un investitore deve porsi per avvicinare le proprie previsioni riguardo ad ipotetici scenari futuri:

1. Lo studio approfondito e meticoloso della società nella quale si vuole orientare il proprio investimento;
2. La forza mentale di non riporre troppa confidenza nelle proprie considerazioni, le quali possono variare da un momento all'altro

## **1.4. Obiezioni al Value Investing**

La teoria del *Value Investing*, come detto, si basa su una non perfetta informazione che fa sì che il prezzo delle azioni non corrisponda al reale valore della azienda. Tale concezione si va a scontrare con una delle più importanti teorie economiche: la teoria dei mercati efficienti.

In opposizione al *Value Investing* troviamo, inoltre, anche un altro stile di investimento, il *growth investing*, orientamento basato sulla ricerca di aziende in crescita in settori in crescita<sup>28</sup>.

### **1.4.1 Teoria dei mercati efficienti**

La teoria dei mercati efficienti nasce dagli studi dell'economista americano Eugene Fama. Tale teoria si basa su un'assunzione generale: il mercato fornisce in qualsiasi momento i prezzi dei titoli riflettono pienamente

---

<sup>27</sup> 2017 Berkshire shareholder letter, pg.10

<sup>28</sup> <https://www.soldionline.it/guide/grandi-investitori/growth-investing-10-consigli>

tutte le informazioni disponibili <sup>29</sup>. A partire da questa definizione di mercato efficiente, sorge spontanea la riflessione secondo la quale nessun investitore sarebbe in grado in questo modo di battere il mercato utilizzando una qualsivoglia strategia di investimento.

Contrariamente all'opinione popolare, l'efficienza del mercato non richiede che il prezzo di mercato sia uguale al valore reale in ogni momento. Tutto ciò che richiede è che gli errori nel prezzo di mercato siano imparziali, ovvero che i prezzi possano essere superiori o inferiori al valore reale, purché queste deviazioni siano casuali <sup>30</sup>. Tale affermazione implica che gli stock siano sottovalutati o sopravvalutati in qualsiasi momento e che tali scostamenti non siano corretti con qualsiasi variabile osservabile.

Una delle più importanti tesi a favore della teoria dei mercati efficienti, va contro ad uno dei principi del *Value Investing*: “*buying low and selling high*”. A tal proposito riporto le idee esposte da Robert Shiller, economista statunitense, considerato uno dei padri della finanza comportamentale <sup>31</sup>, che respinge la teoria economica classica, la quale si basava sulla razionalità delle scelte degli individui. Nella sua opera “*Attempts to rationalize exuberance*”, egli enuncia i “*basic arguments that markets are efficient and that prices are random walks*” <sup>32</sup>. R. Shiller reputa inefficace il metodo del *Value Investing* poiché bisogna competere con degli investitori più intelligenti che vengono definiti “*smart investors*”, ovvero gli investitori istituzionali, esperti di mercato, banche centrali ed altri professionisti che sono esperti ben informati con una comprensione più completa del mercato, che hanno la possibilità di spostare capitali ingenti <sup>33</sup>. Le conclusioni finali, riguardo l'intervento degli *smart investors*, sono quindi due <sup>34</sup>:

- in accordo con la teoria dei mercati efficienti, si riallineerebbero immediatamente i prezzi delle azioni al loro valore intrinseco, che avevano subito un discostamento dovuto all'azione degli agenti irrazionali;
- si otterrebbero, grazie alla continua ripetizione di questo comportamento che possiamo definire “correttivo”, profitti molto elevati, che porterebbero gli *smart investor* ad assumere un ruolo molto influente, che potrebbe portare alla totale eliminazione di questo disallineamento dei prezzi.

Ciò però non è quello che si è riscontrato nella realtà poiché, come lo stesso Shiller ricorda, vi sono stati decenni in cui il valore intrinseco non era riscontrabile nei prezzi.

Accanto all'assunto di base che ogni titolo rispecchi il suo valore fondamentale, possiamo trovare un concetto esplicitato attraverso una frase di Milton Firedman: “*no free lunch*”, ovvero l'inesistenza di una strategia di investimento che permetta di ottenere un rendimento superiore a quello associato al rischio che ci si è assunti.

<sup>29</sup> E. F. Fama, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, The Journal of Finance, May, 1970, Vol. 25, No. 2

<sup>30</sup> La casualità implica che vi è la stessa probabilità che le azioni siano sopravvalutate o sottovalutate

<sup>31</sup> [https://it.wikipedia.org/wiki/Robert\\_Shiller](https://it.wikipedia.org/wiki/Robert_Shiller)

<sup>32</sup> R. Shiller, Attempts to rationalize exuberance, Princeton University Press, 2005, pg. 172

<sup>33</sup> <https://www.investopedia.com/terms/s/smart-money.asp>

<sup>34</sup> R. Shiller, Attempts to rationalize exuberance, Princeton University Press, 2005, pgg. 172-173

## 1.4.2 Fair Game Model e Random Walk

L'affermazione che definisce che i prezzi riflettono pienamente l'informazione disponibile, necessita di un modello che lo spieghi in modo più dettagliato. La maggior parte dei modelli che fornivano una spiegazione, si basavano sul rendimento atteso con l'unica differenza nella modalità di definizione del rischio. Ad ogni modo, questi modelli possono essere riassunti come segue:

$$E(\tilde{p}_{j,t+1} | \Phi_t) = [1 + E(\tilde{r}_{j,t+1} | \Phi_t)] p_{j,t}^{35}$$

E = valore atteso;

$p_{j,t}$  = prezzo del titolo j al tempo t;

$\tilde{p}_{j,t+1}$  = prezzo del titolo al tempo t+1 (con il reinvestimento intermedio di eventuali incassi dal titolo);

$\tilde{r}_{j,t+1}$  = rendimento percentuale uniperiodale, calcolato come  $\frac{(p_{j,t+1} - p_{j,t})}{p_{j,t}}$ ;

$\Phi_t$  = simbolo utilizzato per indicare un qualsiasi set di informazioni che si presume siano completamente riflesse nel prezzo al tempo t.

Le ipotesi sottostanti a tale modello sono le seguenti:

- è possibile esprimere le condizioni di equilibrio di mercato in termini di valori attesi;
- in base alle informazioni disponibili è possibile formulare il rendimento atteso.

Attraverso una serie di tecniche statistiche, E. Fama nella sua opera dimostra come il valore degli extraprofiti sia zero e che qualsiasi grado di efficienza del mercato non porti alcun tipo di vantaggio a nessun operatore. Ciò è dovuto al fatto che i prezzi si muovono seguendo un percorso casuale (*random walk*), teoria formulata da Maurice Kendall, secondo la quale i mercati funzionano come se fossero governati da una legge casuale, in quanto le informazioni, che fanno variare i mercati medesimi, impattano in maniera non prevedibile e quindi casuale. Giungiamo quindi alla conclusione che il prezzo di un qualsiasi strumento finanziario è imprevedibile e la previsione del suo prezzo successivo dovrà essere sviluppata unicamente in base al prezzo precedente e alle nuove informazioni che si hanno a disposizione. Possiamo definire quindi il mercato una sorta di *fair game* (gioco equo), che consiste in un investimento senza premio per il rischio<sup>36</sup>. Secondo tale teoria, quindi, l'unico motivo per cui qualcuno vince sul mercato è la casualità<sup>37</sup>.

---

<sup>35</sup> E. F. Fama 1970. Efficient capital market: a review of theory and empirical work, pg 384

<sup>36</sup> <https://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Fair+game>

<sup>37</sup> <http://193.205.144.19/dipartimenti/distateq/garofalo/emh.pdf>

### 1.4.3 Forme di efficienza del mercato

I mercati competitivi seguono, come si è visto, un percorso casuale. Infatti, se le variazioni di prezzo odierne potessero essere sfruttate per prevedere le variazioni di prezzo future, le possibilità di ottenere facili guadagni sarebbero infinite. Il problema risiede nel fatto che, nei mercati competitivi, i facili guadagni non possono perdurare, poiché il tentativo degli investitori di trarre un qualsiasi vantaggio dall'informazione sui prezzi passati, porta questi ultimi ad aggiustarsi annullando quindi ogni possibilità di profitto. Infatti, nel momento in cui gli investitori cercheranno di trarre vantaggio dall'informazione sui prezzi passati, i prezzi si aggiusteranno immediatamente annullando così qualsiasi opportunità di profitto. Gli andamenti sistematici nei prezzi, quindi, verranno meno una volta riconosciuti e, di conseguenza, qualsiasi variazione di prezzo in un periodo sarà indipendente da quelle nel periodo successivo, il che porta il prezzo delle azioni a seguire un *random walk*.

È possibile, però, individuare tre diverse forme di efficienze di mercato a seconda del grado di informazione riflessa nei prezzi dei titoli:

- efficienza debole, i mercati riflettono completamente ed istantaneamente tutte le informazioni sull'andamento passato degli stessi. Ciò sta a significare che non si possono ottenere dei rendimenti superiori a quelli medi del mercato utilizzando la storia dei prezzi per prevedere i comportamenti futuri. Questa assunzione la possiamo ritrovare nei presupposti del Value investing; entrambe, infatti, sembrano concordare sull'evidenza che i risultati passati non possono essere considerati la fonte esclusiva sulla quale basare le indicazioni relative alle performance future.
- efficienza semi-forte, gli investitori basano le proprie aspettative sui prezzi futuri dopo essere venuti a conoscenza di tutte le informazioni di pubblico dominio. Nelle informazioni pubbliche disponibili è possibile individuare anche quelle relative all'andamento passato dei prezzi,
- efficienza forte, i prezzi correnti riflettono interamente ed istantaneamente qualsiasi tipo di informazione, che sia essa pubblica o privata (neanche coloro che sono interni all'azienda, i quali hanno accesso ad informazioni privilegiate, sarebbero in grado di battere il mercato usando le informazioni messe a loro disposizione). Nel caso in cui tale teoria si rivelasse corretta, allora non vi sarebbe alcuna differenza tra il valore intrinseco di un'azienda ed il suo prezzo sul mercato.

### 1.4.4 Capital Asset Pricing Model

Al fine di verificare la piena efficacia della teoria dei mercati efficienti, è necessario utilizzare un modello di equilibrio poiché, se è vero che l'informazione è correttamente ed interamente riflessa nel prezzo, la veridici-

tà di tale affermazione può essere verificata solo avvalendosi di un modello di *pricing* che definisca il *fair value* di un titolo <sup>38</sup>.

Basandosi sulla teoria di portafoglio proposta da Harry Markowitz, William Sharpe propose il *Capital Asset Pricing Model* (d'ora in avanti CAPM) un modello matematico che determina una relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità, misurata tramite un unico fattore di rischio, il beta <sup>39</sup>. Il premio atteso per il rischio varia proporzionalmente al beta. Il CAPM viene definito come il “*modello teorico per il calcolo del prezzo di equilibrio di un'attività finanziaria*” <sup>40</sup>.

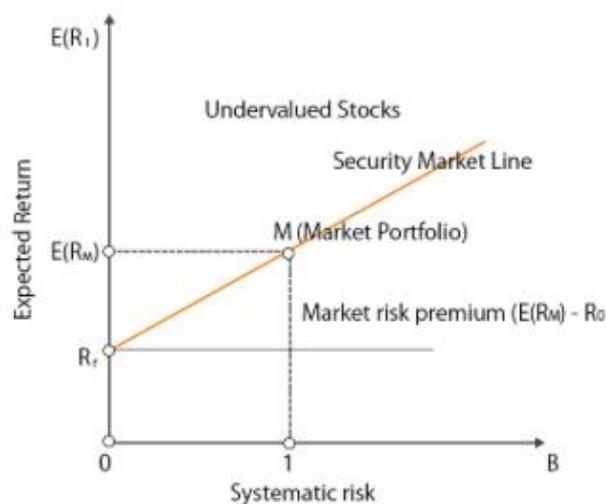


Figura 1.4.1, Security market line, Fonte: <https://theintactone.com/2019/05/18/saim-u2-topic-5-securities-market-line/>

Tutti gli investimenti si collocano su una linea inclinata (mostrata in figura 1.2.2) definita *security market line*. La relazione tra premio per il rischio e beta è la seguente:

$$r - r_f = \beta(r_m - r_f)$$

$r$  = tasso di rendimento atteso;

$r_f$  = tasso privo di interesse associato all'investimento in un'attività priva di rischio il cui rendimento è certo (Buoni Ordinari del Tesoro)<sup>41</sup> ;

$r_m$  = rendimento atteso del mercato.

<sup>38</sup> E. Fama, Efficient Capital Markets: II, The Journal of Finance, Dec. 1991, Vol. 46, No. 5, pgg. 1575-1576

<sup>39</sup> <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/capm.htm>

<sup>40</sup> Fama, E., French, K. , The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence, Journal of Economic Perspectives, Vol. 18, 2004, pg.26

<sup>41</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/tasso-risk-free.html>

Il  $\beta$  è un coefficiente che definisce la misura del rischio sistematico di un'attività finanziaria, ovvero la tendenza del rendimento di un'attività a variare in conseguenza di variazioni di mercato <sup>42</sup>. Matematicamente parlando, esso è dato da:

$$\beta = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

$\sigma_{im}$  = covarianza fra i rendimenti dell'azione  $i$  e i rendimenti del mercato;

$\sigma_m^2$  = varianza dei rendimenti del mercato.

Il modello del CAPM si basa sui seguenti postulati:

- gli investitori agiscono preferendo rendimenti attesi alti e scarti quadratici medi bassi;
- gli investitori hanno un'ottica di investimento uniperiodale;
- i costi di transazione (commissioni, spread denaro - lettera, ecc...) e le imposte sono irrilevanti;
- tutti gli investitori hanno aspettative omogenee e analizzano i titoli in modo identico e corretto compiendo le stesse stime;
- gli investitori possono investire e prendere a prestito allo stesso tasso privo di rischio.

Sulla base di queste ipotesi, si arriva alla conclusione che tutti gli investitori, giungeranno alla medesima scelta, che corrisponde al portafoglio efficiente della teoria di Markowitz, ovvero un portafoglio che offre il minor rischio (scarto quadratico medio) per un dato rendimento atteso e il più alto rendimento atteso per un dato livello di rischio<sup>43</sup>. Dato che sommando tutti i portafogli degli investitori si ottiene il portafoglio di mercato, la conclusione è che il portafoglio di mercato sarà uguale al portafoglio efficiente e, di conseguenza, qualsiasi altro portafoglio di attività rischiose è inferiore a questo.

### 1.4.5 Critiche al CAPM e modelli alternativi

Andando ad analizzare le ipotesi imposte dalla teoria del CAPM, è facile accorgersi che esse sono molto stringenti ed irrealistiche. Basti pensare al fatto che ogni singolo investitore ha aspettative differenti e di conseguenza differenti rendimenti, oltre al fatto che i costi di transazione esistono e sono sostenuti da tutti gli investitori.

<sup>42</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/beta.html>

<sup>43</sup> Brealey R. A, Myers S.C., Sandri S., Principi di finanza aziendale, 8 ED, McGraw-Hill, Milano, 2020, pg. 225

Una modifica al CAPM fu introdotta da Fischer Black, che si soffermò sulla possibilità di indebitarsi illimitatamente al tasso privo di rischio, ampliando le presupposizioni del CAPM inserendo la possibilità per l'investitore di effettuare vendite allo scoperto di strumenti finanziari, in quantità illimitata<sup>44</sup>. Questo nuovo modello, denominato *zero-β* CAPM, fu, a seguito di analisi, scartato, poiché poco efficace a livello empirico. La principale critica che venne fatta ad entrambe le tipologie del CAPM, fu il fatto che tutte le differenze tra i rendimenti attesi fossero dovute dal beta. Alcuni economisti hanno individuato diversi fattori utili per la misurazione dei rendimenti degli strumenti finanziari. Si dividono in due macro-categorie:

1. Fattori endogeni: esterni all'impresa ma con la possibilità di influire su di essa. Sono principalmente fattori macroeconomici quali:

- variazione del tasso di crescita del PIL;
- variazione nel premio per il rischio fallimento;
- la variabile inattesa del tasso di inflazione;
- variazione nel "premio per la scadenza".

2. Fattori endogeni: interni all'impresa quali:

- *book-to-market value*;
- *dividend yield*;
- effetto dimensione;
- rapporto prezzo/utili;
- grado di indebitamento.

Eugene Fama e Kenneth French, a seguito di alcune valutazioni, individuarono nel *book-to-market value* e nell'effetto dimensione, combinati con il rendimento di mercato, i fattori sui quali costruire un modello attendibile che viene definito "Modello a tre fattori". Il modello a tre fattori ha mostrato che le azioni di piccole imprese e quelle con un alto rapporto *book-to-market value* hanno offerto rendimenti superiori alla media<sup>45</sup>. Il premio per il rischio è dato dalla seguente equazione:

$$r - r_f = b_{mercato} (r_{f \text{ fattore mercato}}) + b_{dimensione} (r_{f \text{ fattore dimensione}}) + b_{\frac{\text{valore contabile}}{\text{valore di mercato}}} (r_{f \text{ fattore } \frac{\text{valore contabile}}{\text{valore di mercato}}})$$

Altro modello alternativo è l'*Arbitrage Pricing Theory* (d'ora in avanti APT), in base al quale il rendimento di un titolo azionario è espresso in funzione dei rendimenti di una serie di fattori di rischio e che presuppone

---

<sup>44</sup> In realtà in USA, ai sensi del regolamento T, il Federal Reserve Board richiede che tutti i conti di vendita allo scoperto abbiano il 150% del valore della vendita allo scoperto al momento dell'inizio della vendita.

