



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI**

**"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA E MANAGEMENT**

**PROVA FINALE**

**"LA VALUTAZIONE DELLE AZIONI: TECNICHE E STRUMENTI  
DELL'ANALISI FONDAMENTALE APPLICATI AL TITOLO FIDIA"**

**RELATORE: CH.MA PROF. SSA ELENA SAPIENZA**

**LAUREANDO: MARCO MARTINELLO**

**MATRICOLA N. 1043333**

**ANNO ACCADEMICO 2014 - 2015**

## **INDICE**

|  |           |
|--|-----------|
| <b>INTRODUZIONE</b>  | <b>1</b>  |
| <b>CAPITOLO 1: <i>I modelli di valutazione delle azioni</i></b>    | <b>4</b>  |
| 1.1 Introduzione   | 4         |
| 1.2 Dividend Discount Model (DDM)                                  | 6         |
| 1.3 La politica dei dividendi                                      | 11        |
| 1.4 I modelli Discounted Cash Flow                                 | 14        |
| 1.5 I multipli di valutazione                                      | 18        |
| <b>CAPITOLO 2: <i>La valutazione del titolo Fidia</i></b>          | <b>27</b> |
| 2.1 Introduzione   | 27        |
| 2.2 Fidia SpA: una panoramica sulla società e sui dati di bilancio | 27        |
| 2.3 Valutazione di Fidia   | 31        |
| 2.4 L'analisi del business e delle prospettive di crescita         | 37        |
| 2.5 Considerazioni finali  | 39        |
| <b>RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI</b>                                   | <b>41</b> |

## INTRODUZIONE

La storia ci insegna che nel lungo periodo le azioni offrono un rendimento superiore rispetto alle obbligazioni e ai titoli di Stato. Il motivo principale che spinge i risparmiatori ad acquistare azioni è l'elevato rendimento atteso che si aspettano dal capitale investito: investire in Borsa può rappresentare un'ottima opportunità per accrescere la propria ricchezza personale.

Nonostante il listino di Piazza Affari abbia guadagnato circa il 90% negli ultimi tre anni, pochi investitori italiani hanno beneficiato di questi guadagni. In Italia non è infatti diffusa una cultura finanziaria sviluppata come negli Stati Uniti o in Inghilterra: meno del 10%<sup>1</sup> delle famiglie italiane detiene titoli azionari in quanto storicamente avverse al rischio. Non esistono, tuttavia, investimenti con elevati rendimenti attesi e privi di rischio: il rendimento offerto dalle azioni, tramite l'aumento del loro prezzo e il pagamento dei dividendi, è incerto e spesso legato a fattori non facilmente controllabili dai risparmiatori. Investire in azioni significa, infatti, investire nel business di una società e partecipare ai risultati e all'andamento di quest'ultima: se mancano i risultati economici difficilmente saliranno i prezzi delle sue azioni.

L'analista che si basa sull'analisi fondamentale esamina i bilanci di un'azienda e il settore in cui essa opera, formula stime attendibili sul tasso di crescita degli utili, sui dividendi distribuiti agli azionisti, sull'evoluzione dei tassi di interesse e si serve dell'analisi relativa per valutare un titolo in relazione ad altri titoli considerati comparabili, con l'obiettivo di determinare il valore intrinseco (*fair value*) di un'azione e individuare nuove opportunità di investimento.

Chi si avvicina alla Borsa con l'ottica dello speculatore di breve periodo non si concentra sulle prospettive di crescita del business di un'azienda ma sulle dinamiche dei prezzi delle azioni ed utilizzando gli strumenti grafici e statistici dell'analisi tecnica cerca di prevedere i movimenti delle quotazioni per poter approfittare delle eventuali oscillazioni. Chi invece decide di investire in una società quotata, compra azioni sottovalutate con la convinzione che nel lungo periodo i mercati riconosceranno il loro potenziale ed è disposto a mantenerle finché continueranno ad aumentare il loro valore intrinseco. Come ha detto Warren Buffett (considerato da molti il più grande investitore di tutti i tempi): *“Il mercato azionario è semplice. Basta acquistare per una cifra inferiore al loro valore intrinseco quote di una grande azienda gestita da dirigenti integerrimi e capaci, e quindi conservare quelle quote per*

---

<sup>1</sup>G. RUSSO, 2014, *Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani*, Centro di Ricerca e documentazione “Luigi Einaudi”, Giugno 2014

*sempre.*"<sup>2</sup>

L'obiettivo di questo lavoro è quello di fornire una panoramica degli strumenti e dei metodi più utilizzati dall'analisi fondamentale per la valutazione del valore di un'azienda e delle azioni che la rappresentano.

Nel primo capitolo, dopo aver descritto le principali differenze tra analisi tecnica e fondamentale, vengono esposti i modelli di valutazione basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa (*DCF, Discounted Cash Flow*) ed i modelli basati sulla valutazione relativa (metodo dei *multipli*), mettendone in risalto vantaggi e limiti e specificando le variabili e le ipotesi che influenzano i metodi esaminati. Ho inoltre inserito una breve trattazione della politica dei dividendi in quanto ritengo che le decisioni riguardanti la distribuzione degli utili possano influire in modo rilevante sul valore delle azioni.

Nel secondo capitolo, invece, viene proposta l'analisi di un titolo azionario quotato nel segmento STAR del Mercato MTA di Borsa Italiana: il titolo Fidia. Ho provato ad applicare alcuni degli strumenti dell'analisi fondamentale esposti nel primo capitolo: sono partito dall'analisi dei principali dati di bilancio aziendali per poi concentrarmi sulla valutazione vera e propria del titolo. In particolare, ho riportato la valutazione basata sull'attualizzazione dei flussi di cassa effettuata da Banca IMI e di seguito ho riproposto l'analisi modificando alcune delle ipotesi e mostrando i calcoli effettuati per stimare il target price. Ho poi confrontato i più importanti multipli dell'azienda con quelli delle imprese comparabili selezionate ed infine ho applicato il Dividend Discount Model. Mi sono soffermato sulla performance fatta registrare in Borsa dal titolo dopo la pubblicazione dei risultati del 2014 ma, soprattutto, sulle prospettive di crescita del Gruppo Fidia nel medio-lungo termine. Ho seguito costantemente l'andamento del titolo nell'ultimo anno tenendomi aggiornato sulle notizie pubblicate inerenti all'azienda e al settore di riferimento. Per questo ho voluto analizzare proprio le azioni di Fidia nel mio elaborato: un'azienda sana, con buoni fondamentali, tra i leader del proprio settore, che per molti mesi è rimasta sottovalutata dal mercato ma che grazie agli ottimi risultati dell'ultimo esercizio è riuscita ad attirare l'attenzione degli investitori e a far registrare un periodo di forti rialzi in Borsa.

Credo che qualsiasi investitore attraverso l'analisi fondamentale (utilizzata anche in combinazione con altre tecniche) possa valutare la bontà di un investimento azionario in modo più consapevole e razionale: se non si ha una minima idea del valore delle azioni che si

---

<sup>2</sup> P. DI LORENZO, 2008, *L'odore dei soldi*, 1° Edizione, Roma: Alberto Castelvechi Editore, p. 73

stanno acquistando e si agisce solamente seguendo il proprio istinto o il proprio umore momentaneo, come è possibile orientarsi e ricercare opportunità di investimento interessanti? Non esiste una scienza infallibile per prevedere i rialzi ed i ribassi di Borsa. Partire dall'analisi dei bilanci e scegliere titoli di aziende solide con buone prospettive di crescita potrebbe essere la scelta vincente. Tuttavia i processi di valutazione sono complessi in quanto devono prendere in considerazione molteplici variabili e basarsi su stime plausibili. Ritornando alle parole di Warren Buffett, anche utilizzando correttamente l'analisi fondamentale *“investire è semplice, ma non è facile”*.

## *CAPITOLO 1: I modelli di valutazione delle azioni*

"Qualche volta si ha l'impressione che la Borsa sia un grande casinò.

Come puntare sul rosso o sul nero: si vince se il titolo sale, si perde se il titolo scende. Quando si mettono in gioco i propri risparmi, però, non è il caso di affidarsi alla dea bendata. La fortuna aiuta, ma è meglio tenere gli occhi ben aperti.

I mercati offrono opportunità di preservare o aumentare il valore del capitale, ma comportano anche insidie, soprattutto per chi non è avvezzo alle logiche della finanza. L'analisi fondamentale non è garanzia di sicuro arricchimento, ma è una lente utile a esaminare meglio quello che si compra." (Olivieri, 2012)<sup>3</sup>

### **1.1 INTRODUZIONE**

Le **azioni** (*stocks* in inglese) sono titoli di credito rappresentativi del capitale sociale di una società: sono dei documenti il cui possesso attribuisce al titolare lo status di socio e l'insieme dei diritti e dei doveri che si connette a tale status. Il mercato azionario è il luogo (non necessariamente fisico) dove vengono negoziati i titoli azionari.