<sup>45</sup> Brealey R. A, Myers S.C., Sandri S., Principi di finanza aziendale, 8 ED, McGraw-Hill, Milano, 2020, pg. 240

l'assenza di opportunità di arbitraggio <sup>46</sup>. Stephen Ross, l'autore dell'APT, partì dall'assunzione che il rendimento di ogni azione dipendesse parzialmente da fenomeni macroeconomici e parzialmente da fenomeni di disturbo <sup>47</sup>. La formula che stabilisce i rendimenti è la seguente:

$$r = a + b_1(r_{f\text{attore } 1}) + b_2(r_{f\text{attore } 2}) + b_3(r_{f\text{attore } 3}) + \dots + \text{fattore di disturbo}$$

Effettuare una verifica empirica dell'APT risulta, ad ogni modo, complesso, poiché la teoria non spiega quali possono essere i fattori macroeconomici. Di difficile individuazione sono anche i possibili fattori di disturbo, nonostante Nai-Fu Chen, Richard Roll e lo stesso Stephen Ross, nel 1986 nel testo "*Economic Forces and the Stock Market*" ne individuano alcuni che sono riportati tra i fattori endogeni a pg. 23.

Tutti questi modelli hanno affrontato un unico obiettivo, ovvero la ricerca del legame tra il rischio ed il rendimento. Ma una seconda funzione del CAPM è la determinazione del tasso di rendimento del capitale proprio ( $R_e$ ). Esso non è sempre determinabile con la formula del CAPM che ho riportato, poiché presuppone la conoscenza di alcuni dati che non sono reperibili per una società non quotata. Le informazioni necessarie per l'analisi di queste società derivano unicamente dai dati contabili ed è solamente con essi che sarà possibile ricavare determinati indici per giungere al calcolo del rendimento del capitale. Ciò che si andrà ad individuare è il ROE (*Return on Equity*), un indice economico sulla redditività del capitale proprio, il quale si ottiene dividendo l'utile netto per il capitale proprio:

$$ROE = \frac{\text{Utile netto}}{\text{Capitale proprio}} \times 100$$

Viene utilizzato per verificare il tasso di remunerazione del capitale di rischio, ovvero quanto rende il capitale conferito all'azienda dai soci <sup>48</sup>. Il problema della formula del CAPM è stato facilmente riscontrabile negli ultimi anni, in cui i tassi di rendimento del mercato sono stati negativi e, di conseguenza, ogni calcolo effettuato con tale modello avrebbe portato all'individuazione di un rendimento negativo, nonostante l'azienda avesse ottenuto utili. Ciò accade poiché il CAPM utilizza unicamente le quotazioni di mercato che, in un periodo di difficoltà per l'economia, sono ovviamente influenzate dall'andamento generale del mercato e non, invece, dalla reale performance aziendale. Se si considerassero i tassi di rendimento ottenuti tramite la formula del CAPM come tassi da utilizzare per effettuare una valutazione degli investimenti, allora si otterrebbero tassi negativi e, di conseguenza, una qualsiasi analisi porterebbe come risultato la scelta di un investi-

<sup>46</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/arbitrage-pricing-theory.html>

<sup>47</sup> Brealey R. A, Myers S.C., Sandri S., *Principi di finanza aziendale*, 8 ED, McGraw-Hill, Milano, 2020, pg. 239

<sup>48</sup> <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/roe.htm>

mento che risulterebbe non conveniente, causando in tal modo un blocco della crescita economica. È quindi preferibile l'utilizzo del ROE in due casi specifici:

- quando l'impresa non è quotata;
- quando si è in un periodo di crisi economica, per cui i rendimenti negativi del mercato vanificano l'utilità della formula per determinare il tasso di rendimento atteso.

E. Fama e K. French, arrivano ad affermare che il problema della differenza tra i prezzi ed il valore intrinseco “non si può dire se il sia dovuto al *mispricing* o ad un errato modello di pricing. Quindi, quando si osserva una relazione positiva tra i flussi di cassa attesi e i rendimenti attesi che il CAPM o il modello a tre fattori non riesce a spiegare, non si può dire se sia il risultato di una determinazione irrazionale del prezzo o di un modello errato”<sup>49</sup>. Lo stesso E. Fama aveva precedentemente affermato che quando si trovano prove anomale sull'andamento dei rendimenti, il modo in cui dovrebbe essere ripartito tra inefficienza del mercato o un inadeguato modello di equilibrio del mercato, è ambiguo. In ogni caso, per un *mispricing* o per l'utilizzo di un modello errato, è stato possibile nella storia sfruttare temporanee inefficienze del mercato che hanno consentito di conseguire un profitto, una volta che il prezzo avesse raggiunto il suo valore intrinseco.

## 1.4.6 Growth investing

Come precedentemente anticipato, l'analisi attenta di *growth stock* fa parte delle attività caratteristiche di un *value investor*. Tendenzialmente, però, le *growth stock* rientrano nella categoria di azioni le cui caratteristiche non rispecchiano l'ideale del *Value Investing*.

Il *growth investing* è una strategia di investimento che si concentra sui titoli in crescita, ossia società giovani o piccole, i cui guadagni dovrebbero aumentare ad un tasso superiore alla media rispetto al settore industriale o al mercato complessivo<sup>50</sup>. Alcune autorità dicono che una *growth stock* dovrebbe come minimo raddoppiare gli utili per azione in 10 anni, ovvero aumentarli ad un tasso annuo composto di oltre il 7,1% (“regola del 72” secondo la quale attraverso il rapporto tra 72 e il tasso di crescita presunto, si stima il tempo necessario perché una somma di denaro raddoppi) <sup>51</sup> I *growth investors*, solitamente, si basano sull'analisi di cinque fattori:

- crescita degli utili storici e futuri;
- margine di profitto;
- ritorno sul capitale (ROIC);

---

<sup>49</sup> Fama, E., French, K., The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence, Journal of Economic Perspectives, Vol. 18, 2004, pg. 41

<sup>50</sup> <https://www.investopedia.com/terms/g/growthinvesting.asp>

<sup>51</sup> Graham B., The Intelligent Investor, 1973, HarperCollins, pg. 98

- rendimento dei prezzi delle azioni.

A. Damodaran individua quattro categorie di *growth investor*<sup>52</sup>:

- *Small cap investor*: basa la sua strategia sull'acquisto di aziende piccole in termini di capitalizzazione di mercato, prevedendo che queste siano aziende ad alta crescita e che il mercato sottostimi il loro valore;
- *IPO investor*: ripone fiducia nell'idea che le azioni che offrano un'offerta pubblica iniziale, tendano ad essere più piccole ma a crescita elevata;
- *Passive screener*; utilizza l'analisi di indici per selezionare le azioni;
- *Activits growth investor*: assumono posizioni nelle giovani aziende in crescita (anche prima che diventino pubbliche) e svolgono un ruolo attivo sia nella gestione ma anche nel come e quando renderle pubbliche.

Nelle imprese che si fanno rientrare nella categoria *growth*, sono individuabili alcune peculiarità come un alto rapporto P/E ed un basso, o tendenzialmente nullo, rapporto *dividend/yield*. Tali caratteristiche sono dovute ad un motivo ben specifico, ovvero che l'acquisto si basa sull'idea di crescita degli utili futuri piuttosto che sull'andamento degli utili passati e sul fatto che le aziende non distribuiscono dividendi ma preferiscono reinvestirli nell'azienda stessa proprio per incrementarne le possibilità di successo<sup>53</sup>.

Il principale rischio che risiede in queste imprese, è riscontrato dal fatto che esse sono caratterizzate da un'elevata volatilità, ossia sono soggette ad ampie e rapide oscillazioni di prezzo. Raramente l'aumento di valore di questi titoli nel tempo si sviluppa in modo lineare.

## 1.5 Il value investing è ancora valido?

Nell'ultimo decennio, il value investing ha perso la sua "lucentezza" e i suoi stessi promotori hanno iniziato a metterlo in discussione.

Definiamo le azioni *value* come a basso P/BV e P/E, mentre le azioni *growth*, di conseguenza, ad alto P/BV e P/E.

---

<sup>52</sup> A. Damodaran, Investing on hope? Small Cap and Growth Investing

<sup>53</sup> <https://www.soldionline.it/guide/grandi-investitori/growth-investing-10-consigli>

### Value vs Growth: US Stocks, by decade

	Lowest PBV	Highest PBV	Difference	Lowest PE	Highest PE	Difference
1930-39	6.04%	4.27%	1.77%	NA	NA	NA
1940-49	22.96%	7.43%	15.53%	NA	NA	NA
1950-59	25.06%	20.92%	4.14%	34.33%	19.16%	15.17%
1960-69	13.23%	9.57%	3.66%	15.27%	9.79%	5.48%
1970-79	17.05%	3.89%	13.16%	14.83%	2.28%	12.54%
1980-89	24.48%	12.94%	11.54%	18.38%	14.46%	3.92%
1990-99	20.17%	21.88%	-1.71%	21.61%	22.03%	-0.41%
2000-09	8.59%	-0.49%	9.08%	13.84%	0.61%	13.23%
<b>2010-19</b>	<b>11.27%</b>	<b>16.67%</b>	<b>-5.39%</b>	<b>11.35%</b>	<b>17.09%</b>	<b>-5.75%</b>

Figura 1.5.1, Fonte: A. Damodaran, Value Investing II: Tough times for Value Investing - Passing Phase or a Changed World?

Le motivazioni di questa inversione di trend sono da ricercare nelle caratteristiche insite nei due approcci. Sicuramente l'evento scatenante fu la Grande Crisi Finanziaria del 2008. L'approccio *value* è, difatti, preferibile in due situazioni: la fase iniziale di crescita economia e quella di rallentamento o, addirittura, di recessione. In questi momenti, infatti, vi è una maggiore probabilità che le previsioni non si discostino eccessivamente dal valore intrinseco. L'approccio *growth*, invece, ottiene solitamente ottime performance quando l'economia è in periodi di grande espansione, a cui corrispondono bassi tassi di interessi, ma, soprattutto, una rapida crescita degli utili aziendali. È facile quindi giungere alla soluzione: il *growth investing* ha ottenuto rendimenti maggiori rispetto all'approccio *value* grazie alle politiche monetarie delle banche centrali che hanno accelerato l'espansione dell'economia. Va segnalato, però, che gran parte di questa espansione è stata in realtà assorbita dalla cosiddetta FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google) e dai colossi cinesi Alibaba e Tencent <sup>54</sup>.

Chart showing 10 year US Value vs Growth stock market returns

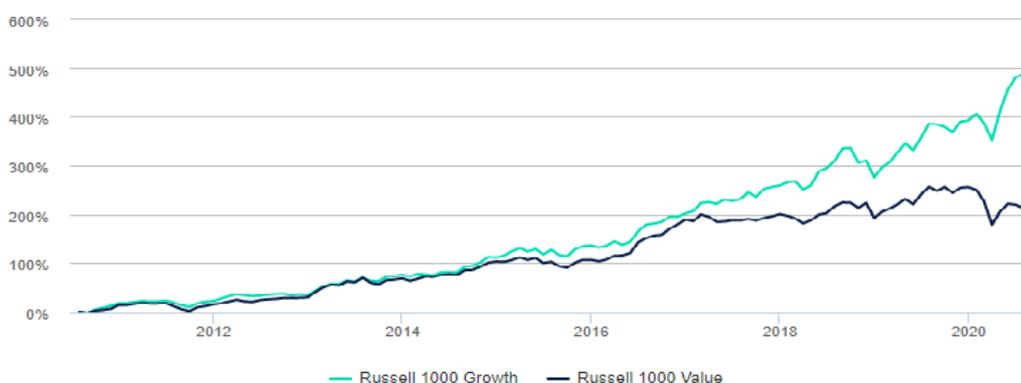


Figura 1.5.2, Fonte: <https://invezz.com/it/notizie/2020/10/18/migliori-titoli-lungo-termine-novembre/>

<sup>54</sup> <https://it.businessinsider.com/il-mercato-si-divide-tra-value-e-growth-gli-investitori-scommettono-sulla-nuova-inversione-del-trend/>

La figura 1.2.4 riporta gli andamenti del Russell 1000 Value e del Russell 1000 Growth. L'indice Russell 1000, un sottoinsieme dell'indice Russell 3000, rappresenta le 1000 migliori società per capitalizzazione di mercato negli Stati Uniti. Si nota subito come il Russell 1000 riferito alle *growth stock* abbia avuto un rendimento molto maggiore.

Questo trend ha però avuto un'inversione a seguito della notizia del vaccino dal COVID-19.



**Figura 1.5.3, Fonte: <https://intermarketandmore.finanza.com/rotazione-e-ripartenza-i-mercati-vedono-il-new-deal-91091.html>**

Da Novembre 2020, il Russell 1000 *Value* ha registrato crescite non poco superiori rispetto al Russell 1000 *Growth*.

Forse piuttosto che parlare di contrapposizione oggi, si dovrebbe parlare di complementarietà, e lo stesso Warren Buffett, ha affermato: “*Growth and Value Investing are joined at the hip*”.



CAPITOLO **2****Analisi fondamentale****2.1 Graham screening**

Nella sua prima opera “Security analysis”, B. Graham ha costruito uno schema preciso da seguire, attraverso il quale fosse possibile individuare gli *stocks* sottovalutati. I punti individuati sono dieci:

1. Il rapporto utile/prezzo deve corrispondere al doppio del rendimento delle obbligazioni con rating AAA;
2. Il P/E dello *stock* deve essere inferiore al 40% del rapporto P/E medio di tutti gli altri *stock* degli ultimi 5 anni;
3. Il *dividend yield* deve essere maggiore almeno di 2/3 del rendimento dei *Corporate Bond*;
4. Il prezzo deve essere inferiore di 2/3 del *Tangible Book Value*;
5. Il prezzo deve essere inferiore di 2/3 del *Net Current Asset Value* (attività liquide correnti → liquidità meno passività correnti);
6. Il *Debt Equity Ratio* deve essere inferiore ad 1;
7. Le attività correnti devono essere almeno il doppio delle passività correnti;
8. Il debito deve essere minore del doppio delle attività correnti;
9. La crescita storica degli EPS deve essere superiore al 7%, tenendo conto degli ultimi 10 anni;
10. Non ci devono essere più di 2 anni di guadagni in diminuzione nei precedenti 10 anni.

Se un investitore avesse investito in una qualunque azienda che avesse superato questo schema, secondo Graham avrebbe compiuto un investimento proficuo.

## 2.2 Selezione dei titoli

Mantenendo costanti i principi esposti da Benjamin Graham, è giusto che essi vengano rivisti ed adattati al giorno d'oggi.

Come precedentemente affermato, le azioni corrispondono ad una quota di proprietà in aziende. È quindi necessario effettuare un'analisi approfondita dell'attività sottostante e delle prospettive del business, mantenendo sempre a mente due regole fondamentali: “*Rule n. 1: never lose money; rule n. 2: don't forget rule n. 1*”<sup>55</sup>.

L'idea generale che si può avere riguardo il *Value Investing*, è che esso ricerchi unicamente *stock* sottovalutate, senza considerare che questa idea, in realtà, consista nel solo primo passaggio. Esso si articola in tre processi<sup>56</sup>:

- identificare le azioni possibilmente sottovalutate scegliendo azioni con un basso rapporto prezzo / utili (P/E), *price-to-book* (P/BV) o altre metriche relative alla valutazione;
- valutare in profondità le azioni che superano il processo di screening per stimare il loro valore intrinseco;
- prendere una decisione di investimento per acquistare solo se il prezzo delle azioni è inferiore al valore intrinseco con un margine di sicurezza predeterminato.

## 2.3 Analisi di Bilancio

Il primo dei tre processi necessario nella ricerca di *stock* in cui investire, ovvero l'identificazione attraverso l'analisi degli indici, rientra in un procedimento più ampio: l'analisi di bilancio.

L'analisi di bilancio è un processo utilizzato dagli analisti finanziari per studiare gli aspetti e l'andamento di un'impresa che, prendendo spunto dai dati contenuti all'interno del bilancio, li riclassifica e li misura attraverso degli indicatori al fine di ottenere un quadro riguardo la situazione patrimoniale dell'azienda.

---

<sup>55</sup> Mary Buffett, David Clark, “I segreti di Warren Buffett. Come avere successo negli affari evitando le trappole del mercato”, Lindau, 2007

<sup>56</sup> G. Athanassakos, Value Investing Vs. Modern Portfolio Theory, Journal of Business & Financial Affairs, 2012

## 2.3.1 Riclassificazione di bilancio

La riclassificazione è un processo che si compie durante l'analisi di bilancio. Riclassificare il bilancio serve ad individuare e ad ottenere un maggior numero di informazioni, andando a superare quella che è la logica civilistica sottostante alla redazione <sup>57</sup>. La riclassificazione permette quindi:

- il confronto spazio-temporale dei dati del bilancio;
- di rilevare i parametri e le grandezze più significative;
- di definire grandezze funzionali alla determinazione degli indici.

I dati del bilancio si riferiscono ad esercizi consecutivi. Uno dei primi procedimenti è quello di “normalizzare” il bilancio, ovvero rielaborarlo per ottenere una rappresentazione che consenta di effettuare confronti sia con imprese operanti nello stesso settore ma anche in settori diversi, sia lungo uno spazio temporale che abbracci più esercizi.

In prima battuta si effettua una riclassificazione dello stato patrimoniale, il quale viene definito come una fotografia di un determinato momento della vita di un'impresa. Il criterio utilizzato per la riclassificazione viene denominato funzionale, ed avviene in base alla divisione tra fonti ed impieghi. Nella sezione di sinistra individuiamo gli impieghi (ovvero gli investimenti) mentre in quella di destra le passività utilizzate per finanziare tali impieghi (fonti). Riguardo le attività, distinguiamo due classi:

- attività correnti;
- attività immobilizzate.