Le azioni possono essere di diverse tipologie (azioni ordinarie, privilegiate, di risparmio...) ma tutte rappresentano "frazioni" o "parti" dell'azienda emittente; investire in titoli azionari significa partecipare all'andamento e ai risultati dell'azienda in esame.<sup>4</sup>

Il prezzo di un'azione viene determinato dalla dinamica della domanda e dell'offerta, ovvero dall'incontro tra chi acquista e chi vende, ed indica quindi quanto sono disposti a pagare gli investitori per un determinato titolo azionario. Esso differisce dal valore di un'azione ed è proprio la differenza tra prezzo e valore che dà origine agli scambi sul mercato azionario: quando il prezzo appare sottovalutato (sopravvalutato) rispetto alla stima del valore, si determina l'opportunità di intraprendere operazioni di acquisto (vendita). Raramente valori e prezzi coincidono.

Gli analisti finanziari utilizzano abitualmente due differenti metodi (usati anche congiuntamente) per la determinazione del valore dei titoli azionari: **l'analisi fondamentale** e **l'analisi tecnica**. La prima ha come obiettivo la stima del valore intrinseco (il *fair value*) delle

---

<sup>3</sup> M.A. MARCHESONI, prefazione di A. OLIVIERI, 2012, *La guida del Sole 24 Ore all'analisi fondamentale*, Milano: Il Sole 24 Ore, p. 7

<sup>4</sup> M. LIERA, 2000, *Capire la borsa*, 1° Edizione, Milano: Il Sole 24 Ore, p. 3

attività finanziarie attraverso l'analisi del business della società, della situazione contabile e delle prospettive di crescita dell'impresa e delle variabili macro e microeconomiche che possono avere un impatto sul valore dell'azione o della società. L'analisi tecnica invece si concentra sul prezzo di mercato esaminando l'andamento storico del titolo. Gli analisti tecnici non si preoccupano di stabilire il prezzo "giusto" di un'azione o il valore "giusto" di una società, ma utilizzano le informazioni e le tendenze dei prezzi storici per prevedere lo sviluppo futuro del prezzo di un titolo. L'analisi tecnica non studia quindi perché il prezzo di un titolo cambia, ma come cambia nel tempo: mira a individuare i caratteri costanti delle sue oscillazioni per determinare il momento più favorevole per operare. Si ricorre all'analisi tecnica principalmente per gli investimenti con orizzonte di breve termine.<sup>5</sup>

In questo elaborato mi concentrerò esclusivamente sull'analisi fondamentale: i modelli di valutazione che presenterò in questo capitolo hanno lo scopo di determinare il "giusto" prezzo di un titolo azionario partendo dai dati di bilancio aziendali.

Il punto di partenza dell'analisi fondamentale sono infatti i dati di bilancio a cui si aggiungono dati macroeconomici e settoriali; l'obiettivo dell'analisi è quello di riuscire ad individuare i titoli che offrono maggiori opportunità di rendimento in un orizzonte temporale di medio-lungo termine: nel breve periodo, infatti, il prezzo di un titolo può risultare sottovalutato o sopravvalutato (nel breve periodo gli investitori possono comportarsi in maniera irrazionale), ma solitamente nel medio-lungo termine il mercato tende sempre a riconoscere il suo valore adeguato.

I modelli di valutazione dei titoli possono essere divisi in due categorie:

- modelli basati sulla valutazione **assoluta**;
- modelli basati sulla valutazione **relativa**.

Nella prima categoria rientrano i modelli che stimano il valore intrinseco di un titolo attualizzando i flussi di cassa previsti ad un tasso che ne rifletta correttamente la rischiosità (metodo dei flussi di cassa attualizzati). Mentre nella seconda categoria rientrano i modelli che stimano il valore di un'azione basandosi sui prezzi di borsa che il mercato assegna a società comparabili; in questi modelli è necessario definire alcuni indici che esprimono il prezzo dell'azione in funzione delle variabili che ne influenzano il valore, come ad esempio gli utili o le vendite (metodo dei cosiddetti "*multipli*").<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> GIANNI LO MARTIRE, GIUSEPPE LO MARTIRE, 2000, *La determinazione del valore d'azienda*, Milano: Franco Angeli, p.69

<sup>6</sup> S. POZZOLI, 2008, *Valutazione d'azienda*, Ipsosa, p.10

## 1.2 DIVIDEND DISCOUNT MODEL (DDM)

Il valore di un qualsiasi investimento può essere determinato tramite l'attualizzazione dei flussi di cassa che è in grado di generare in futuro per l'investitore. Nella valutazione delle azioni di una società il problema sorge quando bisogna scegliere quale tipologia di flussi impiegare. Quando un investitore acquista azioni, in genere si aspetta di ricevere due tipologie di flussi di cassa: i **dividendi** che la società distribuirà nel periodo in cui manterrà le azioni e un **prezzo atteso** (prezzo di vendita del titolo) quando deciderà di vendere le azioni ad un altro investitore.<sup>7</sup> La remunerazione complessiva per l'azionista, infatti, non è costituita dai soli dividendi ma anche dalla possibilità di conseguire un guadagno in conto capitale (*capital gain: prezzo di vendita – prezzo di acquisto*), scommettendo su un andamento favorevole dei prezzi. Il primo tipo di flusso è un pagamento effettuato direttamente dalla società verso i suoi azionisti (il dividendo è quella parte di utile che una società decide di distribuire ai suoi azionisti come remunerazione del capitale investito), mentre il prezzo atteso è uguale al valore delle azioni sul mercato al momento della cessione delle stesse, che a sua volta è determinato dai dividendi futuri.

Il valore di un'azione è quindi rappresentato dal valore attuale dei dividendi attesi lungo tutto l'arco della vita dell'impresa. Nella formula generale del modello, il valore di un'azione è dato dal valore attuale dei dividendi attesi all'infinito:

$$P_0 = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{Div_n}{(1+r)^n}$$

Dove:

- $P_0$  è il prezzo corrente;
- $r$  è il tasso di sconto appropriato
- $Div_n$  è il dividendo atteso all'anno  $n$

Nella maggior parte dei casi anche i miglior analisti riescono a fare previsioni affidabili solo per un intervallo limitato di tempo (orizzonte temporale di 5-10 anni); nessuno è in grado di stimare i dividendi all'infinito, a maggior ragione se si considera che le decisioni riguardanti l'ammontare e la distribuzione temporale dei dividendi sono lasciate alla discrezione degli amministratori.

É possibile, tuttavia, ipotizzare una serie di differenti scenari: uno scenario caratterizzato da **tasso di crescita dei dividendi nullo**, uno caratterizzato da un **tasso di crescita costante dei**

---

<sup>7</sup> L. COURTEAU, 2008, *Valore d'impresa e valori di bilancio*, Milano: Franco Angeli, pp.23-26



**dividendi** e infine uno caratterizzato da **tassi di crescita differenziati dei dividendi**.<sup>8</sup>

### *Tasso di crescita dei dividendi pari a zero*

Nel primo caso (cd. *zero growth model*), ipotizzando sia un flusso di dividendi che un tasso d'attualizzazione costanti, possiamo ricondurci al modello della rendita perpetua:

$$P_0 = \frac{Div_1}{r}$$

Questa prima variante del Dividend Discount Model non viene in genere considerata plausibile. Difficilmente una società distribuirà dividendi costanti nel lungo periodo, in quanto questo implicherebbe alla fine un dividendo reale pari a zero (l'inflazione causerebbe una graduale perdita del potere d'acquisto del dividendo).

### *Tasso di crescita costante dei dividendi*

Il secondo scenario è caratterizzato invece da una crescita costante dei dividendi (cd. *constant growth model*). Per le società per cui si prevede una crescita stabile dei dividendi nel tempo si applica il modello di crescita di Gordon (cd. *Gordon Growth Model*), nel quale si ipotizza che:

- 1) il flusso dei dividendi sia perpetuo;
- 2) i dividendi crescano per sempre ad un tasso costante  $g$ ;
- 3) il tasso d'attualizzazione  $r$  sia maggiore del tasso di crescita  $g$  ( $r > g$ ).

$$P_0 = \frac{Div_1}{r - g}$$

Questo modello può essere utilizzato soltanto per imprese che si trovano già in una fase di crescita stabile: se fosse applicato ad un'impresa in una fase di crescita elevata sarebbe facile ottenere un valore di segno negativo in quanto il tasso di crescita potrebbe risultare superiore al tasso di sconto ( $g > r$ ).