Allo stesso modo, le passività sono divise in:

- capitale proprio;
- capitale di terzi, a sua volta suddivisibile in passività correnti e passività consolidate.

La differenza tra le attività correnti e le passività correnti fornisce il capitale circolante netto, uno degli elementi più interessanti nello studio della analisi di bilancio. Esso è una misura della capacità del management di gestire l'attività operativa corrente d'impresa <sup>58</sup>. Inoltre, segnala la capacità o l'incapacità di un'impresa di far fronte ai propri impegni finanziari di breve e periodo.

Riguardo il conto economico, la sua riclassificazione è tesa a suddividere le aree della gestione in base alla loro pertinenza gestionale. Lo schema più utilizzato è quello del valore aggiunto, il quale consente di indivi-

---

<sup>57</sup> “Compendio di analisi di bilancio”, 2021, edizioni giuridiche Simone

<sup>58</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capitale-circolante-netto.html>

duare alcuni valori intermedi tra i quali l'EBIT, ovvero il reddito operativo dato dalla differenza tra vendite, costi ed ammortamenti.

## 2.3.2 Indici finanziari

Nella prima fase del processo di *screening* aziendale, che serve ad individuare le aziende che rientrano in determinati parametri, si compie un'analisi riguardo specifici indici finanziari la cui valutazione consente di elaborare una prima suddivisione tra i titoli *value* e *growth*. Gli investitori utilizzano tali metriche per individuare i fondamentali delle società e per stabilire quali di esse siano sottovalutate o meno. Tale studio rientra nell'analisi di bilancio poiché, la *ratio analysis*, viene effettuata attraverso il rapporto fra grandezze di bilancio le quali sono estrapolate proprio da questo documento. Essa utilizza i dati del bilancio "normalizzato" per costruire dei quozienti. Attraverso questi, è possibile effettuare una valutazione sulla gestione, sulla situazione patrimoniale e finanziaria e sulle possibilità di sviluppo futuro dell'azienda stessa <sup>59</sup>.

L'analisi per indici è, di natura, statica. Essa, infatti, è riferita ad uno specifico istante della vita dell'impresa, il quale spesso coincide con la chiusura dei singoli periodi amministrativi. Ciò causa la difficoltà a tenere conto della dinamica dell'evoluzione degli indici. Oltre alla comparazione temporale, importante è la comparazione spaziale, ovvero attraverso il confronto con gli indici di altre aziende appartenenti allo stesso settore.

Esistono indici di varia natura. In questa prima parte si terrà conto degli indici utili unicamente a creare una prima suddivisione tra le azioni *value* e le azioni *growth*.

L'indice più noto è il rapporto prezzo utili (P/E), ovvero il rapporto tra la quotazione (prezzo di mercato) dell'azione di una società e gli utili per azione <sup>60</sup>. Esso mostra quanto il mercato è disposto a pagare oggi per un'azione, in base ai guadagni. Tale indice viene utilizzato dagli investitori per individuare nei settori aziende sottovalutate. Un P/E elevato potrebbe significare che il prezzo di un'azione è alto rispetto ai guadagni e possibilmente sopravvalutato; al contrario un P/E basso potrebbe indicare che il prezzo corrente delle azioni è basso rispetto agli utili <sup>61</sup>.

Tra le regole che ci vengono proposte da B. Graham, nel suo libro "The Intelligent Investor" è possibile trovare quella riguardante il rapporto P/E dove viene indicato che il valore di quest'ultimo non debba essere superiore a 15 <sup>62</sup> o debba avere un rapporto complessivo di utili/prezzo, ovvero l'inverso del P/E, che sia migliore del tasso corrente dei bond a lungo periodo ad alto rating. Al giorno d'oggi, però, i bassi tassi di inte-

---

<sup>59</sup> Romano M.

<sup>60</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/prezzo-utile-per-azione.html>

<sup>61</sup> <https://www.investopedia.com/investing/use-pe-ratio-and-peg-to-tell-stocks-future/>

<sup>62</sup> Nel libro "The Intelligent Investor", Graham fornisce un numero specifico al quale deve essere eguagliato il rapporto P/E, di versamento da quanto enunciato nell'altra sua opera scritta con D. Dodd dove veniva fornito un parametro più generico.

resse, hanno portato all'aumento di tali multipli e diventa quindi difficile trovare buone occasioni, per cui, per adottare uno stile *Value*, si rende necessario accettare di pagare un prezzo più alto, senza dimenticare di guardare quale azienda rispetto ad un gruppo di *competitors*, all'interno del settore, offra un multiplo più basso.

In base ad uno studio effettuato da K. Basu (1977), intitolato "*Investment Performance Of Common Stock In Relation To Their Price-Earnings Ratios: A Test Of The Efficient Market Hypothesis*", al termine del quale arrivò a definire i portafogli con basso P/E più redditizi, J. R. Tilley nel 2015 compì un'analisi andando ad individuare il *value premium* delle azioni a basso P/E.

(June 1989 - May 2014)							
Performance Measure/ Summary Statistic	PE Portfolios					A - E	Summary
	A (Low)	B	C	D	E (High)		
Avg P/E ratio	7.04	12.10	16.35	23.66	88.53	-81.49	29.54
						(-85.34)	
Avg Return	0.0346	0.0213	0.0148	0.0115	0.0088	0.0259	0.0182
						(5.97)	
Avg Excess Return	0.0319	0.0187	0.0121	0.0088	0.0061	0.0259	0.0155
Ret-RF						(5.95)	
Avg Abnormal Return	0.0258	0.0125	0.0060	0.0026	-0.0001	0.0259	0.0094
Ret-Mkt						(11.17)	
Systematic Risk (Beta)	0.9454	0.8443	0.8321	0.9448	1.1168	-0.1714	0.9328
	(23.15)	(28.03)	(30.85)	(34.06)	(33.57)	(-3.25)	(286.54)

**Figura 2.2.1, Fonte: J.R. Tilley, "Investment Performance of Common Stock in Relation to their Price-Earnings Ratios: BASU 1977 Extended Analysis", 2015**

I dati nella tabella sopra riportata mostrano come, tra il 1989 e il 2014, il portafoglio A (ovvero il portafoglio con P/E più basso → 7.04) abbia ottenuto, rispetto al portafoglio E (ovvero il portafoglio con P/E più alto → 88.53), un ritorno medio più alto.

La conclusione più ovvia a seguito di questo ragionamento è che le azioni con basso P/E sono sottovalutate e assicurano un alto rendimento nel tempo. Tuttavia ciò non è sempre vero. Possono palesarsi situazioni in cui detenere *stock* di questa tipologia non sia la migliore soluzione <sup>63</sup>:

1. Società con utili ad alto rischio: è possibile che un portafoglio composto da azioni a basso P/E, contenga azioni di cui in realtà vi è molta incertezza sui redditi operativi futuri. Un esempio lampante è la sensibilità degli utili a manipolazione;

<sup>63</sup> Damodaran A., "Value Investing: Investing for Grown Ups?", 2012, pgg. 21-22

2. Costi fiscali: le aziende con basso P/E hanno solitamente un ampio rendimento dei dividendi, il quale crea un maggiore onere fiscale per gli investitori;
3. Bassa crescita: un'altra possibilità è che il rapporto P/E sia basso poiché il mercato si aspetta che la crescita futura degli utili sia bassa o addirittura negativa.

Un multiplo che cerca di compensare gli errori che possono palesarsi nell'analisi del P/E, è l'*Enterprise Value to EBITDA*. Esso è una metrica finanziaria che misura il rendimento di un'azienda in base ai suoi investimenti di capitale <sup>64</sup>. L'*EBITDA* (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation*) rappresenta una misura di margine operativo lordo <sup>65</sup>. Esso fornisce un'immagine più chiara della performance finanziaria di un'azienda poiché elimina i costi del debito, le tasse e le misure contabili come l'ammortamento. L'altra componente di tale multiplo è l'*Enterprise Value* (EV), ovvero il valore dell'impresa, ed è dato dalla somma della capitalizzazione di mercato e il suo debito, a cui va sottratta la liquidità. L'*Enterprise Value to EBITDA* è dato dal rapporto EV/EBITDA.

Il *price-to-book value* (P/BV) indica il rapporto tra il prezzo di mercato (quotazione) di un'azione e il valore del capitale proprio della società risultante dal bilancio (valore di libro) per azione <sup>66</sup>.

Tale rapporto viene spesso considerato, dagli investitori che ricercano la crescita, insieme ad un prezzo ragionevole. Per questo motivo esso è spesso affiancato al ROE, il rendimento del capitale proprio. I titoli *growth* mostrano spesso un ROE basso combinato con un alto rapporto P/BV.

Volendo interpretare tale indice, potremmo dire che un basso P/BV, in particolare  $P/BV < 1$ , potrebbe indicare un'azione sottovalutata, ovvero il prezzo delle azioni viene negoziato ad un prezzo inferiore rispetto al valore delle attività della società <sup>67</sup>. Un rapporto  $P/BV > 1$  indica che le azioni sono scambiate ad un prezzo superiore al valore contabile della società.

---

<sup>64</sup> <https://www.investopedia.com/ask/answers/061515/which-metric-should-i-pay-more-attention-evebitda-or-pe.asp>

<sup>65</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/earnings-before-interest-taxes-depreciation-and-amortisation.html>

<sup>66</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/price-book-value.html>

<sup>67</sup> <https://www.investopedia.com/investing/using-price-to-book-ratio-evaluate-companies/>

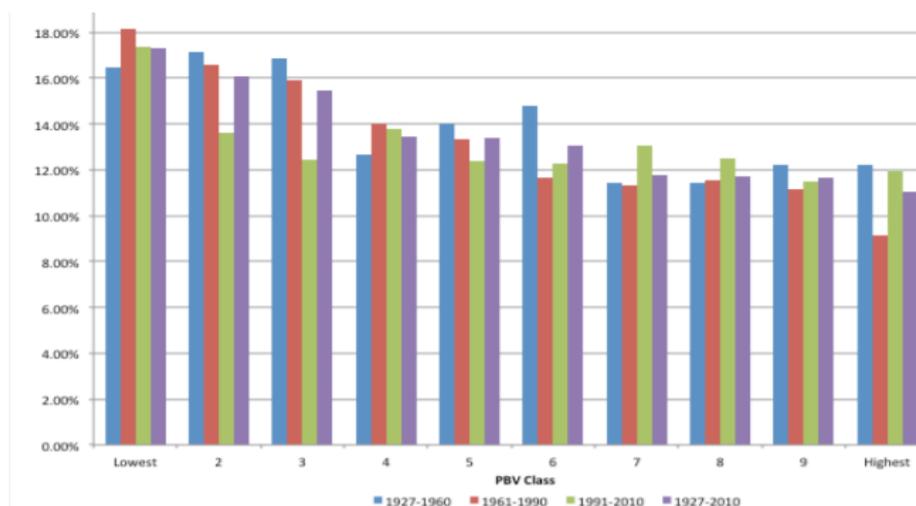


Figura 2.2.2, Fonte: A. Damodaran, “Value Investing: Investing for Grown Ups?”, 2012

La figura 2.2.2 riporta uno studio condotto da A. Damodaran che dimostra come le azioni con P/BV più basso hanno ottenuto un rendimento maggiore se considerato l'intero periodo 1927-2010.

In generale, però, l'utilizzo di tale indice negli ultimi anni è diventato sempre più complesso. Esso era di più facile applicazione quando le società erano *capital intensive*, ovvero società con ampi *asset* tangibili. Ora, invece, vi è una percentuale crescente del valore delle aziende proveniente da *asset* intangibili come franchi- se, brevetti e brand. Inoltre è importante considerare il valore del P/BV in base al settore che si sta analiz- zando, poiché è possibile individuare valori molto differenti tra diversi settori.

Un altro indicatore del valore di un'azienda è il rapporto *book-to-market* (B/M). Esso confronta il valore contabile di un'impresa con il suo valore di mercato (la capitalizzazione) <sup>68</sup>.

I titoli che si scambiano ad un elevato B/M, rientrano nella categoria *value* mentre i titoli che si scambiano ad un basso B/M rientrano nella categoria *growth*. Un rapporto elevato implica infatti che le azioni sono scambiate ad un prezzo inferiore al valore delle sue attività, mentre di contro un valore basso implica che gli investitori sono disposti a pagare di più per un'azienda rispetto al valore del suo patrimonio netto <sup>69</sup>.

Lakonishok, Shleifer e Vishny, hanno individuato una correlazione tra il rapporto *book-to-market* e la per- formance futura del titolo e, inoltre, lo evidenziano come un popolare predittore di rendimento.

<sup>68</sup> <https://www.investopedia.com/terms/b/booktomarketratio.asp>

<sup>69</sup> <https://www.investopedia.com/terms/b/booktomarketratio.asp>

	Glamour									Value
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Panel A: <i>B/M</i>										
$R_1$	0.110	0.117	0.135	0.123	0.131	0.154	0.154	0.170	0.183	0.173
$R_2$	0.079	0.107	0.140	0.145	0.153	0.156	0.169	0.164	0.182	0.188
$R_3$	0.107	0.132	0.155	0.167	0.165	0.172	0.191	0.207	0.196	0.204
$R_4$	0.081	0.133	0.136	0.160	0.170	0.169	0.188	0.204	0.213	0.207
$R_5$	0.088	0.137	0.163	0.175	0.171	0.176	0.216	0.201	0.206	0.215
<b>AR</b>	<b>0.093</b>	<b>0.125</b>	<b>0.146</b>	<b>0.154</b>	<b>0.158</b>	<b>0.166</b>	<b>0.184</b>	<b>0.189</b>	<b>0.196</b>	<b>0.198</b>
$CR_5$	0.560	0.802	0.973	1.045	1.082	1.152	1.320	1.375	1.449	1.462
SAAR	-0.043	-0.020	-0.003	0.004	0.006	0.012	0.024	0.028	0.033	0.035

Figura 2.2.3, Fonte: “Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk”, J. Lakonishok, A. Shleifer, R. W. Vishny, 1994, pg. 1548

Nella tabella vengono riportati i dati di cinque anni di diversi portafogli, suddivisi in base al B/M a partire dal più basso (*growth*) al più alto (*value*). Dal loro studio è sorto che i portafogli composti da titoli *growth* hanno ottenuto un rendimento annuo pari a 9.3%, che risulta essere inferiore al 19.8% dei titoli *value*.

Infine il *price-to-cash flow* (P/CF), è il rapporto tra il prezzo di mercato dell'azione e il flusso di cassa per azione<sup>70</sup>. Esso misura la quantità di denaro che una società genera rispetto al prezzo delle sue azioni. Viene spesso preferito rispetto al rapporto P/E, poiché i guadagni possono essere manipolati più facilmente rispetto ai flussi di cassa<sup>71</sup>

Un P/CF basso può implicare che un'azienda è sottovalutata essendo i flussi di cassa per azione elevati. Di conseguenza un alto P/CF può indicare che l'azienda è sopravvalutata.

Attraverso lo studio di questi indici si compie una prima individuazione dei titoli *value*. Ricordando però la citazione di W. Buffett che ho riportato a pgg. 5-6, il semplice studio degli indici, nonostante alcuni dei dati valutati sembrino mostrare effettivamente la presenza di un *value premium*, non è sufficiente, ed è necessaria una più approfondita analisi.

## 2.4 Valutazione aziendale complessiva

B. Graham nel suo libro “The Intelligent Investor”, elenca diversi criteri quantitativi e qualitativi da applicare nella selezione di azioni ordinarie, ovvero quella categoria di azioni che non attribuiscono ai detentori alcun privilegio in relazione alla distribuzione dei dividendi o alla ripartizione dell'attivo in sede di liquidazio-

<sup>70</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/prezzo-flusso-di-cassa-per-azione.html>

<sup>71</sup> <https://www.investopedia.com/terms/p/price-to-cash-flowratio.asp>

ne della società<sup>72</sup>. Graham stesso ricorda che “*L’investimento di successo è un insieme di tecniche e di criteri che possono esseri appresi, piuttosto che il prodotto di facoltà mentali uniche ed incomunicabili*”<sup>73</sup>.

Uno dei primi criteri riguarda le dimensioni dell’impresa. Essa deve avere una “dimensione adeguata”. Un limite da imporsi, che oggi porterebbe ad escludere le piccole aziende, al fine di mantenere fede all’applicazione della filosofia del *Value Investing*, è un valore di mercato pari ad almeno 2 miliardi di dollari, cifra al di sotto della quale bisognerebbe lasciar stare. L’idea di eliminare le piccole imprese, risiede nel fatto che queste sono soggette a cambiamenti e vicissitudini, e determinano quindi un maggior rischio. Le grandi imprese, di contro, sono meno rischiose e più stabili, in particolar modo quando ci riferiamo a quelle ampiamente affermate come leader nel loro settore.

È importante analizzare poi la situazione finanziaria della società. Ogni settore è diverso e non esiste quindi un modo univoco per valutare la salute finanziaria. Ci sono però, ovviamente, alcuni punti in comune su cui è possibile soffermarsi.

Il primo criterio fornitoci di Graham corrisponde ad un *current ratio*, una misura utilizzata per stabilire la capacità di un’impresa di vendere i propri beni tangibili per estinguere il proprio debito a breve termine<sup>74</sup>, dato dal rapporto fra attività correnti e passività correnti, di 2 a 1. Le attività correnti sono attività che possono essere trasformate in contanti entro 12 mesi, mentre le passività correnti sono passività che devono essere pagate entro 12 mesi. Ciò sta a significare che le attività correnti devono essere almeno il doppio delle passività correnti. Una società che abbia passività correnti superiori alle attività correnti, si espone fortemente al rischio di una crisi di liquidità, ovvero l’incapacità di far fronte agli impegni assunti.