Nel modello di Gordon le determinanti del valore del titolo sono le seguenti:

1. il **dividendo atteso**: il valore del titolo è funzione diretta dell'entità dei dividendi;
2. il **tasso di sconto  $r$** : il valore è funzione inversa del tasso d'attualizzazione;
3. il **tasso di crescita dei dividendi**: il prezzo del titolo è funzione diretta di  $g$ .

Il problema principale è legato **alla stima del tasso di crescita  $g$** . Il valore del titolo è infatti estremamente sensibile al tasso scelto e al convergere del tasso di crescita al tasso di attualizzazione, il prezzo tende all'infinito.<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup> J. ESTRADA, 2006, *Finanza per i manager*, 1° Edizione, Milano: Pearson, cap.13

<sup>9</sup> P. DE LUCA, 2007, *Il costo del capitale nella gestione d'azienda*, Milano: IPSOA, pp.194-195

Sebbene le ipotesi su cui si basa il modello siano molto forti, rimane un ottimo strumento per analizzare e comprendere le determinanti dei prezzi e dei rendimenti azionari. L'equazione può essere riscritta nel seguente modo:

$$r = \frac{Div_1}{P_0} + g$$

Quest'ultima equazione esprime il rendimento complessivo come somma di due componenti: il tasso di dividendo (*dividend yield*) e il tasso di crescita atteso dei dividendi ( $g$ ). Notiamo subito che il rendimento dipende positivamente dal tasso  $g$  e che all'aumentare di quest'ultimo può ridursi il rapporto  $\frac{Div_1}{P_0}$ . Questo è il motivo per cui nei mercati finanziari ci sono imprese caratterizzate da valori più che positivi che pagano piccoli dividendi.

Se il tasso di distribuzione dei dividendi è costante nel tempo, il tasso di crescita dei dividendi  $g$  rappresenta anche il tasso di crescita degli utili. Quest'ultimo può essere stimato utilizzando differenti strumenti: 1) osservare i tassi di crescita storica degli utili e prevedere quelli futuri utilizzando medie aritmetiche o geometriche; 2) utilizzare le stime effettuate da altri analisti finanziari; 3) stimare il tasso di crescita  $g$  sulla base della politica di investimento di un'impresa.<sup>10</sup>

Prendendo in considerazione il terzo metodo possiamo scrivere il tasso di crescita degli utili come il prodotto tra il rapporto di ritenzione degli utili ("*quanto reinvesto*") e il ROE (*il rendimento atteso degli utili trattenuti*). Assumendo che il ROE e il payout siano costanti nel tempo, e che i nuovi investimenti siano finanziati con gli utili trattenuti, otteniamo:

$$\text{tasso di crescita} = (\text{grado di ritenzione degli utili}) \times (\text{ROE})$$

$$g = \frac{\text{utili non distribuiti}}{\text{reddito netto}} \times \frac{\text{reddito netto}}{\text{patrimonio netto}}$$

Il tasso di crescita dipende dal saggio di reinvestimento degli utili e dalla loro redditività; il prezzo delle azioni dipende, quindi, dalla capacità dell'impresa di reinvestire gli utili trattenuti in progetti con VAN positivo ( $ROE > r$ ).

Utilizzando il modello del **VAOC** o **VANOC** (*Valore Attuale Netto delle Opportunità di Crescita*) possiamo esprimere il prezzo delle azioni in funzione degli utili e delle opportunità di crescita. Tale modello mette a confronto l'impresa non in crescita ( $g = 0$ ) e l'impresa in crescita. Nel primo caso l'impresa distribuisce tutti gli utili sotto forma di dividendi e di conseguenza gli utili per azione coincidono con i dividendi per azione ( $EPS_1 = Div_1$ ); nel secondo caso invece l'impresa reinveste parte degli utili per finanziare progetti di

---

<sup>10</sup> A. DAMODARAN, 2006, *Finanza Aziendale*, 2° Edizione, Milano: Apogeo, p.559

investimento. Il VAOC rappresenta il VAN per azione dei progetti di investimento ottenuti con gli utili reinvestiti.<sup>11</sup>

$$P_0 = \frac{EPS_1}{r} + VAOC$$

$$VAOC = \frac{VAN_1}{r - g}$$

Il prezzo dell'azione, che è dato dalla somma tra il prezzo in assenza di crescita e il valore attuale netto delle opportunità di crescita, può aumentare solo se il rendimento dei progetti è maggiore del tasso di attualizzazione dei dividendi. Se l'investimento ha un VAN negativo non è conveniente intraprenderlo poiché farebbe diminuire il prezzo dell'azione.

### ***Tassi di crescita differenziati dei dividendi***

L'ultimo scenario è caratterizzato da tassi di crescita differenziati dei dividendi. Uno dei limiti dei modelli di Gordon è quello di prevedere un unico tasso di crescita  $g$ , quando nella realtà molto più frequentemente si osservano periodi di crescita differenziata. Possiamo allora scomporre la crescita dei dividendi in due fasi: nel primo periodo si prevede una crescita elevata dei dividendi, nel secondo si ipotizza invece che il tasso di crescita scenda ad un tasso stabile sostenibile per sempre ( $g_1 > g_2$ ).

$$P_0 = \sum_{n=1}^N \frac{Div_0(1 + g_1)^n}{(1 + r)^n} + \frac{\frac{Div_{N+1}}{r - g_2}}{(1 + r)^N}$$

Il modello di Gordon impone inoltre un tasso di crescita  $g$  inferiore al tasso di attualizzazione  $r$ . Tuttavia, le aziende caratterizzate da alta crescita non sempre soddisfano questa assunzione. Con quest'ultima equazione si risolve il problema procedendo al calcolo analitico e all'attualizzazione dei dividendi attesi per ciascun anno negli anni iniziali di crescita elevata, mentre quando il tasso di crescita si stabilizza nel lungo periodo possiamo tornare ad applicare il modello di Gordon.

Se gli analisti prevedono infine che il passaggio dalla fase di crescita elevata a quella stabile non sia così repentino ma sia graduale negli anni, è necessario applicare un modello a tre fasi che tenga in considerazione anche il periodo di transizione.

Abbiamo incontrato in tutte le formule viste fino a questo momento il tasso di attualizzazione  $r$  senza mai chiederci che cosa rappresenti e in che modo debba essere fissato. Dividendi e

---

<sup>11</sup> E. BERGAMIN, 2014, *La valutazione dei titoli azionari*. Il commercialista veneto, num°219 (maggio/giugno), pp.10-13

prezzo finale delle azioni dovrebbero essere sempre attualizzati ad un tasso che rifletta il rischio dell'investimento per gli azionisti. Il tasso di attualizzazione è quindi il rendimento atteso richiesto dagli azionisti che investono in una società: è il costo del capitale proprio che possiamo calcolare con il CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

Non ho modo di approfondire in questo elaborato il CAPM, ci basti sapere che è uno dei metodi più utilizzati per stimare il costo-opportunità del capitale proprio.<sup>12</sup>

$$r = r_f + \beta_e(r_m - r_f)$$

Il CAPM indica il rendimento che un investitore dovrebbe richiedere per un titolo in base al rischio che lo caratterizza. La formula ci dice che il rendimento di un'attività rischiosa è dato dal rendimento di un titolo privo di rischio ( $r_f$ ) maggiorato di un premio per il rischio calcolabile come prodotto tra il premio per il rischio di mercato ( $r_m - r_f$ ) ed il Beta dell'azione ( $\beta_e$ ), ovvero il coefficiente che misura la sensibilità al rischio sistematico del titolo azionario.

Il beta misura la variazione attesa del rendimento di un titolo per una variazione di un punto percentuale del rendimento del mercato. Le imprese con crescita più elevata tendono ad avere beta più elevati (titoli con beta superiori ad 1 amplificano i movimenti del mercato), per cui è importante che, man mano che cambiano i tassi di crescita nel corso del tempo, venga modificato anche il rischio.

### ***Vantaggi e limiti del DDM***

Il modello di attualizzazione dei dividendi rappresenta il metodo più prudente per valutare un'azione in quanto tiene conto solamente dei flussi di cassa effettivamente ricevuti dagli azionisti. Generalmente il modello del DDM a crescita costante genera una stima del valore intrinseco inferiore al prezzo di mercato, ed è difficile capire se sia il mercato a sopravvalutare il prezzo delle azioni oppure se sia inadeguato il modello. Esiste inoltre un elevato grado di incertezza sulle previsioni del tasso di crescita dei dividendi; piccoli cambiamenti di  $g$  o del tasso di attualizzazione  $r$  possono portare a grandi differenze nella valutazione del prezzo di azioni.