---

<sup>72</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/azione-ordinaria.html>

<sup>73</sup> Graham B., *The Intelligent Investor*, 1973, HarperCollins

<sup>74</sup> <https://www.ig.com/it/glossario-trading/definizione-di-current-ratio>

## Analisi fondamentale

(In millions)		2020
June 30,		
<b>Assets</b>		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$	13,576
Short-term investments		122,951
Total cash, cash equivalents, and short-term investments		136,527
Accounts receivable, net of allowance for doubtful accounts of \$788 and \$411		32,011
Inventories		1,895
Other current assets		11,482
Total current assets		181,915
Property and equipment, net of accumulated depreciation of \$43,197 and \$35,330		44,751
Operating lease right-of-use assets		8,753
Equity investments		2,965
Goodwill		43,351
Intangible assets, net		7,038
Other long-term assets		13,138
Total assets		\$ 301,311
<b>Liabilities and stockholders' equity</b>		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$	12,530
Current portion of long-term debt		3,749
Accrued compensation		7,874
Short-term income taxes		2,130
Short-term unearned revenue		36,000
Other current liabilities		10,027
Total current liabilities		72,310
Long-term debt		59,578
Long-term income taxes		29,432
Long-term unearned revenue		3,180
Deferred income taxes		204
Operating lease liabilities		7,671
Other long-term liabilities		10,632
Total liabilities		183,007

Figura 2.3.1, Fonte: Microsoft Balance sheet, 2020

Analizzando lo stato patrimoniale di Microsoft, vediamo che l'azienda ha iscritte in bilancio attività correnti per 181,915 e passività correnti per 72,310 (i dati riportati sono in milioni di dollari). Quindi il *current ratio* sarà pari a:

$$\text{Current ratio} = \frac{181,915}{72,310} = 2,5$$

Ciò sta a significare che per 1\$ di passività correnti, Microsoft ha 2,5\$ di attività correnti.

Un *current ratio* alto, però, non è per forza collegato ad una maggiore capacità dell'impresa di estinguere i propri debiti a breve. Importante è analizzare in profondità le componenti del numeratore che sono svariate (cassa, crediti, titoli di pronto realizzo, magazzino, ecc...). Ogni voce ha, infatti, un grado di liquidità. Uno dei problemi principali si ha quando le scorte di magazzino sono in gran numero, poiché esse sono meno disponibili delle altre attività correnti come, ad esempio, la cassa ed i crediti. Tale inconveniente è risolvibile attraverso l'utilizzo del *quick ratio* o indice di liquidità primaria, nel quale alle attività correnti vengono detratte proprio le scorte di magazzino.

Un ulteriore dato da analizzare è il debito a lungo termine, il quale non deve essere superiore al capitale circolante. L'attuazione del criterio di stabilità finanziaria proposto da Graham, consente di costruire un paniere all'interno del quale vi siano società prudentemente finanziate e di grande stabilità.

Sotto la lente di ingrandimento deve passare anche il *free cash flow*, ovvero il flusso di cassa disponibile per l'azienda, dato dalla differenza tra il flusso di cassa dalle attività operative e il flusso di cassa per investimenti in capitale fisso <sup>75</sup>. Volendone dare una spiegazione più accurata, esso è il flusso di cassa da attività operative residuo dopo aver provveduto al reinvestimento in capitale fisso. Gli investitori sono molto attenti al cash flow poiché esso esprime una misura in grado di rilevare le disponibilità effettive dell'azienda nel caso in cui essa debba affrontare un qualsiasi imprevisto oppure realizzare piani di sviluppo.

Graham insiste molto sul fatto che le azioni ordinarie debbano aver generato un utile in ciascuno degli ultimi dieci anni. L'andamento degli utili per azione è, infatti, strettamente legato all'andamento della quotazione. Ciò porta alla intuitiva conseguenza che utili stabili contribuiscono a mantenere la quotazione stabile. Allo stesso tempo, però, è importante anche la crescita degli utili, riguardo la quale Graham stabilisce un parametro pari ad almeno 1/3 negli ultimi dieci anni.

Di rilevanza è la regolarità nella distribuzione dei dividendi. Generalmente si è soliti analizzare gli ultimi 10 anni. Anche riguardo i dividendi è importante analizzare la presenza o meno di crescita. Molti investitori si concentrano sul *dividend yield*, il quale mostra quanto un'azienda paga in dividendi ogni anno rispetto al prezzo del suo titolo <sup>76</sup>. Nella logica degli investitori, spesso la distribuzione dei dividendi è un'alternativa migliore e le aziende che hanno un alto *dividend yield* vengono considerate dei migliori investimenti.

### 2.4.1 Efficienza manageriale ed accenni di earnings management

Un'attenta analisi del management aziendale fa parte dei compiti del *value investor*, il quale deve esaminare che la gestione avvenga in modo tale da generare valore per gli azionisti più che per i manager. Ciò, però, specialmente negli ultimi anni, non è spesso avvenuto, sia per differenza degli interessi sia per negligenza degli investitori nello studio dell'azienda.

Gli alti dirigenti, attraverso le *stock options*, hanno trovato il modo di ottenere altissimi profitti, incrementando gli utili dell'azienda. I manager dell'azienda, di qualsiasi rango, lavorano per gli azionisti, i quali hanno il diritto -ed aggiungerei anche il dovere- di far valere la loro volontà. Durante la stesura del libro "Security Analysis", B. Graham inviò un questionario ai membri della *New York Society of Security Analysis*, comprendente domande sui rapporti tra azionisti e management. Su quasi 600 analisti di professione, circa il 95% di loro era convinto che gli azionisti avessero il diritto di chiedere lo svolgimento di un'indagine forma-

<sup>75</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/free-cash-flow.html>

<sup>76</sup> <https://www.investopedia.com/terms/d/dividendyield.asp>

le sui dirigenti, la cui leadership non promuovesse il valore del titolo <sup>77</sup>. L'efficienza del management va valutata in base alla redditività, alle dimensioni ed alla competitività dell'azienda che si sta considerando.

Un altro punto fondamentale a cui Graham si è dedicato è la gestione dei guadagni da parte del management. L'economista americano ricorda che: *“I principi di efficienza finanziaria richiedono che i soldi degli azionisti lavorino nelle forme più adatte ai loro interessi. È una questione a cui il management è poco interessato. Quasi sempre la dirigenza vuole tutti i capitali che riesce ad ottenere dagli azionisti. Per minimizzare i suoi problemi economici. Il tipico management lavorerà con più capitali del necessario se gli azionisti lo permettono”* <sup>78</sup>. Intorno agli anni Novanta e Duemila, questa situazione raggiunse i massimi estremi. Molte aziende sprecarono i loro soldi o li accumularono maggiormente rispetto a quanto potessero realmente spendere. La crisi delle *dot-com* ha dimostrato come i manager sbagliassero a ritenere di essere in grado di investire i soldi meglio degli azionisti.

Ritengo importante discutere, riguardo l'operato dell'azienda in rapporto con i propri manager, dell'operazione di *buyback* <sup>79</sup>. Il *buyback* è un metodo alternativo nell'utilizzo della liquidità in eccesso e comporta due conseguenze:

1. La diminuzione del valore contabile del patrimonio netto dato dalla riduzione del saldo di cassa;
2. La riduzione del numero di azioni in circolazione.

La riduzione del numero di azioni in circolazione, è accompagnato da un aumento del prezzo delle stesse. A differenza dei dividendi che restituiscono denaro a tutti gli azionisti, il riacquisto di azioni proprie restituisce denaro in modo selettivo a quegli azionisti che decidono di vendere le proprie azioni. Coloro i quali, invece, decidono di mantenerle, non ricevono denaro ma guadagnano indirettamente dal rialzo del prezzo.



Figura 2.3.2, Fonte: Haver Analytics

<sup>77</sup> Graham B, “A Questionnaire on Stockholder-Management Relationship”, The Analysts Journal, Fourth Quarter, 1947

<sup>78</sup> Graham B., “The Intelligent Investor”, 1949, Harper & Brothers, pg. 233

<sup>79</sup> Riacquisto di azioni proprie

La figura 2.3.2 riporta i dati trimestrali dal 31 marzo 1998 al 31 marzo 2020. Essa mostra come, negli ultimi decenni, il *buyback* sia stato una valida alternativa per le aziende al pagamento dei dividendi.

Sebbene la situazione sovra-illustrata possa sembrare una soluzione valida, nella realtà i *buyback* azionari hanno finito per assolvere una funzione differente. Come precedentemente affermato, le *stock options* sono diventate una parte significativa del compenso dei dirigenti. Le aziende devono emettere un altissimo numero di azioni per i manager che esercitano queste *stock options*. In breve, attraverso l'assegnazione gratuita di *stock options* (opzioni *call*), l'impresa concede ai propri collaboratori il diritto di acquistare azioni della stessa società (o di un'altra azienda facente parte dello stesso gruppo) ad un prezzo predeterminato definito *strike price*. Le *stock options* saranno poi esercitate nel caso in cui il prezzo d'esercizio sia inferiore al valore corrente dell'azione sottostante, mentre, in caso contrario, le opzioni perderanno ogni valore. Tali azioni, una volta esercitata l'opzione, possono poi essere vendute al prezzo di mercato corrente per ottenere il profitto. In tal modo, però, gli utili per azione diminuiranno poiché i ricavi netti saranno spalmati su un maggior numero di azioni. Per contrastare questa diminuzione, l'azienda dovrà riacquistare le azioni per compensare quelle emesse per i detentori di opzioni. È facilmente intuibile che l'operato dell'azienda non va nella direzione dell'aumento di valore per gli azionisti.

Molte aziende, nel corso degli anni, hanno violato numerosi principi contabili. Perciò una società che presenta utili gonfiati sia perché ha avuto un anno insolitamente buono, sia a causa di scelte contabili, potrà sembrare a buon mercato in base al rapporto P/E.

L'espedito contabile maggiormente utilizzato è quello degli utili "pro forma", il cui scopo era quello di fornire un quadro fedele della crescita degli utili nel lungo termine attraverso alcuni aggiustamenti delle deviazioni di breve termine che potevano essere causate da eventi non ricorrenti. In un certo senso, quindi, gli utili pro forma avrebbero il compito di confrontare risultati relativi a periodi diversi e di effettuare una più adeguata valutazione storica e prospettica della performance dell'azienda<sup>80</sup>. Molto spesso, però, gli utili pro forma sono stati utilizzati in maniera errnea, permettendo alle aziende di mostrare come sarebbero stati gli utili se non avessero guadagnato così poco. Il collegamento con quanto detto nel paragrafo precedente è quantomeno immediato. L'incentivo alla manipolazione degli utili risiede nel miglioramento della posizione personale dei manager, poiché la loro retribuzione è strettamente legata, attraverso le *stock options*, all'andamento dell'azienda nel mercato azionario.

L'investitore durante l'analisi di un'azienda deve fare attenzione anche alla presenza di possibili *Special Purpose Vehicle*, ovvero società controllate, create da una società madre, attraverso le quali si cerca di isola-

---

<sup>80</sup> <https://www.wallstreetitalia.com/utuli-pro-forma-toma-il-tomentone>

re il rischio finanziario <sup>81</sup>. Spesso tali società, però, vengono tenute fuori dal bilancio. Vengono create quando si intraprende un progetto rischioso e si vuole proteggere la società madre dai rischi di un possibile fallimento. Attraverso questa modalità che possiamo definire una “scappatoia contabile”, si rischia di incorrere in un crollo a livello finanziario, come accaduto con la società Enron nel 2001.

## **2.4.2 Analisi settoriale**

Nell’analisi del settore all’interno del quale opera una certa azienda, si è soliti definire la presenza o meno di un “fossato”, inteso come misura dei vantaggi competitivi rispetto alle aziende concorrenti. Più tali vantaggi sono forti e più sono sostenibili, maggiormente l’azienda è al sicuro dai *competitors*.

Riguardo la misura di tali vantaggi vi sono varie filosofie di pensiero. Secondo molti la semplice analisi storica della società, come guadagni stabili e crescita costante, basta a determinare la profondità del fossato. Altri, invece, preferiscono basarsi di più su fattori qualitativi come appunto la presenza di un team manageriale esperto, il possesso di un marchio potente o la proprietà di una licenza o un brevetto <sup>82</sup>.

Una volta che viene individuato il vantaggio competitivo e la sua portata, è importante per l’investitore stabilire la sua sostenibilità nel tempo. Ovviamente un’analisi di questo genere non è possibile estinguerla con un semplice passaggio, ma necessita uno studio periodico.

## **2.5 Decisione di investimento**

Ultimo step dell’analisi aziendale, consiste nel calcolo del valore intrinseco dello *stock*, a seguito del quale viene presa la decisione finale riguardo alla convenienza dell’investimento.

A seguito di tale calcolo, Graham ricorda di applicare un margine di sicurezza al valore individuato.

Infine si passerà ad attuare, all’interno del proprio portafoglio, un processo di diversificazione, cosicché non ci si focalizzi unicamente su un singolo *stock* o un singolo settore.

---

<sup>81</sup> <https://www.investopedia.com/terms/s/spv.asp>

<sup>82</sup> Damodaran A., “Value Investing: Investing for Grown Ups?”, 2012, pg. 30

## 2.5.1 Valore intrinseco

Il valore intrinseco è il valore che si attribuisce ad un *asset* in base ai suoi fondamentali come: flussi di cassa, crescita, rischio <sup>83</sup>. Solo le attività che generano flussi di cassa possono avere un valore intrinseco. Rientrano in tale categoria le azioni (generano flussi attraverso la distribuzione di dividendi), le obbligazioni (generano flussi attraverso il pagamento delle cedole), un'azienda (genera flussi di cassa operativi).

A pg. 7 avevo indicato la formula fornitaci da B. Graham riguardo il calcolo del valore intrinseco di un'azienda e successivamente avevo spiegato anche come essa fosse semplicemente una linea guida. Nel corso degli anni sono stati forniti diversi modelli di calcolo del valore intrinseco, all'interno dei quali vengono inseriti fattori che possono essere quantitativi, qualitativi o percettivi. I fattori quantitativi includono i rapporti finanziari e l'analisi degli indici; i fattori qualitativi riguardano gli elementi specifici dell'operato dell'azienda; gli elementi percettivi servono a catturare la percezione degli investitori riguardo il valore di un determinato *asset*.

Ritengo che la metodologia più consona per effettuare tale calcolo sia il *Discount Cash Flow Model* (DCF). Esso utilizza il *free cash flow* ed il costo medio ponderato del capitale (WACC → costo medio del capitale che l'impresa paga a tutti i suoi investitori, azionisti e creditori <sup>84</sup>). Analiticamente, il valore dell'azienda attraverso il DCF è dato da:

$$\text{Value of Firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to Firm}_t}{(1 + \text{WACC})^t} \quad 85$$

La logica che risiede nell'utilizzo di questa formula è da ricercare nella regola secondo la quale il valore di qualsiasi *asset* è il valore attuale dei flussi di cassa futuri attesi, scontati ad un tasso appropriato in base alla rischiosità di tali flussi.

La variante del DCF più utilizzata dai *value investor* è il *Dividend Discount Model*, basato sulla teoria che il prezzo attuale di un'azienda sia dato dalla somma di tutti i suoi futuri pagamenti di dividendi attualizzati. L'obiettivo è quello di calcolare il valore equo di un'azione, indipendentemente dalle condizioni di mercato prevalenti <sup>86</sup>. La formula per il calcolo del valore per azione di un'azienda è:

<sup>83</sup> <http://aswathdamodaran.blogspot.com/2011/06/thoughts-on-intrinsic-value.html>

<sup>84</sup> [https://it.wikipedia.org/wiki/Costo\\_medio\\_ponderato\\_del\\_capitale](https://it.wikipedia.org/wiki/Costo_medio_ponderato_del_capitale)

<sup>85</sup> Damodaran A., "Discounted Cash Flow Valuation", pg. 5

<sup>86</sup> <https://www.investopedia.com/terms/d/ddm.asp>

$$\text{Value per share of stock} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPS_t)}{(1+k_e)^t}$$

87

Al numeratore abbiamo i dividendi attesi durante un determinato periodo, mentre al denominatore abbiamo il costo del capitale, ovvero il rendimento minimo che una società dovrà fornire ai propri azionisti ( $k \rightarrow$  maggiore è il rischio di tale investimento, maggiore sarà il tasso che l'investitore dovrà attendersi).

Il *Dividend Discount Model* presenta, però, diverse formulazioni. Tra queste la più indicata per calcolare il valore intrinseco di un'azione è il Modello di Gordon. Analiticamente, il valore della singola azione è dato da:

$$\text{Valore per azione} = \frac{DPS}{k - g}$$

Al numeratore abbiamo il valore dei dividendi attesi per azione, mentre al denominatore abbiamo di nuovo il costo del capitale e, in aggiunta, il tasso di crescita dei dividendi ( $g \rightarrow$  viene ipotizzato costante). I due fattori che troviamo al denominatore sono i cosiddetti *value drivers* che, oltre ai dividendi, servono ad individuare il valore dell'impresa.

La preferenza di tale modello risiede nel fatto che esso si propone di risolvere il problema del calcolo del dividendo atteso per ogni periodo e lo fa appunto ipotizzando un tasso di crescita costante. La crescita dipende da due fattori:

- Investimenti in capacità produttiva;
- Politica dei dividendi.

Il Modello di Gordon comporta un innalzamento del valore dell'impresa se gli utili sono reinvestiti ad un saggio superiore al saggio medio del settore di riferimento.

Tale modello è, ovviamente, sorretto da una serie di ipotesi:

1. La crescita dei dividendi è costante per tutto l'orizzonte temporale;
2. Il tasso di crescita  $g$  è sempre minore del costo del capitale  $k$ ;
3. I valori sono considerati al netto degli effetti fiscali;
4. Il tasso di ritenzione degli utili è costante.

Il Modello di Gordon è applicabile, principalmente, ad aziende "mature", nelle quali il tasso di crescita costante possa essere considerato certo. Per le aziende che operano in settori più nuovi, gli analisti hanno proposto un modello di crescita multistadio. Nella maggioranza dei casi, le aziende vivono diversi periodi du-

---

<sup>87</sup> Damodaran A., "Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence, Stern School of Business, 2006, pg. 9

rante i quali vivono una crescita elevata, seguita da un periodo di transizione fino ad arrivare ad una crescita stabile che possiamo identificare come infinita. Una formula più accurata sarebbe quindi la seguente:

$$P_0 = \sum_{i=1}^m \left[ \frac{D_0(1+g_1)^i}{(1+r)^i} \right] + \sum_{i=m}^{m+n} \left[ \frac{D_0(1+g_2)^i}{(1+r)^i} \right] + \frac{D_n(1+g_3)}{(r-g_2)(1+r)^n}$$

Il DDM è apprezzato da numerosi analisti per vari motivi. Innanzitutto i dividendi sono individuabili come l'unico flusso di cassa dell'azienda tangibile per gli investitori. Il secondo vantaggio di tale modello è la necessità di individuare meno ipotesi per giungere ad una stima dei dividendi, per i quali è sufficiente individuare i dividendi pagati l'anno precedente e stimare un tasso di crescita, piuttosto che per individuare il *free cash flow*, per il quale è necessario fare ipotesi riguardo le spese in conto capitale, gli ammortamenti ed il capitale circolante.

Tale modello riscontra anche alcune problematiche. Il primo inconveniente sorge per le aziende che non pagano dividendi. Ciò porterebbe alla netta esclusione di queste società, per le quali il calcolo di un valore equo risulterebbe impossibile. La seconda critica che si rivolge al modello, è il fatto che ignori gli effetti dei *buybacks*, i quali possono comportare una grande differenza per quanto riguarda il valore restituito agli azionisti. Come menzionato precedentemente, il riacquisto di azioni proprie è diventato nel corso degli anni una valida alternativa alla distribuzione dei dividendi. È necessario in questo caso, espandere la definizione di dividendi per includere i riacquisti di azioni proprie e per individuare il valore delle azioni in base a questo numero composto. Si calcola, quindi, un nuovo rapporto dato da:

$$\text{Dividend pay out ratio modificato} = \frac{\text{Dividendi} + \text{Stock Buybacks}}{\text{Utile Netto}}$$

## 2.5.2 Margine di sicurezza

Il margine di sicurezza consiste nel *buffer* che i *value investors* costruiscono nella loro decisione di investimento, al fine di proteggersi dai possibili rischi.

Gli investitori che seguono tale filosofia, acquisteranno le azioni di una società nel solo caso in cui il prezzo sia inferiore al suo valore intrinseco. La percentuale fornitaci da Graham è di circa il 50% ma, come anche in altre situazioni, tale numero può essere considerato come una semplice linea guida, poiché esso dipende unicamente dalla sensibilità al rischio dell'investitore.

La ricerca di un margine di sicurezza è motivata da due ragioni:

1. Il profitto potenziale;
2. La protezione.

Il primo punto riguarda il riallineamento del prezzo dell'azione al suo valore intrinseco che porterà al profitto dell'investitore.

Il secondo riguarda la necessità di essere consapevoli che la probabilità di commettere un errore è molto ampia e così l'utilizzo di un margine di sicurezza consentirà di coprirsi da eventuali sbagli commessi nella propria valutazione.

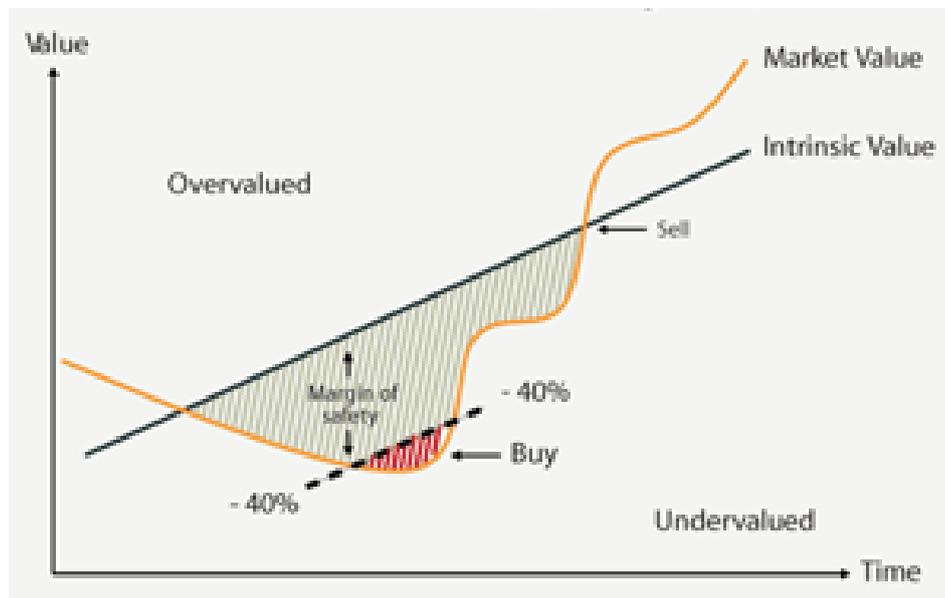


Figura 2.5.1, Margine di sicurezza

Il *value investor* aspetterà che il titolo scenda al di sotto di una determinata soglia per acquistare, consapevole del fatto che subirà un successivo apprezzamento nel momento in cui il mercato si accorgerà del prezzo errato. Tale idea va in netto contrasto con la teoria dei mercati efficienti discussa prima, secondo la quale il prezzo dell'azione si sarebbe aggiustato istantaneamente, eliminando ogni sorta di possibilità di profitto.

Tali disallineamenti sono causati dall'irrazionalità degli agenti che operano all'interno dei mercati finanziari, e che spesso finiscono per dimenticare che i valori fondamentali di un'azienda sono il punto di partenza nell'elaborazione di un investimento. “*The greatest challenge for value investors is maintaining the required discipline*”<sup>88</sup>. Questa citazione va intesa come un mantra per chi vuole approcciarsi agli investimenti e per ricordarsi che in caso di sopravvalutazione del mercato, è più appropriato astenersi da qualsiasi acquisto.

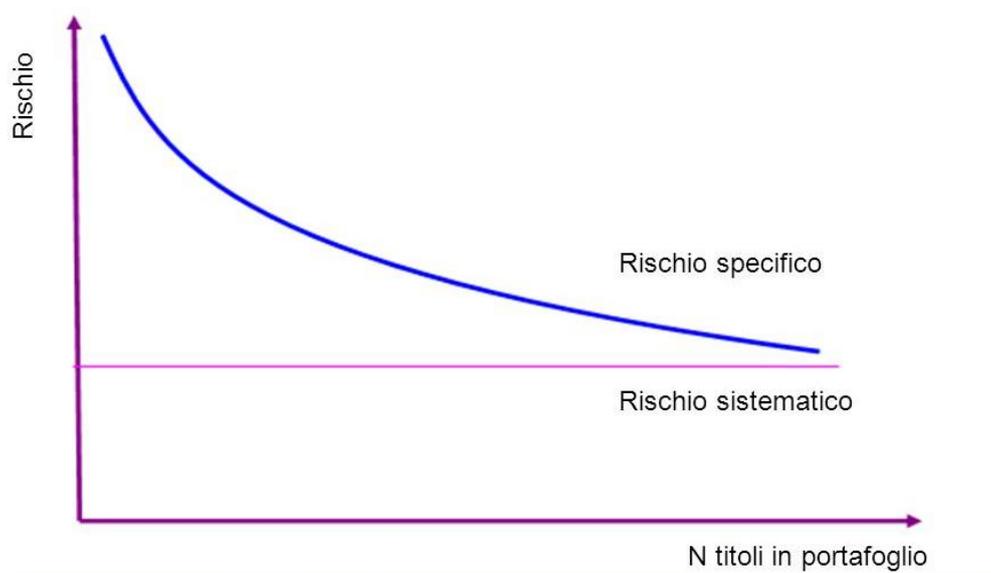
L'analisi del margine di sicurezza è l'ultimo degli step da compiere nell'analisi fondamentale.

<sup>88</sup> Klarman S., *Margin of Safety*, 1991, HarperCollins, pgg. 99-100

## 2.6 Diversificazione

Al di fuori dell'analisi fondamentale, un altro processo che un investitore razionale a mio parere deve compiere, è la diversificazione. Il concetto di portafoglio di azioni è uno dei pilastri posto accanto all'analisi fondamentale, e si mette in pratica, appunto, attraverso la diversificazione, la quale si può tradurre attraverso una famosa frase di H. Markowitz: “*Non mettere tutte le uova in un solo paniere*”. Essa consente di ridurre la variabilità.

Attraverso il processo di diversificazione è possibile eliminare il rischio definito specifico, ovvero il rischio inerente al singolo titolo. Tale rischio è dovuto al fatto che molti pericoli di un'azienda sono insiti all'interno di essa. Esiste, però, un rischio che è inevitabile, ovvero il rischio sistematico. Esso rappresenta il rischio derivante dai problemi che interessano l'intera economia.



**Figura 2.6.1, Diversificazione**

La figura 2.6.1 mostra come l'aumento del numero di titoli in portafoglio, comporti una decrescita del rischio specifico, il quale, però, tenderà sempre ad un limite rappresentato dal rischio sistematico. Il rischio è, quindi, diminuibile ma non interamente eliminabile.

Il calcolo per individuare il rischio del portafoglio, il quale è espresso dalla varianza ( $\sigma^2$ ), è un calcolo alquanto complesso, poiché richiede la comprensione del concetto di correlazione tra i titoli in portafoglio. Il caso più semplice, consiste in due titoli perfettamente correlati. In questo caso il rischio di portafoglio sarebbe dato dalla media ponderata del rischio dei singoli titoli. Solitamente una minore correlazione ( $\rho$ ) tra i titoli

in portafoglio comporta una minore varianza del portafoglio stesso <sup>89</sup>. La covarianza di due variabili è un valore numerico che fornisce una misura di quanto le due varino assieme, ovvero della loro dipendenza <sup>90</sup>.

Prendiamo un caso semplice in cui il portafoglio è composto da due sole azioni. La varianza del portafoglio è data dalla somma delle caselle della matrice seguente:

	Azione 1	Azione 2
Azione 1	$x_1^2 \sigma_1^2$	$x_1 x_2 \sigma_{12} = x_1 x_2 \rho_{12} \sigma_1 \sigma_2$
Azione 2	$x_1 x_2 \sigma_{12} = x_1 x_2 \rho_{12} \sigma_1 \sigma_2$	$x_2^2 \sigma_2^2$

La diversificazione di portafoglio riduce il rischio solamente quando la correlazione è minore di uno. Il miglior risultato che si può ottenere è quello in cui le azioni sono correlate negativamente, anche se ciò non avviene quasi mai con azioni vere <sup>91</sup>.

Dopo aver effettuato le dovute analisi sui dati fondamentali dell'azienda ed aver messo in atto una dovuta diversificazione, l'investitore sarà in grado di costruire il suo portafoglio azionario.

<sup>89</sup> <https://www.investopedia.com/terms/p/portfolio-variance.asp>

<sup>90</sup> <https://it.wikipedia.org/wiki/Covarianza>

<sup>91</sup> Brealey R. A, Myers S.C., Sandri S., Principi di finanza aziendale, 8 ED, McGraw-Hill, Milano, 2020, pg. 208





## Analisi pratica e calcolo del valore intrinseco

### 3.1 Analisi e ricerca dei dati

Nel capitolo precedente ho spiegato i procedimenti necessari per giungere ad una valutazione complessiva di una società. Il lavoro che andrò a compiere ora sarà quello di analizzare i dati di alcune società che ci vengono forniti dai loro bilanci. Insieme cercherò di ipotizzare una crescita futura degli utili attraverso anche le stime degli analisti finanziari. Infine andrò a calcolare il valore intrinseco dell'azienda in base ai dati ottenuti, al quale verrà applicato un margine di sicurezza in base al rischio che comporterebbe uno specifico investimento.

In prima battuta analizzerò l'impresa nel suo complesso così come spiegato nel capitolo precedente. Insieme ad un'analisi generale della società, individuerò possibili *competitors*, rischi e prospettive future.

La formula finale che utilizzerò per il calcolo del valore intrinseco è la seguente:

$$Value = (EPS_{TMM} \times (1 + g)^t) \times \frac{\frac{P}{E_{forward}}}{(1 + r)^t}$$

Spiegandola brevemente, si moltiplicano gli EPS *trailing twelve months* (dei precedenti dodici mesi) per l'ipotetico tasso di crescita di questi ultimi. Dopodiché si moltiplica il risultato per un sempre ipotetico rapporto P/E futuro. Infine si attualizza per il tasso di rendimento minimo richiesto per quella determinata azienda. L'arco temporale ( $t$ ) è di 10 anni.

I dati che ho utilizzato per compiere queste valutazioni sono prevalentemente riscontrabili sui siti internet delle società prese in considerazione, nella sezione "*Investors Relations*", all'interno della quale si possono

trovare i bilanci degli ultimi anni. Per le stime di crescita, invece, si fa riferimento alla sezione “Analisi” di “Yahoo Finance!”, dove si possono trovare i possibili futuri tassi di crescita annuali.

## 3.2 Risultati

### Impresa 1- Alphabet Inc. (GOOGL)

Alphabet Inc., ai più conosciuta come Google, è una delle più grandi aziende presenti sul mercato. Per essere più precisi è la quarta per capitalizzazione. Tale impresa è quotata al NASDAQ e rientra nel settore dell’*advertising*.

La prima fase di analisi parte dallo studio del business. A pg. 5 del report annuale, viene riportata una frase che descrive l’idea dei fondatori S. Brin e L. Page : “*Google is not a conventional company. We do not intend to become one*”.

La principale fonte di guadagni viene dalla vendita di spazi pubblicitari. La pubblicità raggiunge, attraverso un’attenta analisi di dati, il maggior numero di persone possibili che rientrano, però, all’interno di un determinato target. È di conoscenza generale il fatto che Google sia il motore di ricerca più utilizzato. A livello di dati, ad Aprile 2021, *Statcounter global stats* ha riportato una percentuale pari al 92,24% di utenti che utilizza Google come motore di ricerca <sup>92</sup> ed una percentuale pari al 72,2% di dispositivi mobili che ha installato Android <sup>93</sup>, sistema operativo ideato da Google e di cui ne è ancora oggi proprietario.

Google Search & other	\$	104,062
YouTube ads		19,772
Google Network Members' properties		23,090
Google advertising		146,924
Google other		21,711
Google Services total		168,635
Google Cloud		13,059
Other Bets		657
Hedging gains (losses)		176
Total revenues	\$	182,527

**Figura 3.2.1, Fonte: Alphanet Annual Report, 2020, pg. 33**

A pg. 33 del report annuale viene mostrata la suddivisione degli utili e si nota come i guadagni derivanti dalle pubblicità rappresentino circa l’80% dei totali.

<sup>92</sup> <https://gs.statcounter.com/search-engine-market-share>

<sup>93</sup> <https://gs.statcounter.com/os-market-share/mobile/worldwide>

Al di fuori della pubblicità, Google ha anche altre fonti di profitto. Degna di nota è, a mio parere, *Waymo*, una società di sviluppo tecnologico per la guida autonoma <sup>94</sup>. All'interno del report annuale viene indicato che nella prima metà del 2020, *Waymo* ha raccolto un totale di 3,2 miliardi di dollari provenienti da fonti esterne (compresi investimenti della stessa Alphabet Inc.). Un'altra realtà poco conosciuta è *Google Ventures*, una divisione creata per investire in start-up appartenenti, principalmente, al settore *Internet Technologies & Software* ma non solo. Alphabet Inc, quindi, è una società con ancora ampie prospettive di crescita.

A livello di rischi, l'unico a mio parere da segnalare, seppur remoto, riguarda le indagini svolte dall'Antitrust, che ipotizza un abuso di posizione dominante da parte dell'impresa statunitense.

Riguardo i *competitors* di Google, dobbiamo distinguere i vari settori in cui opera. Come detto precedentemente, nel campo dei motori di ricerca Google può essere considerata quasi un monopolio, con il circa il 92% degli utenti che scelgono di utilizzarlo (la seconda posizione è occupata da Bing che detiene il 2,29% di utenti). Nel settore dell'intrattenimento, Google ha potenziato la sua offerta grazie all'acquisto di YouTube nel 2006, il quale ha portato nel 2020 più di 19 miliardi di dollari di profitto. In questo settore i concorrenti principali sono individuabili in Netflix, Hulu, Disney+ e altre piattaforme che offrono servizio di streaming. Tuttavia YouTube potrebbe rientrare anche nel settore dei social media come Twitter, Facebook e Instagram. Nel settore della guida autonoma, con *Waymo*, la società Alphabet Inc. si confronta con concorrenti impegnativi come Tesla e Uber.

Passando ora all'analisi numerica, Alphabet Inc. ha una capitalizzazione pari a 1.596 miliardi di dollari ed un EPS<sub>TTM</sub> pari a 75,04. Attualmente (al giorno 2/05/2021) il prezzo di mercato è pari a \$ 2410 con un P/E di 32,12.