Basta poi considerare un campione non troppo grande di società quotate per rendersi conto che un buon numero di esse non ha mai distribuito dividendi ed è complicato cercare di prevedere quando inizieranno ad erogarli e in quale misura. Nello stesso tempo non è facile

---

<sup>12</sup> Per una estesa esposizione sul Capital Asset Pricing Model si rinvia a A. DAMODARAN, 2006, *Finanza Aziendale*, 2ª Edizione, Milano: Apogeo, cap. 4

intuire per le altre società se la politica di distribuzione futura dei dividendi rispecchierà quella attuale.

Nonostante questi limiti, il modello rimane uno valido strumento per la valutazione delle società e delle azioni, soprattutto se si considera che non presenta particolari difficoltà di calcolo mentre, viceversa, non è sempre possibile stimare in modo adeguato i flussi di cassa prodotti dalle imprese nel loro complesso per il modello dei free cash flow attualizzati (che introdurrò nelle prossime pagine).

### 1.3 LA POLITICA DEI DIVIDENDI

I dividendi vengono considerati lo strumento principale di restituzione dei flussi di cassa agli azionisti. Ogni anno i consigli di amministrazione delle società devono decidere se distribuire o meno dividendi, l'importo da corrispondere agli investitori e se pagarli sotto forma di liquidità (*cash dividend*) o di azioni supplementari (*stock dividend*).

Le società considerano molto importanti le decisioni riguardanti i dividendi, in quanto determinano quante risorse trattenere per reinvestirle nell'azienda e quante risorse distribuire. Quello che a noi interessa è cercare di capire **se la politica dei dividendi influenza o meno il valore delle azioni**. Esistono tre scuole di pensiero a riguardo, che ci forniscono differenti risposte:

1. i dividendi non producono nessun effetto sul valore dell'azione;
2. i dividendi distruggono valore per gli azionisti;
3. i dividendi aumentano il valore per gli azionisti.<sup>13</sup>

Prima di procedere ad analizzare più in dettaglio su quali argomenti si basano le tre scuole di pensiero, è utile esporre brevemente le linee guida del **modello di Lintner**<sup>14</sup> che si concentra sul modo in cui le imprese decidono di distribuire dividendi. Secondo la teoria elaborata da Lintner negli anni Cinquanta, i fattori chiave che determinano le politiche di distribuzione dei dividendi sono quattro:

1. le imprese hanno obiettivi di lungo termine circa il rapporto di distribuzione degli utili (*payout ratio*). In genere le imprese mature con utili stabili distribuiscono maggiori quantità di utili rispetto alle imprese in crescita: le politiche dei dividendi variano nei diversi momenti del ciclo di vita dell'impresa;

---

<sup>13</sup> A. DAMODARAN, 2006, *Finanza Aziendale*, 2° Edizione, Milano: Apogeo, cap.10

<sup>14</sup> J. LINTNER, 1956, "Distribution of Income of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes", *The American Economic Review*, Vol.46, pp.97-113

2. i manager concentrano la loro attenzione più sulle variazioni dei dividendi che sui loro livelli assoluti;
3. le variazioni dei dividendi seguono le variazioni dei profitti di lungo periodo. Le variazioni transitorie degli utili non influiscono in modo rilevante sui dividendi e di conseguenza i dividendi tendono ad avere un andamento più regolare rispetto agli utili;
4. i manager sono riluttanti a modificare i dividendi per non rischiare di dover tornare indietro, in particolare a seguito di un aumento dei dividendi. Le imprese quindi aumentano il livello dei dividendi solo quando sono certe di poterlo sostenere.

### ***La politica dei dividendi è irrilevante***

La teoria dell'irrilevanza dei dividendi viene formulata da Modigliani e Miller. Le conclusioni a cui giungono si basano su un ragionamento molto semplice: le azioni che distribuiscono dividendi più elevati, offriranno un apprezzamento minore e il rendimento totale per l'azionista sarà lo stesso. Le assunzioni alla base del modello sono quelle del mercato perfetto:

- assenza di imposte;
- assenza di costi di transazione sulla vendita delle azioni;
- assenza di correlazione tra politica dei dividendi e politica degli investimenti (la politica degli investimenti è prefissata);
- assenza di conflitti tra management ed azionisti.

Inoltre si suppone che le azioni siano prezzate correttamente. Se tutte queste condizioni si realizzano la politica dei dividendi non ha alcun effetto sul valore delle imprese e sul prezzo delle azioni. Siamo tuttavia in presenza di ipotesi molto forti e nella realtà difficilmente verificabili.

### ***I dividendi distruggono valore per gli azionisti***

In presenza di imposte, viene meno l'indifferenza della scelta per l'investitore tra capital gain e dividendi. Sono le politiche fiscali adottate dai paesi che determinano la convenienza a ricevere dividendi o capital gain. Infatti, se i dividendi vengono tassati ad un'aliquota marginale maggiore rispetto ai capital gain, il loro pagamento riduce i rendimenti per gli azionisti.

La seconda scuola di pensiero sostiene che i dividendi distruggono valore per gli azionisti a causa di questo svantaggio fiscale e che risultano dunque più attraenti i capital gain. Bisogna però notare che, con la modifica del codice tributario statunitense nel 2003, sono state ridotte le aliquote d'imposta sui dividendi e che di conseguenza oggi le prove a favore di questa teoria sono meno evidenti. Le politiche dei dividendi si adeguano nel tempo alle variazioni

della normativa fiscale; ne è una prova il fatto che, a partire dal 2003, è cresciuto notevolmente il numero di società che distribuiscono dividendi ai propri investitori.<sup>15</sup>

### ***I dividendi aumentano il valore per gli azionisti***

Anche in presenza di svantaggi fiscali, esistono investitori che preferiscono ricevere elevati dividendi in quanto sono avversi al rischio: il dividendo percepito oggi è certo, mentre il capital gain rimane incerto sia in relazione al suo ammontare sia in relazione al momento di realizzazione. In generale se l'impresa reinveste gli utili (invece che distribuirli), aumenta il rischio che l'azionista sopporta. Bisogna tuttavia sottolineare che il corretto confronto dovrebbe essere attuato non tra dividendi certi oggi e capital gain incerti nel futuro, quanto piuttosto tra dividendi oggi e il valore attuale ad oggi del capital gain. Se l'azienda decide di distribuire alti dividendi nel tempo, senza modificare né il livello del debito né la struttura degli investimenti, sarà necessario l'emissione di nuove azioni con la conseguente riduzione del valore del pacchetto azionario degli azionisti che hanno ricevuto il dividendo.

Inoltre bisogna considerare che vi sono sempre asimmetrie informative tra investitori ed azienda. Il mercato analizza ed interpreta ogni tipo di azione intrapresa dall'azienda al fine di valutarne l'impatto sul suo valore; la politica dei dividendi e i suoi cambiamenti possono trasmettere segnali molto forti agli azionisti.

In genere l'aumento dei dividendi costituisce un segnale positivo per il mercato se riflette il buono stato di salute di un'azienda e la fiducia nelle sue prospettive future. Aumentare i dividendi è molto costoso per una società; l'impegno a pagare dividendi più elevati genera ottime attese negli azionisti con conseguente aumento del prezzo azionario: l'incapacità di realizzare tali attese determinerebbe ingenti costi derivanti dalla perdita di credibilità.

Al contrario, il calo dei dividendi costituisce una cattiva notizia per i mercati. Le aziende sono riluttanti a tagliare i dividendi in quanto il mercato potrebbe interpretare la decisione come un segnale di problemi economico-finanziari o di difficoltà a generare valore nel tempo. L'evidenza mostra come la riduzione dei dividendi generi un effetto negativo sul valore dell'azione maggiore dell'effetto positivo generato da una politica di alti dividendi.<sup>16</sup>

Bisogna fare molta attenzione quando si interpretano le politiche dei dividendi e non sempre le interpretazioni appena fornite risultano quelle corrette. Ad esempio, un aumento dei dividendi potrebbe essere considerato la conseguenza della mancanza di opportunità di

---

<sup>15</sup> A. DAMODARAN, 2006, *Finanza Aziendale*, 2° Edizione, Milano: Apogeo, pp. 482-483

<sup>16</sup> P. DE LUCA, 2007, *Il costo del capitale nella gestione d'azienda*, Milano: IPSOA, pp. 250-253

investimento per l'azienda. I segnali legati al dividendo possono quindi risultare contraddittori: per contestualizzare la politica dei dividendi bisogna comprendere la situazione economico-finanziaria di un'azienda partendo dall'analisi di bilancio e dai rapporti degli analisti.