Anno	VENDITE	UTILI	EPS	FCF	FCF/share	BOOK VALUE/share	P/E RATIO
2011	\$ 37.905	\$ 9.737	\$ 15,08	\$ 11.127	\$ 17,01	\$ 89,48	22,01
2012	\$ 46.039	\$ 10.737	\$ 16,41	\$ 13.346	\$ 20,06	\$ 108,67	21,79
2013	\$ 55.519	\$ 12.733	\$ 19,13	\$ 11.301	\$ 15,33	\$ 129,81	32,19
2014	\$ 66.001	\$ 14.136	\$ 20,91	\$ 12.065	\$ 16,26	\$ 152,49	28,21
2015	\$ 74.989	\$ 16.348	\$ 23,88	\$ 16.657	\$ 22,35	\$ 175,07	36,13
2016	\$ 90.272	\$ 19.478	\$ 28,32	\$ 26.064	\$ 34,84	\$ 201,12	29
2017	\$ 110.855	\$ 12.662	\$ 18,27	\$ 23.907	\$ 31,83	\$ 219,50	35,24
2018	\$ 136.819	\$ 30.736	\$ 44,22	\$ 22.832	\$ 30,44	\$ 255,38	39,21
2019	\$ 161.857	\$ 34.343	\$ 49,59	\$ 30.972	\$ 41,57	\$ 292,65	26,2
2020	\$ 182.527	\$ 40.269	\$ 59,15	\$ 42.843	\$ 58,45	\$ 329,59	28,2

Figura 3.2.1, Dati bilanci Alphabet Inc. 2011-2020

<sup>94</sup> Alphabet annual report, 2020, pg. 76

Nella figura 3.2.1 riporto una tabella excel all'interno della quale ho inserito tutti i dati più interessanti estra- polabili dal bilancio di Alphabet Inc.. Al di fuori del 2017, anno in quale la società ha fatto peggio per quan- to riguarda gli utili e il *free cash flow* rispetto all'anno precedente, Alphabet Inc. è cresciuta costantemente sotto tutti i punti di vista. Volendo andare più nello specifico nella crescita, abbiamo la seguente situazione:

Anno	VENDITE	UTILI	EPS	FCF	FCF/share	BOOK VALUE/share
2011						
2012	21,46%	10,27%	8,82%	19,94%	17,93%	21,45%
2013	20,59%	18,59%	16,58%	-15,32%	-23,58%	19,45%
2014	18,88%	11,02%	9,30%	6,76%	6,07%	17,47%
2015	13,62%	15,65%	14,20%	38,06%	37,45%	14,81%
2016	20,38%	19,15%	18,59%	56,47%	55,88%	14,88%
2017	22,80%	-34,99%	-35,49%	-8,28%	-8,64%	9,14%
2018	23,42%	142,74%	142,04%	-4,50%	-4,37%	16,35%
2019	18,30%	11,74%	12,14%	35,65%	36,56%	14,59%
2020	12,77%	17,26%	19,28%	38,33%	40,61%	12,62%

9 anni	19,08%	17,09%	16,40%	16,16%	14,70%	15,59%
7 anni	18,53%	17,88%	17,50%	20,97%	21,07%	14,24%
5 anni	15,12%	15,63%	15,87%	10,45%	10,90%	10,38%
3 anni	10,08%	9,42%	10,18%	23,34%	24,29%	8,88%
1 anno	12,77%	17,26%	19,28%	38,33%	40,61%	12,62%

Figura 3.2.3, Analisi crescita Alphabet Inc.

Le vendite hanno avuto una crescita di circa il 15% negli ultimi cinque anni. Una crescita leggermente infe- riore se confrontata con la media degli ultimi dieci anni. Gli utili, invece, hanno avuto una crescita costante che si assesta intorno al 15-17%. Stesso discorso per i *free cash flow* che crescono in media tra il 15-20%.

Riguardo la situazione finanziaria di Alphabet Inc., abbiamo il seguente scenario:

CURRENT RATIO	3,37405
QUICK RATIO	3,35196
DEBT/ASSET	0,2699
DEBT/EQUITY	0,36967
LT DEBT/EQUITY	0,14518
DEBT/FCF	1,73814

Il quadro è senza dubbio ottimo. *Current ratio* e *quick ratio* indicano che la società ha circa \$3,35 di attività correnti per ogni dollaro di passività correnti. Le passività sono pari a circa il 37% dell'*equity* e al 27% delle attività totali. Inoltre, mantenendo costante il *free cash flow*, la società sarebbe in grado di estinguere i propri debiti in meno di due anni.

Proviamo ora ad ipotizzare possibili scenari futuri basandoci sui tassi di crescita degli EPS degli ultimi cinque anni e sui rapporti P/E degli ultimi cinque anni. Consideriamo come tasso di crescita medio 15,87%, ovvero il tasso di crescita medio degli ultimi cinque anni, mentre come P/E medio scegliamo 31,57, ovvero il P/E medio degli ultimi cinque anni. Come tasso di crescita più basso prendiamo 10,18% che corrisponde al tasso di crescita più basso riscontrato tra i tassi di crescita medi a 5/3/1 anni. Seguendo la stessa idea per il rapporto P/E, scegliamo come *ratio* più basso 26,2. Inseriamo anche un tasso di crescita ed un P/E intermedio tra i due. Individuiamo quindi un tasso di crescita pari a 13,03% e un P/E di 28,88. Così come abbiamo individuato i parametri più bassi, compiamo lo stesso lavoro per determinare i parametri più alti. Avremo quindi un tasso di crescita massimo pari a 19,28% ed uno intermedio pari a 17,57%. Riguardo il rapporto P/E, il più alto sarà pari a 39,21, mentre quello intermedio a 35,29. I rendimenti ottenuti in un orizzonte temporale di dieci anni sono i seguenti:

PE \ Crescita	26,2	28,885	31,57	35,39	39,21
10,18%	7,96%	9,02%	9,99%	11,26%	12,40%
13,03%	10,75%	11,83%	12,83%	14,13%	15,30%
15,87%	13,54%	14,65%	15,67%	17,00%	18,21%
17,57%	15,20%	16,33%	17,37%	18,72%	19,94%
19,28%	16,87%	18,02%	19,07%	20,44%	21,68%

Figura 3.2.4, Scenari di crescita

I risultati ottenuti basandosi sulle performance passate sono ottimi. Considerando che lo S&P500, negli ultimi dieci anni ha ottenuto un rendimento annuo medio di circa il 12,82% Ad Alphabet Inc., per raggiungere lo stesso risultato, basterebbe avere un rendimento annuo del 13,03%, rendimento che è al di sotto della media degli ultimi cinque anni, ed un P/E pari a 31,57, in linea con la media degli ultimi 5 anni. Basarsi esclusivamente sugli andamenti passati è, però, a mio parere, un errore. Come ho illustrato precedentemente, la società ha in essere molti progetti con un'alta possibilità di crescita futura. Effettuando la stessa stima, ma con i dati fornitici dagli analisti, i risultati sarebbero i seguenti:

PE \ Crescita	23	25	28	30	33
21,00%	17,03%	18,01%	19,35%	20,18%	21,33%

Figura 3.2.5, Risultati in base alle stime degli analisti

“Yahoo Finance” riporta una stima di crescita annua, per i prossimi cinque anni, pari al 21%, mentre “MSN Money” riporta un P/E *forward* massimo pari a 33 ed un P/E *forward* minimo pari a 23.

Prima di andare a calcolare il valore intrinseco di Alphabet Inc., bisogna calcolarsi il rendimento minimo atteso dagli investitori. Per fare ciò utilizzo la formula del CAPM che, ricordiamo, è la seguente:

$$r - r_f = \beta(r_m - r_f)$$

Alphabet Inc., ha un  $\beta$  pari ad 1. Riguardo il tasso di rendimento del mercato e il tasso *risk-free*, riporto i dati del sito “Stock analysis on net”, il quale individua un  $r_m = 11,71\%$  ed un  $r_f = 2,19\%$  (il quale si riferisce al tasso di rendimento dei *Treasury Securities* a lungo termine). Il rendimento minimo richiesto per Alphabet Inc. è quindi:

$$r = 2,19\% + 1(11,71\% - 2,19\%) = 11,71\%$$

Il tasso di rendimento di Alphabet Inc. è esattamente pari al rendimento del mercato, risultato che era facilmente individuabile dal semplice fatto che il  $\beta$  fosse uguale ad 1.

Per individuare il valore intrinseco, calcoliamo il P/E *forward* come una media tra il P/E medio previsto dagli analisti (28) ed il P/E medio degli ultimi cinque anni (31,57). Il risultato ottenuto ci fornisce un P/E pari a circa 29,8. Con i dati ottenuti, andiamo a calcolare due valori intrinseci, uno ottenuto in base ai dati storici, ed uno ottenuto in base alle stime degli analisti:

$$P_0 = 75,04 \times (1 + 15,87\%)^{10} \times \frac{29,8}{(1 + 11,71\%)^{10}} = \$ 3223,38$$

$$P_0 = 75,04 \times (1 + 21\%)^{10} \times \frac{29,8}{(1 + 11,71\%)^{10}} = \$ 4670,72$$

Ultimo passaggio prima di decidere se Alphabet Inc. corrisponde ad un investimento profittevole, è l'applicazione del margine di sicurezza. Come spiegato nel secondo capitolo, la decisione del margine di sicurezza è più un concetto psicologico che riguarda la tolleranza al rischio dell'investitore. A mio avviso, parlando di Google, il margine di sicurezza da adottare, non deve eccedere il 20% essendo l'impresa leader nel settore, con una ottima salute finanziaria e con ottimi potenziali di crescita. Andando ad applicare quindi il

seguinte margine di sicurezza, il prezzo di acquisto di Alphabet Inc. deve essere, a mio avviso, nei due casi, pari a:

$$P_0 = 3223,38 \times (1 - 20\%) = \$ 2578,70$$

$$P_0 = 4670,72 \times (1 - 20\%) = \$ 3736,58$$

Alla fine dell'analisi traggio le seguenti conclusioni: in entrambi i casi Google risulta essere un investimento profittevole. Se mi fossi dovuto basare unicamente sulle stime dei dati storici, probabilmente avrei aspettato che il prezzo calasse maggiormente, dato che il prezzo ottenuto dalla mia analisi ed il prezzo attuale, si discostano di un semplice 7%. Avendo però a disposizione le stime degli analisti che presagiscono un valore di gran lunga più alto, posso sentirmi tranquillo nell'investire in Google fin da oggi.

### Impresa 2- The Walt Disney Company (DIS)

L'analisi che compirò per valutare Disney si differenzierà rispetto alla precedente per una serie di motivi. Quando si valuta un'azienda è importante oltre che utilizzare i dati per costruire indici e prospettive future, anche saperli analizzare e capire da cosa essi siano scaturiti. Per spiegarmi meglio credo sia necessario compiere, come fatto con Google, una prima analisi del business in generale.

La The Walt Disney Company è una società quotata al NYSE, appartenente al settore dell'*entertainment* ma contemporaneamente ben diversificata in diversi business. A pg. 1 del report annuale del 2020, troviamo il primo punto molto importante che ha colpito la Disney: le conseguenze della pandemia COVID-19. La Disney, infatti, come precedentemente detto, è ben diversificata nel business dell'intrattenimento. I suoi ricavi, infatti, derivano da diverse fonti:

1. *Media network* (canali a pagamento);
2. Parchi a tema e merchandising;
3. Produzione cinematografica;
4. *Direct-to-consumer & International*.

I guadagni provenienti da questi settori sono così suddivisi:

Revenues:			
Media Networks	\$	28,393	\$ 24,827
Parks, Experiences and Products		16,502	26,225
Studio Entertainment		9,636	11,127
Direct-to-Consumer & International		16,967	9,386
Eliminations		(6,110)	(1,958)
	\$	65,388	\$ 69,607

**Figura 3.2.6, Fatturato di The Walt Disney Company 2019-2020**

Riguardo il primo settore, la Disney è proprietaria di numerosi canali televisivi, tra cui i più rinomati sono Disney Channel; ESPN; National Geographic e ABC. Inoltre va anche ricordato che nel 2019 la società ha ultimato l'acquisto di Fox, la quale è stata ribattezzata successivamente TFCF Corporation <sup>95</sup>. Dalla figura 3.2.6 si riscontra che i guadagni provenienti dal settore *media network* sono stati nel 2019 pari al 35% circa del totale mentre nel 2020 pari al 43% circa. Questo è il settore probabilmente più maturo, fatto riscontrabile appunto a seguito delle acquisizioni, eventi che avvengono, solitamente, in fase di consolidazione.

Il secondo segmento riguarda i parchi a tema ed il merchandising. Oltre ai famosissimi parchi, in tale settore rientrano anche hotel, navi da crociera e tutti i prodotti di merchandising. Sul totale del fatturato, questo segmento ha pesato nel 2019 per il 37% circa e per il 25% circa nel 2020.

Il settore della produzione cinematografica è il terzo settore, che, seppur il più conosciuto, è attualmente il segmento che pesa di meno a livello di fatturato. Esso infatti corrisponde al 15% circa nel 2020 e 16% circa nel 2019. In tale settore Disney è sicuramente la leader, a seguito anche delle numerose acquisizioni tra cui bisogna ricordare le due più recenti di Marvel e Lucas Film.

Infine abbiamo il DTC, all'interno del quale rientrano i servizi come Disney+, Hulu e ESPN+. Tali piattaforme di streaming rappresentano al giorno d'oggi solo una piccola parte del fatturato. Nel 2019 hanno rappresentato circa il 13% mentre nel 2020 circa il 26%. Di contro, rispetto al settore *media e network*, questo mi sembra essere il segmento con maggiori margini di crescita.

Per spiegare ciò che avevo annunciato nell'introduzione dello studio di questa impresa, credo che per arrivare ad una valutazione quanto più veritiera, sia necessario omettere i risultati di bilancio dell'anno 2020, i quali sono molto influenzati, appunto, dalla pandemia del COVID-19. Basti notare che il settore più proficuo del 2019, ovvero quello dei parchi a tema e del merchandising, è stato anche quello maggiormente colpito, con una diminuzione di quasi il 40% rispetto all'anno precedente. Ciò è avvenuto poiché nella maggior parte del tempo nel 2020 e tutt'oggi, parchi a tema e negozi sono stati chiusi.

Entrando più nel dettaglio nell'analisi di Disney, l'azienda capitalizza circa 333 miliardi di dollari. Attualmente (al giorno 4/05/2021) Disney ha un prezzo che si aggira intorno ai \$182. Gli EPS<sub>TTM</sub> sono al momento negativi ma siccome la mia analisi si baserà sui dati fino al 2019, questo dato non mi interesserà.

---

<sup>95</sup> Report annuale The Walt Disney Company, 2020, pg. 2

Anno	VENDITE	UTILI	FCF	EPS	FCF/share	BOOK VALUE/share	P/E RATIO
2010	\$ 38.063	\$ 4.313	\$ 4.468	\$ 2,07	\$ 2,47	\$ 19,26	14,55
2011	\$ 40.893	\$ 5.258	\$ 3.435	\$ 2,52	\$ 1,79	\$ 19,58	14,88
2012	\$ 42.278	\$ 6.173	\$ 4.182	\$ 3,13	\$ 2,30	\$ 21,87	16,06
2013	\$ 45.041	\$ 6.636	\$ 6.656	\$ 3,38	\$ 3,67	\$ 25,06	22,6
2014	\$ 48.813	\$ 8.004	\$ 6.469	\$ 4,26	\$ 3,68	\$ 26,51	22,11
2015	\$ 52.465	\$ 8.852	\$ 7.120	\$ 4,90	\$ 4,17	\$ 26,05	21,24
2016	\$ 55.632	\$ 9.790	\$ 8.363	\$ 5,73	\$ 5,10	\$ 26,39	18,19
2017	\$ 55.137	\$ 9.366	\$ 8.720	\$ 5,69	\$ 5,53	\$ 26,18	18,89
2018	\$ 59.434	\$ 13.066	\$ 9.830	\$ 8,36	\$ 6,52	\$ 32,36	13,12
2019	\$ 69.570	\$ 15.680	\$ 11.000	\$ 9,41	\$ 6,60	\$ 53,35	23,07

Figura 3.2.7, Dati bilanci The Walt Disney Company 2010-2019

La seconda nota che devo evidenziare riguarda i dati di bilancio del 2019. Lungo l'intero arco temporale, è facile riscontrare dati sempre stabili ed in leggera crescita. Nel 2019 ho dovuto apportare delle modifiche poiché, a mio pare, i dati non potevano riscontrare i reali risultati dell'azienda poiché influenzati dalla sopra-citata acquisizione della ormai ex Fox. Ho riportato quindi i dati del 2019 aumentati rispetto all'anno precedente in base ad una media dei tassi di crescita degli ultimi dieci anni. Entrando più nello specifico rispetto ai dati di crescita, abbiamo i seguenti risultati:

Anno	VENDITE	UTILI	EPS	FCF	FCF/share	BOOK VALUE/share
2010						
2011	7,44%	21,91%	21,74%	-23,12%	-27,53%	1,66%
2012	3,39%	17,40%	24,21%	21,75%	28,49%	11,70%
2013	6,54%	7,50%	7,99%	59,16%	59,57%	14,59%
2014	8,37%	20,61%	26,04%	-2,81%	0,27%	5,79%
2015	7,48%	10,59%	15,02%	10,06%	13,32%	-1,74%
2016	6,04%	10,60%	16,94%	17,46%	22,30%	1,31%
2017	-0,89%	-4,33%	-0,70%	4,27%	8,43%	-0,80%
2018	7,79%	39,50%	46,92%	12,73%	17,90%	23,61%
2019	5,85%	14,99%	7,78%	14,99%	3,99%	64,86%

9 anni	5,74%	14,88%	17,75%	10,86%	11,87%	11,99%
7 anni	5,84%	13,55%	16,30%	15,26%	16,70%	13,59%
5 anni	3,70%	11,16%	12,96%	9,69%	10,21%	15,42%
3 anni	4,49%	17,06%	16,56%	9,04%	7,03%	26,78%
1 anno	5,85%	14,99%	7,78%	14,99%	3,99%	64,86%

Figura 3.2.8, Analisi crescita The Walt Disney Company

La crescita, come precedentemente riferito, è abbastanza stabile sotto tutti i punti di vista: le vendite hanno una crescita media di circa il 5%; gli utili hanno avuto una crescita media intorno al 12-15%; il *free cash flow* è cresciuto mediamente del 10-15%.