#### **1.4 I MODELLI DISCOUNTED CASH FLOW**

I modelli DCF (*Discounted Cash Flow*) permettono di determinare il valore di un'impresa a partire dalla sua capacità di generare flussi di cassa negli esercizi futuri. Possiamo distinguere due tipologie di flussi di cassa:

1. i flussi di cassa disponibili per gli azionisti (*Free Cash Flow to Equity, FCFE o flussi levered*);
2. i flussi di cassa disponibili per gli azionisti e i finanziatori (*Free Cash Flow to the Firm, FCFF o flussi unlevered*).

Con i primi è possibile valutare direttamente il valore del capitale azionario (*equity valuation*), mentre si utilizzano i flussi FCFF per valutare l'azienda nel suo complesso (*firm valuation*). È tuttavia importante sottolineare che i due modelli di valutazione sono strettamente legati tra loro: è sempre possibile giungere alla stima del capitale azionario stimando il valore complessivo dell'azienda e sottraendogli il valore del capitale di debito.

Quando parliamo di flussi di cassa generati dalle imprese bisogna sempre tener presente che stiamo considerando dei flussi attesi (non predeterminati) e, dunque, è necessario stimarli e attualizzarli nel modo corretto.

##### ***I flussi di cassa disponibili per gli azionisti***

Come ho già accennato, molte imprese non distribuiscono dividendi (o distribuiscono solo una piccola parte dei flussi di cassa disponibili) e può risultare complicato applicare il Dividend Discount Model: il modello dei FCFE ci permette di risolvere il problema. In realtà i due modelli sono molto simili tra loro e possono essere considerati alternativi. La differenza sostanziale è il tipo di flusso attualizzato dal FCFE: non più i dividendi, ma i Free Cash Flow to Equity.

I FCFE sono i flussi di cassa disponibili per l'azionista definiti come i flussi di cassa che residuano al netto di costi operativi, interessi passivi, emissioni nette di debito (differenza tra i nuovi debiti e il rimborso di quelli esistenti) e fabbisogni di reinvestimento (necessari al mantenimento delle attività in essere e al sostenimento della crescita futura).

$$FCFE = \text{Utile Netto} + \text{Ammortamento} - \text{Spese in conto capitale}$$

$$\pm \text{Variazione del capitale circolante} - (\text{Rimborso Debiti} - \text{Nuovi Debiti Emessi})$$

I FCFE possono anche essere considerati una misura dei “dividendi potenziali”, cioè di



quanto l'impresa potrebbe permettersi di distribuire agli azionisti sotto forma di dividendi.<sup>17</sup>

Una volta stimati i FCFE, il processo di determinazione del valore è analogo a quello visto per il modello di attualizzazione dei dividendi. Il tasso di sconto utilizzato è il costo del capitale proprio (il rendimento richiesto dagli investitori calcolato con il CAPM).

**Modello a crescita costante:**

$$P_0 = \frac{FCFE_1}{r - g}$$

**Modello di crescita a due fasi:**

$$P_0 = \sum_{n=1}^N \frac{FCFE_n}{(1+r)^n} + \frac{FCFE_{N+1}}{(1+r)^N} \frac{r - g_{FCFE}}{r - g_{FCFE}}$$

Non mi soffermo sulle formule e sugli input del modello, in quanto in buona parte già trattati precedentemente nel Dividend Discount Model. Tuttavia è interessante provare a capire perché in genere i modelli di attualizzazione dei dividendi e di attualizzazione dei FCFE portano a risultati diversi.

Solamente quando i dividendi sono pari ai flussi di cassa disponibili per gli azionisti o quando i flussi di cassa disponibili per gli azionisti sono maggiori dei dividendi ma le liquidità in eccesso vengono investite in progetto con VAN pari a zero, i valori ottenuti con i due modelli saranno pressoché identici. In tutti gli altri casi le valutazioni sono differenti.

Ad esempio, se i FCFE sono maggiori dei dividendi e la liquidità eccedenti sono investite in progetti con VAN negativo, il valore stimato dal modello dei FCFE sarà superiore rispetto a quello stimato con l'attualizzazione dei dividendi. Al contrario, se i dividendi risultano maggiori dei FCFE l'azienda sarà obbligata ad emettere nuovo debito o capitale netto per finanziare tale differenza (il che implica elevati costi aggiuntivi e possibile sovraindebitamento). Ricordiamo inoltre che i dividendi non possono mai essere inferiori a zero, mentre i FCFE possono esserlo (in particolare per le imprese in rapida crescita e con elevate necessità di reinvestimento).

È difficile capire quale sia il modello più appropriato da utilizzare per valutare un titolo azionario. Nelle maggior parte dei casi è più probabile ottenere con il modello di attualizzazione dei FCFE una stima più elevata e più realistica del valore del capitale netto di

---

<sup>17</sup> A. DAMODARAN, 2010, *Valutazione delle aziende*, Milano: Apogeo, pp. 118-119

un'impresa. Raramente è il modello di attualizzazione dei dividendi che fornisce stime più elevate: questa situazione potrebbe tuttavia suggerirci che il livello di dividendi attesi non è sostenibile nel lungo periodo.

### ***I flussi di cassa disponibili per gli azionisti e i finanziatori***

Abbiamo fino ad ora considerato il punto di vista dell'azionista e valutato il capitale netto dell'impresa attraverso il modello del Dividend Discount Model ed il modello dei Free Cash Flow to Equity. In un'impresa ci sono anche investitori a titolo di capitale di debito (obbligazionisti e banche). Con il modello dei FCFE (Free Cash Flow to Firm) si compie **una valutazione dell'azienda nel suo complesso** (*firm valuation*), determinando il valore dell'impresa non solo per gli azionisti ma anche per i detentori del debito della società. È facile notare come la principale differenza tra i FCFE e i FCFF sia l'incidenza dell'indebitamento.<sup>18</sup> I flussi FCFF sono detti "unlevered" in quanto inglobano i flussi spettanti ai possessori del debito.

I flussi di cassa disponibili per gli investitori sono definiti come i flussi di cassa al netto di costi operativi, imposte e fabbisogni di reinvestimento ma al lordo degli oneri finanziari (interessi passivi e emissioni nette di debito).

$$FCFF = EBIT - Imposte + Ammortamento - Spese in conto capitale \\ \pm \text{Variazione del capitale circolante}$$

A differenza dei FCFE, i FCFF sono calcolati a partire dal reddito operativo (e non dall'utile netto), al lordo degli interessi passivi e delle emissioni nette di debito. Sono dunque i flussi di cassa disponibili per soddisfare: il rimborso del debito e il pagamento degli interessi spettanti ai creditori, e la distribuzione di liquidità (sotto forma di dividendi o riacquisto di azioni) agli azionisti.<sup>19</sup>

Il valore di un'azienda (*Enterprise Value*) è dato dal valore di mercato del capitale proprio e del capitale di debito:

$$\text{Enterprise Value (EV)} = \text{Valore di mercato del Capitale Netto} + \text{Debiti} - \text{Cassa}$$

Come abbiamo fatto con il Dividend Discount Model e con il modello dei FCFE, possiamo calcolare l'Enterprise Value come valore attuale dei flussi di cassa futuri attesi:

$$EV_0 = \sum_{n=1}^N \frac{FCFF_n}{(1 + r_{wacc})^n} + \frac{FCFF_{N+1}}{(1 + r_{wacc})^N}$$

<sup>18</sup> D. MONTEFORTE, 2004, *Teorie e tecniche della valutazione d'azienda: una ricostruzione in chiave evolutiva*, Perugia: Morlacchi Editore, pp.161-163

<sup>19</sup> F. PEDRIALI, 2006, *Analisi finanziaria e valutazione aziendale*, Milano: Hoepli Editore, p.97

Quello che cambia rispetto ai modelli precedenti non è solo la tipologia dei flussi di cassa attualizzati, ma anche il tasso di sconto utilizzato. Tutti i flussi vengono infatti scontati a un tasso definito come **costo medio ponderato del capitale** ( $r_{wacc}$ , Weighted Average Cost of Capital), indicatore della rischiosità complessiva specifica di un'azienda. Il Wacc esprime il costo-opportunità delle diverse forme di finanziamento a lungo termine: riflette il costo del debito e del capitale netto nonché i loro pesi relativi (i pesi del debito e del capitale netto devono essere espressi al valore di mercato).

$$r_{wacc} = \frac{E}{E + D} r + \frac{D}{E + D} r_d (1 - t)$$

Dove:

- $r$  è il costo del capitale netto;
- $r_d$  è il costo del debito;
- $E$  è il valore di mercato del capitale netto;
- $D$  è il valore di mercato del debito;
- $t$  è l'aliquota di imposta.

Il costo del capitale proprio è il rendimento richiesto dagli azionisti della società che può essere calcolato con il CAPM e che abbiamo già incontrato nei modelli precedenti.

Il costo del debito, invece, è strettamente legato al rating di un'azienda, vale a dire alla misura del suo merito creditizio ovvero alla valutazione (effettuata dalle banche o dalle agenzie di rating) della sua capacità di rimborso dei prestiti. Di conseguenza alle obbligazioni con rating più elevato dovrebbero essere associati tassi di interesse minori rispetto alle obbligazioni con un rating più scadente.<sup>20</sup>

Si può stimare il costo del debito anche utilizzando il CAPM; in questo caso il beta del debito misura il rischio sistematico legato al rischio di credito (di insolvenza) delle obbligazioni societarie. Il costo dell'indebitamento va calcolato al netto dell'imposizione fiscale alla luce della deducibilità degli interessi.

$$r_d = r_f + \beta_d (r_m - r_f)$$

Per ottenere il valore del capitale netto (*Equity Value*) si sottrae il valore di mercato del debito netto all'Enterprise Value; una volta stimato il valore dal capitale netto basta dividerlo per il numero di azioni in circolazione per ottenere la stima del valore per azione.

$$P_0 = \frac{EV_0 + Cassa_0 - Debiti_0}{n^\circ \text{azioni in circolazione}_0}$$

---

<sup>20</sup> Per una trattazione completa del costo del debito si rinvia a A. DAMODARAN, 2006, *Finanza Aziendale*, 2° Edizione, Milano: Apogeo, cap. 3 e 4

Possiamo quindi giungere al valore del capitale netto (e quindi al valore di un'azione) attraverso diversi modelli di attualizzazione dei flussi di cassa (dividendi, FCFE e FCFF). Il modello dei FCFF ha il vantaggio di non dover stimare i flussi di cassa relativi al debito, in quanto considera flussi al lordo degli oneri finanziari e delle emissioni nette di debito. In questo modello sono comunque necessarie informazioni circa l'evoluzione degli indici di indebitamento e dei tassi di interesse per stimare il Wacc. Quello che ci interessa capire e che viene spontaneo chiederci è se i differenti modelli forniscono le stesse stime. Dal punto di vista teorico la risposta è certa: i modelli conducono agli stessi valori. Tuttavia, nella pratica solo raramente i valori coincidono. Il motivo risiede nelle modalità e nei procedimenti di calcolo. Per via dell'utilizzo di un costo del capitale con pesi basati sui valori di mercato correnti, se debito e capitale netto non sono prezzati correttamente dai mercati, con il modello di attualizzazione dei FCFF non otterremo la stessa valutazione del capitale netto fornita dal Dividend Discount Model e dal modello di attualizzazione dei FCFE. Inoltre i differenti modelli devono riflettere correttamente la dinamica del rapporto di indebitamento nei tassi di sconto utilizzati e devono prevedere le stesse ipotesi circa i tassi di crescita dell'impresa.

## 1.5 I MULTIPLI DI VALUTAZIONE

Un altro strumento di cui si serve l'analisi fondamentale per individuare il valore intrinseco di un titolo azionario è la **valutazione relativa**. Con i modelli di valutazione relativa si stima il valore di una società o di un'azione in rapporto ad un campione chiamato *benchmark*. Si procede quindi al confronto di società comparabili sulla base di diversi indici o rapporti ("*i multipli*") che esprimono il valore dell'azione o del capitale netto della società in funzione di alcune variabili aziendali espressive della performance economico-patrimoniale (ad esempio gli utili, i ricavi, il valore contabile del patrimonio netto). Un multiplo di mercato è dunque un rapporto tra valori borsistici (*prezzi di mercato*) e grandezze economico-patrimoniali (*grandezze di bilancio*) di un'azienda. Il presupposto è che il valore di una società non possa differire in modo significativo dal valore espresso dal mercato per aziende di dimensioni simili, dello stesso settore ed operanti sui medesimi mercati geografici.

Le valutazioni basate sui multipli sono largamente utilizzate dagli analisti e dagli investitori in generale. Si basano infatti su dei meccanismi valutativi semplici, intuitivi e facilmente attuabili. È tuttavia un modello empirico che presenta alcune insidie e criticità: bisogna comprendere da quali variabili dipendono i multipli, come scegliere quali multipli utilizzare e le ragioni delle differenze fra i multipli di imprese operanti nel medesimo settore, inoltre bisogna capire come si arriva a definire le imprese considerate "comparabili". Può essere

fuorviante o poco indicativo limitarsi a calcolare in modo meccanico i differenti multipli.<sup>21</sup>

### ***Scelta dei multipli significativi***

I multipli possono essere raggruppati in due categorie:

1. multipli relativi **al capitale proprio** (*Equity side*);
2. multipli relativi **al valore complessivo dell'impresa** (*Enterprise value*).

I multipli principali nell'ottica dell'Equity side sono il Price to Earning ratio (P/E), il Price to Book Value ratio (P/BV), il Price to Sales ratio (P/S) e il Price to Cash Flow ratio (P/CF). Mentre per quanto riguarda la seconda categoria di multipli, i più noti sono l'Enterprise Value to Ebit (EV/Ebit), l'Enterprise Value to Ebitda (EV/Ebitda) e l'Enterprise Value to Sales (EV/Sales). Se il numeratore del multiplo fa riferimento al capitale netto, allora anche al denominatore deve avvenire lo stesso. Al contrario, i multipli relativi al valore complessivo dell'azienda calcolati con l'Enterprise Value al numeratore richiedono, per coerenza, grandezze o flussi relativi a tutta l'impresa al denominatore.

La scelta dei moltiplicatori, a prescindere dalla prospettiva dell'analisi che si intende adottare, non è affatto automatica: deve tener conto delle caratteristiche dell'impresa da valutare e delle imprese comparabili, del business e del settore in cui operano. Inoltre non esiste mai un unico multiplo in grado di rappresentare in modo ottimale il valore di un'azienda, ma è sempre opportuno considerare un insieme di multipli.<sup>22</sup>

La scelta deve ricadere sui multipli che presentano maggiore significatività con riferimento alla specifica azienda da valutare e ai *driver* di performance aziendale: il metodo dei moltiplicatori ha come presupposto l'idea che il valore di una società possa essere posto in relazione ad una variabile significativa e che tale relazione sia valida anche per le società comparabili.

### ***Price to Earning***

Il rapporto prezzo/utigli (**P/E**), ovvero il rapporto tra il prezzo corrente del titolo e l'utile per azione, è molto probabilmente il più noto ed utilizzato moltiplicatore di borsa. Esso può essere calcolato in diversi modi: in genere si divide il prezzo del titolo per l'utile per azione (EPS) relativo all'ultimo bilancio (*trailing P/E*) o per l'utile per azione previsto per il prossimo esercizio (*forward P/E*).

---

<sup>21</sup> M. CAVALIERI, 2010, *La determinazione del valore economico del capitale d'impresa*, Torino: Giappichelli Editore, pp. 24-26

<sup>22</sup> S. POZZOLI, 2008, *Valutazione d'azienda*, Ipsoa, pp.160-162

$$\text{trailing } \frac{P}{E} = \frac{P_0}{EPS_0}$$

$$\text{forward } \frac{P}{E} = \frac{P_0}{EPS_1}$$

Il P/E utilizza come indicatore di performance l'utile netto (non necessariamente quello di bilancio in quanto può essere rettificato per tener conto di proventi o oneri straordinari) e sintetizza le aspettative di crescita di un'azione. La logica di base consiste nell'assumere che l'utile netto sia la variabile esplicativa dal valore di un'impresa, anche se la maggior parte degli analisti concorda sul fatto che non sia la migliore misura delle prestazioni finanziarie di un'impresa in quanto è un valore residuo che prende in considerazione solo i flussi disponibili per gli azionisti ed essendo inoltre l'ultima voce del conto economico è fortemente influenzata dai principi contabili adottati.