L'analisi della situazione finanziaria di The Walt Disney Company credo sia più consono effettuarla, invece, guardando al momento attuale. Gli indici che analizzo, infatti, non rientrano nel calcolo del valore intrinseco ma servono solo ad avere un quadro generale più completo dell'azienda. I numeri della Disney sono i seguenti:

<b>CURRENT RATIO</b>	1,32383
<b>QUICK RATIO</b>	1,26438
<b>DEBT/ASSET</b>	0,56208
<b>DEBT/EQUITY</b>	1,2835
<b>LT DEBT/EQUITY</b>	0,98182
<b>DEBT/FCF</b>	10,0218

Gli indici calcolati individuano una situazione non perfetta. Il *current ratio* ed il *quick ratio* sono pari a circa 1,3, numeri buoni ma non certo ottimi. Il rapporto debito/equity, invece, è pari al 128%, numero alto ma comprensibile, essendo Disney impegnata in un settore come quello dei parchi a tema e delle crociere che richiedono un ingente apporto di capitale. Mantenendo costante il *free cash flow*, sarebbe in grado di estinguere i propri debiti in circa dieci anni.

Analizzando più a fondo i bilanci della Disney, ho riscontrato che la società detiene circa 77 miliardi in avviamento, rispetto ai 201 miliardi di *assets* totali<sup>96</sup>, vale a dire circa il 38%, numero che può risultare alto essendo quella parte degli *assets* non monetizzabile, ma che probabilmente Disney, essendo leader nel settore in cui opera, può permettersi.

Effettuando lo stesso ragionamento compiuto nell'analisi precedente, i risultati di crescita derivanti dalle medie dei dati storici sono i seguenti:

---

<sup>96</sup> The Walt Disney Company, Report annuale 2020, consolidated balance sheet, pg. 76

PE \ Crescita	13,12	15,71875	18,3175	20,69375	23,07
7,78%	4,42%	6,33%	7,97%	9,29%	10,49%
10,37%	6,93%	8,88%	10,56%	11,92%	13,14%
12,96%	9,44%	11,44%	13,16%	14,55%	15,80%
14,76%	11,19%	13,22%	14,96%	16,37%	17,64%
16,56%	12,93%	14,99%	16,77%	18,20%	19,49%

Figura 3.2.9, Scenari di crescita

I risultati sono abbastanza buoni. Considerano il rendimento dello S&P500 degli ultimi dieci anni (12,82%), alla Disney basterebbe mantenere la media dei risultati dell'ultimo lustro per sopra-performare il mercato, ottenendo nel caso di P/E pari a 18,31 ed una crescita degli utili per azione pari a 12,96%, un rendimento medio annuo in un arco temporale di dieci anni di circa il 13,16%.

Gli analisti prevedono un futuro roseo per la società. “Yahoo Finanza” riporta un rendimento annuo atteso per i prossimi cinque anni pari al 47%, mentre “MSN Money” indica un P/E *forward* massimo di 21 ed un P/E *forward* minimo di 16. In questo caso, considerando anche il fatto che non sto considerando il bilancio dell'anno 2020, credo sia meglio compiere una stima più conservativa. L'*equity* negli ultimi cinque anni è cresciuto in media del 2% l'anno. Facendo una media tra le due percentuali, otteniamo un rendimento medio del 25% annuo. I risultati ottenuti sono i seguenti:

PE \ Crescita	16	17	18	19	21
25,00%	23,54%	24,29%	25,01%	25,68%	26,95%

Figura 3.2.10, Risultati in base alla stima degli analisti

Utilizzando le stime degli analisti, si arriva a risultati ottimi, con un rendimento minimo del 23,54% fino ad un rendimento massimo del 26,95%.

È da calcolare ora il rendimento minimo richiesto dagli azionisti, utilizzando nuovamente la formula del CAPM. Ricordando che il tasso  $r_m$  è pari all'11,71% mentre il tasso  $r_f$  è pari al 2,19%, per un  $\beta$  di Disney pari a 1,21, il tasso  $r$  richiesto è:

$$r = 2,19\% + 1,21 \times (11,71\% - 2,19\%) = 13,71\%$$

Il rendimento minimo richiesto dagli azionisti è pari, quindi, a 13,71%.

È possibile quindi ora calcolarsi il valore intrinseco. Ultimi dati necessari sono il P/E, il quale viene nuovamente calcolato come media tra il P/E medio riferito ai dati storici (18,31) ed il P/E medio *forward* (18,5). Il P/E ottenuto è pari a 12,4. Come tasso di rendimento per la valutazione attraverso i dati storici si considera il tasso di crescita degli EPS degli ultimi cinque anni. Come EPS nella formula, avendo precedentemente detto che gli EPS<sub>TTM</sub> sono negativi, utilizzerò gli EPS dell'anno 2019. Le valutazioni saranno quindi le seguenti:

$$P_0 = 9,01 \times (1 + 12,96\%)^{10} \times \frac{18,4}{(1 + 13,71\%)^{10}} = \$ 155,10$$

$$P_0 = 9,01 \times (1 + 25\%)^{10} \times \frac{18,4}{(1 + 13,71\%)^{10}} = \$ 427,22$$

Riguardo il margine di sicurezza, in questo caso, a differenza di Alphabet Inc., per The Walt Disney Company il discorso è diverso. Seppur leader nei settori principali in cui opera, la Disney ha forse due principali rischi: il primo riguarda la situazione finanziaria, che come visto, seppur con giustificazioni abbastanza coerenti, non è del tutto perfetta; il secondo riguarda l'ingresso di Disney nel settore DTC, dove i *competitors* non mancano (si pensi a Netflix ed Amazon con la piattaforma Prime Video). Il margine di sicurezza da applicare in questo caso, a mio parere, è del 30%. Il prezzo di acquisto nei due casi diventa quindi:

$$P_0 = 155,10 \times (1 - 30\%) = \$ 108,57$$

$$P_0 = 427,22 \times (1 - 30\%) = \$ 299,06$$

La situazione che ci si pone davanti è da valutare molto attentamente. Nel caso in cui si utilizzino i dati storici, la società risulterebbe sopravvalutata. Tale soluzione era abbastanza ovvia dal momento in cui i dati proponevano un rendimento annuo inferiore rispetto al rendimento minimo richiesto dagli azionisti. Nel secondo caso, invece, l'azienda risulta sottovalutata e con ampi margini di profitto. A mio parere, nella maggior parte dei casi, è più corretto affidarsi alle proiezioni degli analisti piuttosto che su situazioni passate che sicuramente divergono dalle possibili situazioni future in cui si imbattono le società. In questo caso, però, nonostante i dati utilizzati non considerino quelli dell'anno appena passato, la logica consiglia di tenere a mente che la Disney continuerà sicuramente ad avere ancora incassi ridotti fino a data da destinarsi, a causa del COVID-19. L'impresa è quindi potenzialmente profittevole, ma un ingresso in questo momento sarebbe probabilmente sbagliato poiché i margini di profitto potrebbero tranquillamente aumentare.

### Impresa 3- The Coca-Cola Company (KO)

The Coca-Cola company è una delle società storiche che fanno parte del portafoglio di Warren Buffett. La società fa parte di quelle che vengono chiamate *dividend aristocrats*, ovvero una delle componenti dello S&P500 che distribuisce dividendi da oltre 25 anni. The Coca-Cola Company è quotata al NYSE e rientra nel settore del *consumer defensive*.

Partendo dall'analisi del business, nel report annuale del 2020, a pg. 2, viene riferito che la società è proprietaria e commercializza quattro dei cinque principali marchi di bibite gassate analcoliche al mondo (Coca-Cola; Diet Coke, Fanta e Sprite). The Coca-Cola Company è proprietaria, inoltre, di “Costa Coffee”, la seconda catena di caffè più grande del mondo dopo Starbucks e la più grande del Regno Unito<sup>97</sup>; “Energy Brands Inc.”; “Monster Beverage Corporation”; “Honest Tea”.

I guadagni di Coca-Cola sono così suddivisi:

Year Ended December 31,	2020
Concentrate operations	82 %
Finished product operations	18
Total	100 %

Figura 3.2.11, Fonte: The Coca-Cola Company annual report, 2020, pg.34

All'interno delle *concentrate operations*, che rappresentano l'82% dei ricavi totali, rientrano le vendite dei loro prodotti ad imbottiglieri autorizzati a realizzare prodotti finiti col marchio Coca-Cola. Nel Gennaio 2006, tali operazioni furono riunite per formare il “Bottling Investments Group”, creato per garantire che le operazioni di imbottigliamento ricevessero gli investimenti e le competenze appropriate per garantire il loro successo nel lungo periodo<sup>98</sup>.

Nelle *finished product operations*, le quali compongono il 18% del fatturato, invece, rientrano i prodotti finiti e commercializzati direttamente dall'azienda.

Coca-Cola si prefigge anche delle importanti sfide future. In particolar modo, cerca di affrontare il calo delle vendite dovuto allo spostamento del pubblico dalle bibite zuccherate a seguito di quella che viene chiamata “epidemia dell'obesità”. Obiettivo è, quindi, quello di concentrare lo sviluppo del prodotto in base ai cambiamenti nei gusti dei clienti.

Riguardo i *competitors*, il primo che viene in mente è senza dubbio PepsiCo. Insieme a questa società, Coca-Cola detiene la più grande fetta di mercato nel settore in cui operano.

<sup>97</sup> [https://it.wikipedia.org/wiki/Costa\\_Coffee](https://it.wikipedia.org/wiki/Costa_Coffee)

<sup>98</sup> <https://www.coca-colacompany.com/company/coca-cola-system>

Passando all'analisi dei numeri, Coca-Cola ha una capitalizzazione di mercato di circa 233 miliardi di dollari ed un EPS<sub>TTM</sub> pari a 1,67. Il prezzo a cui si scambia Coca-Cola è attualmente (al 6/05/2021) \$ 54 ed un P/E di 32,34. Riguardo i dati di bilancio degli ultimi dieci anni, la situazione è la seguente:

Anno	VENDITE	UTILI	EPS	FCF	FCF/share	BOOK VALUE/share	P/E RATIO
2011	\$ 46.542	\$ 8.584	\$ 1,85	\$ 6.554	\$ 1,41	\$ 6,80	12,86
2012	\$ 48.017	\$ 9.019	\$ 1,97	\$ 7.865	\$ 1,72	\$ 7,15	18,4
2013	\$ 46.854	\$ 8.584	\$ 1,90	\$ 7.992	\$ 1,77	\$ 7,35	21,4
2014	\$ 45.998	\$ 7.098	\$ 1,60	\$ 8.209	\$ 1,84	\$ 6,81	23,46
2015	\$ 44.294	\$ 7.351	\$ 1,67	\$ 7.975	\$ 1,81	\$ 5,80	27,36
2016	\$ 41.863	\$ 6.527	\$ 1,49	\$ 6.534	\$ 1,50	\$ 5,28	25,13
2017	\$ 36.212	\$ 1.248	\$ 0,29	\$ 5.431	\$ 1,26	\$ 3,94	44,12
2018	\$ 34.300	\$ 6.434	\$ 1,50	\$ 6.280	\$ 1,46	\$ 3,95	64,86
2019	\$ 37.266	\$ 8.920	\$ 2,07	\$ 8.417	\$ 1,95	\$ 4,40	29,44
2020	\$ 33.014	\$ 7.747	\$ 1,79	\$ 8.667	\$ 2,00	\$ 4,46	28,41

Figura 3.2.12, Dati bilanci The Coca-Cola Company 2011-2020

I dati riportati nello schema in figura 3.2.12, mostrano come negli ultimi dieci anni le vendite siano rimaste inizialmente costanti per poi entrare in una fase di declino. Gli utili, invece, sono rimasti costanti, aggirandosi sempre intorno ai 7/8mila dollari. Stesso discorso anche per il *free cash flow*. Entrando più nei dettagli, i dati di crescita sono i seguenti:

Anno	VENDITE	UTILI	EPS	FCF	FCF/share	BOOK VALUE/share
2011						
2012	3,17%	5,07%	6,49%	20,00%	21,63%	5,15%
2013	-2,42%	-4,82%	-3,55%	1,61%	3,30%	2,80%
2014	-1,83%	-17,31%	-15,79%	2,72%	4,08%	-7,35%
2015	-3,70%	3,56%	4,37%	-2,85%	-1,86%	-14,83%
2016	-5,49%	-11,21%	-10,78%	-18,07%	-17,36%	-8,97%
2017	-13,50%	-80,88%	-80,54%	-16,88%	-16,05%	-25,38%
2018	-5,28%	415,54%	417,24%	15,63%	16,30%	0,25%
2019	8,65%	38,64%	38,00%	34,03%	33,56%	11,39%
2020	-11,41%	-13,15%	-13,53%	2,97%	2,76%	1,36%

9 anni	-3,74%	-1,13%	-0,37%	3,15%	3,98%	-4,58%
7 anni	-4,88%	-1,45%	-0,85%	1,17%	1,78%	-6,89%
5 anni	-4,64%	3,49%	3,74%	5,81%	6,03%	-3,32%
3 anni	-1,27%	6,39%	6,07%	11,34%	11,13%	4,13%
1 anno	-11,41%	-13,15%	-13,53%	2,97%	2,76%	1,36%

Figura 3.2.13, Analisi crescita The Coca-Cola Company

Le percentuali mostrano come le vendite negli anni siano costantemente calate, mentre gli utili, negli ultimi cinque anni hanno avuto una leggera crescita, intorno al 3,5% annuo. Il *free cash flow* nonostante una flessione avuta tra gli anni 2015-2017, sono cresciuti con una media del 3,15% annuo negli ultimi dieci anni e con una media del 5,81% annuo negli ultimi cinque.

Passando ora alla situazione patrimoniale di The Coca-Cola Company, abbiamo i seguenti dati:

<b>CURRENT RATIO</b>	1,31772
<b>QUICK RATIO</b>	1,09403
<b>DEBT/ASSET</b>	0,75619
<b>DEBT/EQUITY</b>	3,10148
<b>LT DEBT/EQUITY</b>	2,41548
<b>DEBT/FCF</b>	7,61648

È facilmente riscontrabile una non perfetta situazione finanziaria. Il *current ratio* pari ad 1,3 ed il *quick ratio* pari a 1,09, sono discreti ma non danno estrema sicurezza. Inoltre il debito è pari al 300% dell'*equity*, un numero molto alto. Infine il rapporto debiti/*free cash flow* mostra che per ripagare il debito, mantenendo costante il flusso di cassa, servirebbero per l'estinzione oltre sette anni.

In base alle operazioni mostrate precedentemente, individuo dei possibili P/E futuri e tassi di crescita annui futuri:

PE \ Crescita	12,86	25,626	38,392	51,626	64,86
-13,53%	-21,14%	-15,51%	-12,03%	-9,38%	-7,29%
-4,89%	-13,27%	-7,08%	-3,25%	-0,34%	1,96%
3,74%	-5,40%	1,35%	5,53%	8,71%	11,21%
4,90%	-4,34%	2,49%	6,72%	9,93%	12,46%
6,07%	-3,27%	3,63%	7,91%	11,15%	13,71%

Figura 3.2.14, Scenari di crescita

I risultati ottenuti in base ai dati storici non sono affatto positivi. L'unico caso, infatti, in cui The Coca-Cola Company sopra-performerebbe il mercato (basandosi sul rendimento medio degli ultimi dieci anni dello S&P500 pari a 12,82%) sarebbe nel migliore, ovvero quello in cui si avrebbe il più alto tasso di crescita ed il più alto P/E, con cui si otterrebbe un rendimento medio annuo pari a 13,71%.

Basandosi sulle stime degli analisti, i quali individuano 9,05% come tasso di crescita annuo, la situazione diventerebbe la seguente:

PE Crescita	27	30	35	38	41
9,05%	7,10%	8,24%	9,92%	10,82%	11,67%

Figura 3.2.15, Risultati in base alle stime degli analisti

Anche seguendo i dati degli analisti che riportano un tasso di crescita annuo pari a 9,05% ed un P/E *forward* massimo di 41, contrapposto ad un P/E *forward* minimo di 27, la situazione non migliora. In realtà basandosi su tali risultati, la società non supererebbe mai il rendimento del mercato.

Prima di passare al calcolo del valore intrinseco, basandomi sulla formula del CAPM, calcolerò il rendimento minimo richiesto dagli azionisti. Sapendo che il  $\beta$  di Coca-Cola è pari a 0,62 il risultato sarà:

$$r = 2,19\% + 0,62 \times (11,71\% - 2,19\%) = 8,09\%$$

Il rendimento minimo richiesto è quindi pari a 8,09%.

Passando al calcolo del valore intrinseco, ho individuato come P/E *forward* medio, 36,19, risultato ottenuto dalla media dei P/E *forward* calcolato attraverso i dati storici (38,39), con la media dei P/E *forward* ottenuti dalle stime degli analisti (34). Il tasso di crescita utilizzato nella stima basata sui dati storici sarà 3,74%, ovvero il rendimento medio annuo degli ultimi cinque anni, mentre il tasso di crescita usato nella stima in base agli studi svolti dagli analisti sarà quello precedentemente indicato, ovvero 9,05%. I risultati ottenuti sono i seguenti:

$$P_0 = 1,67 \times (1 + 3,74\%) \times \frac{34}{(1 + 8,09\%)^{10}} = \$ 40,07$$

$$P_0 = 1,67 \times (1 + 9,05\%) \times \frac{34}{(1 + 8,09\%)^{10}} = \$ 66,04$$

Nel caso di Coca-Cola, il margine di sicurezza che reputo consono, è del 40%. Credo che sia la percentuale più adatta per due ragioni principali. La prima risiede nel fatto che la situazione finanziaria di Coca-Cola, nonostante essa sia una società affermata, non è delle migliori. La seconda, invece, credo che sia dovuta al

fatto che, con questi numeri, un maggior margine di sicurezza sia necessario per garantire un profitto soddisfacente.

Una volta applicato il margine di sicurezza, i risultati diventano:

$$P_0 = 40,07 \times (1 - 40\%) = \$ 24,04$$

$$P_0 = 66,04 \times (1 - 40\%) = \$ 39,62$$

In entrambi i casi giungiamo alla stessa soluzione: Coca-Cola è sopravvalutata e non rientra nella categoria di investimenti sicuri. Nonostante ciò, Warren Buffett, uno dei più importanti *value investor*, detiene Coca-Cola. Il motivo per cui ciò avviene è lo stesso per il quale tutti coloro che decidono di investire in questa società lo fanno: i dividendi. Come detto nell'introduzione Coca-Cola rientra nelle società con una grande storia di distribuzione di dividendi. Ciò la rende sicura sotto l'ottica di rendimento fisso certo ma, come tutte le società che distribuiscono dividendi costantemente da lungo periodo, non ha grandi prospettive di crescita, altrimenti non distribuirebbe dividendi ma li investirebbe, personalmente, per crescere.

### 3.3 Commenti

Ho deciso di scegliere le tre società sopra analizzate, in modo tale da poter identificare tre casi differenti tra loro e all'interno dei quali, a mio parere, fosse possibile racchiudere tutte le situazioni che si riscontrano alla fine di uno studio di questo tipo.

Nel primo caso, la situazione che ci si palesa, è sicuramente la migliore: società affermata e leader nel settore; ottimi dati storici e situazione finanziaria; notevoli prospettive di crescita future.

Il secondo caso ci mostra come una società tanto rinomata, ben diversificata e con una visione futura sicuramente lungimirante, possa avere comunque qualche pecca. Nel nostro caso, il problema era concentrato nella non perfetta situazione finanziaria, con la quale si trova ad affrontare, inoltre, un periodo storico come quello che stiamo vivendo adesso, sicuramente complesso anche a livello economico.

Infine l'ultimo caso porta avanti la situazione di una terza società che, nonostante sia stata storicamente una delle più importanti e conosciute, sta entrando probabilmente nella sua naturale fase di declino, con crescita negativa e poche prospettive future, in un settore che è, ormai, saturo.

Non mi sono soffermato sull'analisi di *growth stocks* perché credo che questa tipologia di analisi che ho portato avanti, tenderebbe a sottovalutarle eccessivamente, essendo incentrata, comunque, sullo studio di dati che, nei loro casi, sarebbero stati sicuramente interpretati negativamente, nonostante siano naturali nelle loro condizioni. Avevo, infatti, tentato di affrontare la valutazione di quattro società che erano categorizzabili come *growth stocks*: Netflix; Tesla; Palantir; Uber. Il problema sorgeva quando, alla fine, i risultati ottenuti erano eccessivamente negativi e non rispecchiavano sufficientemente le loro prospettive di crescita. Volendo dare un'idea su come affrontare questo genere di valutazione credo che gli step da seguire siano i seguenti:

1. Individuare i settori che appartengono al futuro come, ad esempio, streaming online; big data; energia rinnovabile
2. Analizzare i report annuali, dove è possibile individuare il business all'interno del quale tali società intendono operare, e gli obiettivi a medio e lungo termine che essi si pongono;
3. Verificare la veridicità di tali dati per evitare di incappare in società che prospettano obiettivi straordinari ma irrealizzabili.





---

## Conclusioni

---

Nel primo paragrafo di questo elaborato ho cercato di portare alla luce, con una breve spiegazione, la situazione generale in cui versa l'economia ed in particolar modo i mercati finanziari, nei quali negli ultimi anni si stanno riscontrando dati, forse, eccessivamente positivi. Significativi sono, infatti, i più importanti indici come lo S&P500 e il DJIA, i quali al momento si trovano ai loro *all-time high*. Avevo allora individuato nel *Value Investing*, la modalità, probabilmente, più consona per poter affrontare al meglio, che nel mondo degli investimenti vuol dire con il minor rischio possibile, questo periodo.

Bridgewater Associates, società americana di gestione degli investimenti fondata da Ray Dalio <sup>99</sup>, ha pubblicato, nel Febbraio 2021, un report dal titolo "*Stock Market Bubble?*", all'interno del quale mostra le sue opinioni e le sue analisi al fine di determinare la situazione dei mercati. Mi ci sono soffermato con molta attenzione per cercare di comprendere se effettivamente l'idea che mi ha spinto ad approfondire la conoscenza di questa teoria fosse fondata o meno. Come riportato nei capitoli precedenti, le aziende che entrano di diritto o quasi nella categoria *value stocks*, sono le imprese grandi ed affermate. Lo studio portato avanti da Ray Dalio riguarda un confronto del mercato in generale e delle aziende emergenti nella loro situazione attuale, con le bolle più importanti degli anni passati. Il suo studio si basa su sei domande:

1. Quanto sono alti i prezzi rispetto alle misure tradizionali?
2. I prezzi scontano condizioni insostenibili?
3. Quanti nuovi acquirenti (cioè coloro che prima non erano sul mercato) sono entrati nel mercato?
4. Quanto è rialzista il *sentiment*?
5. Gli acquisti vengono finanziati da una leva finanziaria elevata?
6. Gli acquirenti hanno effettuato acquisti a termine eccezionalmente estesi per speculare o per proteggersi da futuri aumenti dei prezzi?

Ad ognuna di queste domande, R. Dalio ha fornito una valutazione suddivisa in quattro stadi: *No Bubble*; *Somewhat Frothy*; *Frothy*; *Bubble*. I risultati ottenuti dal suo studio sono i seguenti:

---

<sup>99</sup> [https://it.wikipedia.org/wiki/Bridgewater\\_Associates](https://it.wikipedia.org/wiki/Bridgewater_Associates)

	Roaring 1920s	Dot-Com Bubble	2007	Today: Total Mkt	Today: Emerging Tech
1 Prices Are High Relative to Traditional Measures	Bubble	Bubble	No Bubble	Somewhat Frothy	Frothy
2 Prices Are Discounting Unsustainable Conditions	Bubble	Bubble	No Bubble	No Bubble	Frothy
3 New Buyers Have Entered the Market	Bubble	Bubble	Frothy	Frothy	Bubble
4 There Is Broad Bullish Sentiment	Bubble	Bubble	Frothy	Frothy	Bubble
5 Purchases Are Being Financed by High Leverage	Bubble	Bubble	Bubble	Somewhat Frothy	Bubble
6 Buyers/Businesses Have Made Extended Forward Purchases	Frothy	Bubble	Bubble	No Bubble	Somewhat Frothy

Figura 3.3.1, Fonte: “Stock Market Bubble?”, R. Dalio, 2021

I risultati ottenuti portano alla constatazione del fatto che, al giorno d’oggi, vi sono certamente aziende che si trovano in una bolla, anche se è molto difficile stabilirlo con estrema cura, poiché il concetto di bolla si basa sul fatto che nessuno sa della sua esistenza finché non scoppia. Ma, basandosi su tali parametri, le aziende emergenti si troverebbero in questa condizione.

Questa breve digressione porta alla conclusione definitiva del mio elaborato. Il *Value Investing* è, come tutte le teorie dell’investimento, una scienza non esatta. Il tempo e le performance, però, gli hanno dato la possibilità di affermarsi come un’ottima teoria di riferimento che non ricerca i rendimenti stratosferici ma che riesce a mantenere al sicuro il denaro di colui che vi si affida, anche in condizioni difficili come quella che la nostra economia sta affrontando e dovrà affrontare negli anni a venire.



<https://www.ilsole24ore.com/art/l-fmi-migliora-stime-l-economia-globale-ma-taglia-oltre-due-punti-quelle-l-italia-2021-ADVkbFB>

<https://www.nasdaq.com/glossary/v/value-investing>

[https://it.wikipedia.org/wiki/Value\\_investing](https://it.wikipedia.org/wiki/Value_investing)

<http://buffettpedia.com/2015/01/market-value-vs-intrinsic-value-of-a-stock/>

<https://www.troweprice.com/financial-intermediary/it/it/thinking/articles/2020/q3/investing-through-pandemic.html>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/imultipli.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/prezzo-teorico.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/fair-value.html>

<https://www.investopedia.com/terms/p/passiveinvesting.asp>

<https://www.moneyfarm.com/it/etf/>

<https://www.pascaprofit.com/blog/il-vero-segreto-del-value-investing/>

[https://aswathdamodaran.blogspot.com/2020/10/value-investing-i-back-story.html?fbclid=IwAR3A1uPA\\_tFIFZk8SEGUBKOKWGW53qypWgBAmJ-qv5TRbXEsgsYp6omdcv44](https://aswathdamodaran.blogspot.com/2020/10/value-investing-i-back-story.html?fbclid=IwAR3A1uPA_tFIFZk8SEGUBKOKWGW53qypWgBAmJ-qv5TRbXEsgsYp6omdcv44)

<https://www.money.it/Utile-per-azione-EPS-cos-e-e-come>

<https://www.investireinborsa.info/value-investing-la-formula-matematica-di-graham-per-investire/>

<https://www.robertopesce.com/investing/investire-warren-buffett-value-investing/>

<https://www.forbes.com/sites/kristinmckenna/2020/06/16/is-dollar-cost-averaging-better-than-investing-a-lump-sum/?sh=67017d7a7fa5>

<https://thefmreport.ie/30-years-of-dollar-cost-averaging-does-it-work/>

<https://www.invesco.com/usrest/contentdetail?contentId=049233173f5c3510VgnVCM100000c2f1bf0aRCRD&audienceType=investors>

<https://www.investopedia.com/terms/b/bargain-purchase.asp>

<https://www.soldionline.it/guide/basi-investimento/investimento-vs-speculazione>

<https://www.professionefinanza.com/investire-e-speculare-le-differenze/>

[https://it.wikipedia.org/wiki/George\\_Soros](https://it.wikipedia.org/wiki/George_Soros)

[https://www.huffingtonpost.it/2013/05/12/george-soros-lo-speculato\\_n\\_3262351.html](https://www.huffingtonpost.it/2013/05/12/george-soros-lo-speculato_n_3262351.html)

<https://www.soldionline.it/guide/grandi-investitori/growth-investing-10-consigli>

<https://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Fair+game>

<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/mkteff.pdf>

<http://193.205.144.19/dipartimenti/distateq/garofalo/emh.pdf>

<https://www.investopedia.com/terms/s/smart-money.asp>

<https://www.dedaloinvest.com/education/didattica-investimenti/capm>

[https://www.performancetrading.it/Documents/McAnalisi/McA\\_Random\\_Walk.htm](https://www.performancetrading.it/Documents/McAnalisi/McA_Random_Walk.htm)

<https://www.bankpedia.org/index.php/it/90-italian/c/18924-capital-asset-pricing-model-capm-enciclopedia>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/capm.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/tasso-risk-free.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/beta.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/arbitrage-pricing-theory.html>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/roe.html>

<https://www.investopedia.com/terms/g/growthinvesting.asp>

<https://www.soldionline.it/guide/grandi-investitori/growth-investing-10-consigli>

<https://it.businessinsider.com/il-mercato-si-divide-tra-value-e-growth-gli-investitori-scommettono-sulla-nuova-inversione-del-trend/>

<https://invezz.com/it/notizie/2020/10/18/migliori-titoli-lungo-termini-novembre/>

<https://intermarketandmore.finanza.com/rotazione-e-ripartenza-i-mercati-vedono-il-new-deal-91091.html>

<http://investitoreintelligenteblog.blogspot.com/2016/12/le-8-regole-fondamentali-di-benjamin.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capitale-circolante-netto.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/prezzo-utile-per-azione.html>

<https://www.investopedia.com/investing/use-pe-ratio-and-peg-to-tell-stocks-future/>

<https://www.investopedia.com/ask/answers/061515/which-metric-should-i-pay-more-attention-evebitda-or-pe.asp>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/earnings-before-interest-taxes-depreciation-and-amortisation.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/price-book-value.html>

<https://www.investopedia.com/investing/using-price-to-book-ratio-evaluate-companies/>

<https://www.investopedia.com/terms/b/booktomarketratio.asp>

<https://www.investopedia.com/terms/b/booktomarketratio.asp>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/prezzo-flusso-di-cassa-per-azione.html>

<https://www.investopedia.com/terms/p/price-to-cash-flowratio.asp>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/azione-ordinaria.html>

<https://www.ig.com/it/glossario-trading/definizione-di-current-ratio>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/free-cash-flow.html>

<https://www.investopedia.com/terms/d/dividendyield.asp>

<https://www.wallstreetitalia.com/utigli-pro-forma-torna-il-tormentone>

<https://www.investopedia.com/terms/s/spv.asp>

<http://aswathdamodaran.blogspot.com/2011/06/thoughts-on-intrinsic-value.html>

[https://it.wikipedia.org/wiki/Costo\\_medio\\_ponderato\\_del\\_capitale](https://it.wikipedia.org/wiki/Costo_medio_ponderato_del_capitale)

<https://www.uniba.it/corsi/mec/m.-mariani-1/CAPITOLO16ILCOSTODELCAPITALEAZIONARIO.pdf>

<https://www.investopedia.com/terms/d/ddm.asp>

<http://www.dantonio-consulting.it/approfondimenti/valutazione-d-azienda/26-modello-di-gordon>

<https://it.mfginvest.com/gordon-growth-model>

<https://www.investopedia.com/terms/d/ddm.asp>

<https://www.investopedia.com/terms/i/intrinsicvalue.asp>

<https://www.investopedia.com/ask/answers/042315/what-are-drawbacks-using-dividend-discount-model-ddm-value-stock.asp>

<https://www.investopedia.com/terms/p/portfolio-variance.asp>

<https://it.wikipedia.org/wiki/Covarianza>

<https://gs.statcounter.com/search-engine-market-share>

<https://gs.statcounter.com/os-market-share/mobile/worldwide>

[https://it.wikipedia.org/wiki/Costa\\_Coffee](https://it.wikipedia.org/wiki/Costa_Coffee)

<https://www.coca-colacompany.com/company/coca-cola-system>

[https://it.wikipedia.org/wiki/Bridgewater\\_Associates](https://it.wikipedia.org/wiki/Bridgewater_Associates)

## Bibliografia

---

- Abate, G., “L’efficienza degli indici azionari: un’analisi empirica”, 2012
- Alphabet Inc. annual report, 2011-2020
- Athanassakos G., Value Investing Vs. Modern Portfolio Theory, Journal of Business & Financial Affairs, 2012
- Brealey, R. A, Myers S.C., Sandri S., “Principi di finanza aziendale”, 8 ED, McGraw-Hill, Milano, 2020
- Buffett, M., Clark, D., “I segreti di Warren Buffett. Come avere successo negli affari evitando le trappole del mercato”, Lindau, 2007
- “Compendio di analisi di bilancio”, 2021, edizioni giuridiche Simone
- Dalio, R., “Stock Market Bubble?”, 2021
- Damodaran, A., “Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence, Stern School of Business, 2006
- Damodaran, A., “Value Investing: Investing for Grown Ups?”, 2012
- Damodaran, A., “Discounted Cash Flow Valuation”
- Damodaran, A., “Investing on hope? Small Cap and Growth Investing”
- Damodaran, A., “The Case For Passive Investing”
- Damodaran, A., “Value Investing II: Tough times for Value Investing - Passing Phase or a Changed World?”
- Fama, E. F., French, K., “The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence”, Journal of Economic Perspectives, Vol. 18, 2004
- Fama, E. F., “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, The Journal of Finance, May, 1970, Vol. 25, No. 2
- Fama, E. F., “Efficient Capital Markets: II, The Journal of Finance”, Dec. 1991, Vol. 46, No. 5
- Ferrari, G., “Value Investing”, ed. Hoepli, 2015
- Graham, B, “A Questionnaire on Stockholder-Management Relationship”, The Analysts Journal, Fourth Quarter, 1947
- Graham, B., “The Intelligent Investor”, HarperCollins, 1973
- Graham, B. Dodd, D., “Security Analysis: Sixth Edition ”, McGrawHill, 2012
- Hagstrom, R. G., “Il metodo Warren Buffett”, Hoepli, 2014
- Klarman, S., “Margin of Safety”, HarperCollins, 1991

## *Bibliografia*

- Lakonishok, J., Shleifer A., Vishny R. W., “Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk”, 1994
- Orjola, S. “L’ipotesi dei mercati efficienti: il contributo della finanza comportamentale”, 2018
- Shiller, R., “Attempts to rationalize exuberance”, Princeton University Press, 2005
- The Coca-Cola Company, 2011-2020
- The Walt Disney Company, 2010-2020
- Tilley, J. R., “Investment Performance of Common Stock in Relation to their Price-Earnings Ratios: BASU 1977 Extended Analysis”, 2015