Data la sua semplicità di calcolo e la sua utilizzabilità in tutti i settori rimane ancora uno dei moltiplicatori più apprezzati. Tuttavia non bisogna dimenticare che, seppure implicitamente, quando si utilizza l'analisi attraverso i multipli si devono fare esattamente le stesse ipotesi adottate con l'analisi attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa e di conseguenza i multipli dipenderanno sempre da: la capacità di generare flussi di cassa, la crescita attesa dei flussi di cassa e l'incertezza associata ad essi. Possiamo quindi derivare i diversi multipli partendo dal modello di attualizzazione dei dividendi a crescita costante in cui abbiamo che:

$$P_0 = \frac{Div_1}{r - g}$$

Sapendo che i dividendi possono anche essere espressi come utili moltiplicati per il *payout*, dividendo entrambi i lati dell'equazione per gli utili per azione otteniamo il multiplo P/E per un'impresa con tasso di crescita costante:

$$\frac{P_0}{EPS_0} = \frac{\text{rapporto di distribuzione degli utili} \times (1 + g)}{r - g}$$

Le determinanti del rapporto prezzo-utili sono il tasso di crescita attesa degli utili, il rapporto di distribuzione e il costo del capitale netto. Vi è una relazione positiva tra P/E e payout e tra P/E e tasso di crescita, mentre sono inversamente correlati tasso di sconto e P/E.<sup>23</sup>

È importante evidenziare da quali variabili dipendono i multipli, in quanto sono utili per comprendere le cause delle differenze tra i multipli di imprese operanti nello stesso settore.

In genere un P/E elevato indica che gli investitori stanno anticipando le aspettative di crescita sul titolo; la differenza rispetto ad un rapporto prezzo-utili più basso può riflettere la maggiore

<sup>23</sup> A. DAMODARAN, 2006, *Finanza Aziendale*, 2° Edizione, Milano: Apogeo, pp. 601-603

crescita attesa di un titolo rispetto ad un altro. Ciò non vuol dire che il titolo con il rapporto più alto sia necessariamente sopravvalutato. Il rapporto P/E non può essere utilizzato quando una società non genera utili.

### ***Price to Book Value***

Un altro multiplo relativo al capitale molto utilizzato è il Price to Book Value (**P/BV**), ovvero il rapporto tra il prezzo di mercato di un'azione (capitalizzazione di borsa) e il valore contabile dell'azione stessa (patrimonio netto per azione). Il valore contabile del capitale proprio è ottenuto dalla differenza tra l'attivo patrimoniale e il passivo patrimoniale, entrambi espressi a valori contabili.

Il rapporto mette in relazione il valore contabile di una società e la valutazione della società stessa effettuata dal mercato: se il multiplo risulta pari ad 1 significa che gli investitori danno un valore alla società che non si discosta molto dal valore del suo patrimonio netto; se il multiplo risulta inferiore ad 1 gli investitori valutano la società meno del suo patrimonio netto; mentre se il multiplo risulta superiore ad 1, gli investitori valutano positivamente la società e sono disposti a pagare più del valore del patrimonio netto in quanto si aspettano una crescita del valore della società negli esercizi futuri.

L'indice P/BV presenta alcuni vantaggi rispetto al rapporto P/E: il patrimonio netto è sempre positivo per cui il multiplo P/BV può essere utilizzato per valutare le società che non generano utili di bilancio e, inoltre, il patrimonio netto è ben più stabile dell'utile per azione per cui è preferibile utilizzare il Price to Book Value quando si è in presenza di società con utili molto volatili.

Il principale svantaggio è legato al fatto che il valore contabile (*book value*) dipende dai principi contabili adottati dalle aziende e, di conseguenza, aziende che adottano diversi principi contabili (ad esempio aziende di diversi Paesi) e diverse politiche di bilancio sono difficilmente confrontabili tra di loro.

Il rapporto P/BV è influenzato dai tasso di crescita attesa e dal rapporto di distribuzione degli utili, dal costo del capitale netto, ed infine dal ROE: la redditività del capitale netto.

$$\frac{P_0}{BV_0} = \frac{ROE \times \text{Rapporto di distribuzione degli utili} \times (1 + g)}{r - g}$$

Due società comparabili e con il medesimo costo del capitale netto possono presentare un diverso rapporto P/BV in funzione della diversità del loro ROE: la società con il rapporto più alto non necessariamente può essere considerata sopravvalutata, in quanto più alta è la redditività del capitale netto e più alto sarà, a parità di altre condizioni, il multiplo P/BV.

### ***Enterprise Value to Ebitda***

Tra i principali multipli relativi al capitale complessivo di un'impresa troviamo l'Enterprise Value to Ebitda, che viene costruito rapportando l'Enterprise Value di una società al suo margine operativo lordo. Quest'ultimo è costituito dalla somma del risultato operativo, di ammortamenti e accantonamenti (***Ebitda***: “*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*”).

L'Ebitda è la grandezza reddituale che, meglio di tutte le altre, è in grado di esprimere la capacità di un'azienda di generare valore attraverso la propria attività caratteristica e collocandosi nel conto economico prima di tutte le voci relative alla gestione finanziaria e straordinaria, viene influenzata in misura inferiore da aspetti contabili e fiscali e dalle politiche di bilancio adottate. E questo è il motivo per cui il multiplo EV/Ebitda è tra i più apprezzati ed utilizzati dagli analisti finanziari.<sup>24</sup>

In formule l'Ebitda (o *MOL*) è dato da:

$$\mathbf{Ebitda} = \text{Valore della Produzione} - \text{Costi Mat. Prime e Servizi} - \text{Costi Personale}$$

Mentre come abbiamo visto nei paragrafi precedenti, l'Enterprise Value è dato da:

$$\mathbf{Enterprise Value (EV)} = \text{Valore di mercato del Capitale Netto} + \text{Debiti} - \text{Cassa}$$

L'Enterprise Value to Ebitda permette di comparare imprese con rapporti di indebitamento diversi in quanto esamina i flussi di cassa prima del pagamento dei debiti e consente di valutare imprese che non generano utili (se presentano un Ebitda positivo). Essendo, inoltre, l'Ebitda un'approssimazione del flusso di cassa, le valutazioni effettuate attraverso i suoi multipli si avvicinano alle valutazioni effettuate attraverso i modelli DCF. È tuttavia importante sottolineare che l'Ebitda, a differenza dei flussi di cassa, non tiene conto dei pagamenti delle imposte e dei cambiamenti del capitale circolante. Queste variabili possono aumentare o diminuire il valore dell'impresa ed influire sui multipli.

### ***Enterprise Value to Ebit***

Il multiplo **EV/Ebit** viene calcolato rapportando l'Enterprise Value di un'impresa al suo risultato operativo (***Ebit*** = “*Earnings Before Interest and Taxes*”).

Come abbiamo fatto con il multiplo P/E, anche il multiplo EV/Ebit può essere ricavato dai fondamentali dell'impresa. L'Enterprise Value può essere ricavato attualizzando i flussi della gestione operativa, utilizzando un tasso di sconto espressione del costo medio ponderato del capitale (Wacc). In caso di assenza di crescita, l'EBIT misura il flusso di cassa della gestione operativa, ipotizzando che gli ammortamenti eguagliano gli investimenti e che non si

---

<sup>24</sup> D. FRYKMAN, J. TOLLERYD, 2005, *Valutare l'impresa*, 1° Edizione, Milano: Pearson, pp. 50-52



verifichino variazioni del capitale circolante operativo<sup>25</sup>.

$$EV = EBIT \times \frac{(1 - t)}{r_{wacc}}$$

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{(1 - t)}{r_{wacc}}$$

A parità di aliquota di prelievo fiscale, il valore del moltiplicatore aumenterà al diminuire del costo medio ponderato del capitale. Per scegliere correttamente un campione di aziende comparabili, bisogna selezionare quelle aventi livelli di tassazione e costo medio ponderato del capitale omogenei con quelli dell'azienda oggetto di valutazione.

I multipli dell'Ebit e dell'Ebitda sono influenzati dal tasso di imposta: tassi più elevati comportano multipli più bassi. Società che operano nei Paesi in cui l'imposizione fiscale è più gravosa avranno multipli dell'Ebit e dell'Ebitda più bassi rispetto alle società soggette a minori imposte. Il multiplo EV/Ebit è una valida alternativa al multiplo EV/Ebitda. La sostanziale differenza è la seguente: l'Ebit (a differenza dell'Ebitda) tiene conto delle politiche di ammortamento e risente maggiormente delle regole e dei principi contabili adottati.

### ***Enterprise Value to Sales***

Il multiplo **EV/Sales** è calcolato rapportando l'Enterprise Value di una società al suo fatturato. In genere si utilizzano i multipli dei ricavi soprattutto per imprese con Ebitda e profitti negativi, in quanto in questi casi gli altri multipli non sono utilizzabili. Oltre ad essere sempre calcolabile, è anche poco influenzato dalle politiche contabili ed è più stabile (meno volatile) degli altri multipli.

Il rapporto EV/Sales può essere ricavato dai fondamentali come abbiamo fatto per l'Enterprise Value to Ebit. Abbiamo visto infatti la seguente relazione:

$$EV = EBIT \times \frac{(1 - t)}{r_{wacc}}$$

Considerato che l'Ebit è pari al fatturato per la redditività operativa (**ROS**, *Return On Sales*), ne consegue che:

$$EV = Sales \times ROS \times \frac{(1 - t)}{r_{wacc}}$$

Dividendo entrambi i membri per i ricavi di vendita:

$$\frac{EV}{Sales} = ROS \times \frac{(1 - t)}{r_{wacc}}$$

---

<sup>25</sup> F. PEDRIALI, 2006, *Analisi finanziaria e valutazione aziendale*, Milano: Hoepli Editore, pp. 158-159

A parità di condizioni, le imprese aventi un ROS maggiore, presenteranno dei multipli EV/Sales più elevati. Pertanto nella scelta delle aziende comparabili bisognerà sempre selezionare un campione di aziende aventi livelli di ROS omogenei con quello dell'azienda oggetto di valutazione, in quanto la semplice comparazione tra due multipli non permette di cogliere le differenze di redditività tra le aziende stesse.

In conclusione, i multipli che gli investitori ed i mercati assegnano alle imprese operanti nello stesso settore appaiono influenzati da molteplici variabili, che ne spiegano il diverso andamento. Limitarsi ad applicare meccanicamente un multiplo ad una società considerata comparabile, senza aver tenuto conto delle differenze nelle variabili determinanti del rapporto (ad esempio il ROS nel rapporto EV/Sales), può condurre a risultati errati e fuorvianti.

### ***Scelta delle società comparabili***

Uno degli aspetti più delicati della valutazione relativa è la scelta delle società comparabili o confrontabili. È definita comparabile un'impresa che presenta flussi di cassa, potenziale di crescita e rischio simili all'impresa oggetto della valutazione. In genere, si definiscono comparabili due imprese che svolgono le stesse attività negli stessi settori. Tuttavia non è sempre facile trovare delle aziende effettivamente simili; il grado di omogeneità da ricercare deve essere stabilito con una certa approssimazione in modo da ottenere una discreta numerosità di aziende nel campione di riferimento. È facile capire che maggiore è l'omogeneità tra l'impresa da valutare e il campione e maggiore sarà la correttezza della valutazione. Vi sono molti fattori su cui ci si può soffermare nel momento in cui si definisce il grado di comparabilità tra le imprese oggetto di valutazione e le altre società: appartenenza al medesimo settore e posizionamento all'interno di esso, dimensione, crescita attesa degli utili, grado di indebitamento, aliquote di prelievo fiscale...<sup>26</sup> Nella maggior parte dei mercati (compreso quello italiano) non sono molte le imprese quotate appartenenti ad un particolare settore; ampliando il settore di riferimento si può ottenere un maggior numero di imprese "comparabili", ma si otterrà di conseguenza anche un maggior grado di eterogeneità tra le stesse.

Per tener conto delle differenze tra imprese è possibile agire direttamente sui multipli e modificarli considerando le loro variabili guida. Ad esempio dividendo il rapporto P/E per il tasso di crescita degli utili per azione si ottiene il rapporto PEG (rapporto prezzo-utili corretto per la crescita). Quest'ultimo viene poi confrontato tra le imprese con tassi di crescita diversi.

---

<sup>26</sup> S. POZZOLI, 2008, *Valutazione d'azienda*, Ipsoa, pp.171-175

### ***Le fasi dell'applicazione del metodo***

Dopo aver effettuato la selezione delle società comparabili e la scelta dei multipli significativi da utilizzare (ricercando quelli che meglio rappresentano i driver di valore della società oggetto di valutazione), si passa a calcolare i “multipli di settore“, ovvero si calcolano i multipli medi per le società comparabili (a seconda dei casi possono essere medie semplici o ponderate dei dati, medie che escludono i valori estremi o mediane). Infine si applicano i multipli di settore ottenuti ai valori economici e patrimoniali della società oggetto di valutazione per determinare il valore da attribuirle<sup>27</sup>. Un problema da affrontare nel calcolo dei multipli delle società selezionate riguarda l'orizzonte temporale cui fare riferimento. Per quanto riguarda i prezzi di borsa in genere si sceglie un periodo di riferimento breve (da uno ai sei mesi), in modo contenere la volatilità dei mercati azionari. Per quanto riguarda, invece, i flussi di risultato si può fare riferimento in alternativa a:

1. i flussi di risultato dell'ultimo bilancio, ottenendo così i *multipli storici*;
2. i flussi di risultato dei 12 mesi antecedenti il momento della valutazione, ottenendo così i *multipli trailing*;
3. i flussi di risultato attesi per l'esercizio successivo (o per più esercizi successivi), ottenendo così i *multipli leading*.

Fondamentale è assicurare sempre coerenza temporale ai flussi di risultato utilizzati nelle diverse società comparabili e in quella oggetto di valutazione.<sup>28</sup>

### ***Vantaggi e limiti del metodo dei multipli***

Il principale vantaggio dei multipli è dato dalla loro semplicità di calcolo e di utilizzo. Tutti i dati necessari per effettuare una valutazione basata sui multipli sono facilmente consultabili nei siti web delle aziende (i dati finanziari e i bilanci sono in genere sempre disponibili) ed è possibile trovare i multipli medi di settore nella stampa specializzata o nei report degli analisti. Rispetto ad un'analisi DCF, determinare il valore di un'azienda con i multipli è quindi molto più veloce e meno impegnativo; è per questo che il metodo dei multipli viene utilizzato anche per verificare i risultati degli altri metodi di valutazione. Tuttavia, è sbagliato applicare il metodo con il solo scopo di risparmiare tempo nella valutazione: è sempre necessario comprendere le variabili che influiscono sui multipli e le ipotesi stabilite a monte della valutazione per giungere ad un risultato affidabile.

L'analisi dei multipli può risultare in alcuni casi troppo semplicistica in quanto non tiene conto di fattori e grandezze determinanti del valore specifici di ogni impresa. Ed infine

---

<sup>27</sup> S. POZZOLI, 2008, *Valutazione d'azienda*, Ipsoa, pp.175-178

<sup>28</sup> D. BALDUCCI, 2006, *La valutazione dell'azienda*, 9° Edizione, Milano: Edizioni Fag, p. 392

bisogna sottolineare che quando si utilizzano i multipli ci si basa e ci si affida su valutazioni del valore delle imprese e del settore effettuate da altri: i multipli infatti riflettono le opinioni degli investitori sui futuri flussi di cassa, sui potenziale di crescita degli utili e sugli altri fattori che influiscono sul valore. Se queste valutazioni sono imprecise, l'analisi dei multipli non potrà certo essere accurata.<sup>29</sup>

### ***I due metodi di valutazione a confronto***

Abbiamo visto due approcci diversi alla valutazione di un'azione o di un'impresa: il metodo di attualizzazione dei flussi di cassa e il metodo di valutazione relativa dei multipli. Molto spesso i due metodi forniscono stime differenti del valore e questo deriva dal loro differente modo di concepire l'efficienza o, meglio, l'inefficienza di mercato.

Nella valutazione basata sull'attualizzazione dei flussi di cassa si ipotizza che i mercati possano compiere errori di valutazione nel breve periodo ma che correggano tali errori nel tempo: l'orizzonte temporale sui cui si fonda l'analisi è dunque il lungo periodo. Mentre nella valutazione basata sui multipli si ipotizza che in media i mercati valutino correttamente i vari settori, ma che possano commettere errori su singole società.<sup>30</sup>

In entrambi i metodi è sempre necessario considerare le differenze in termini di variabili fondamentali (crescita, rischio e flussi di cassa) tra le imprese. L'utilizzo dei multipli aggiunge consistenza alle stime basate sui Discounted Cash Flow; è pertanto consigliabile utilizzare e confrontare entrambi i risultati per giungere ad una stima del valore affidabile, tenendo sempre conto dei vantaggi e degli svantaggi di ogni metodo e scegliendo di volta in volta il valore che risulta più coerente alle specifiche circostanze.

---

<sup>29</sup> D. FRYKMAN, J. TOLLERYD, 2005, *Valutare l'impresa*, 1° Edizione, Milano: Pearson, pp. 42-43

<sup>30</sup> A. DAMODARAN, 2006, *Finanza Aziendale*, 2° Edizione, Milano: Apogeo, pp. 610-611

## ***CAPITOLO 2: La valutazione del titolo Fidia***

### **2.1 INTRODUZIONE**

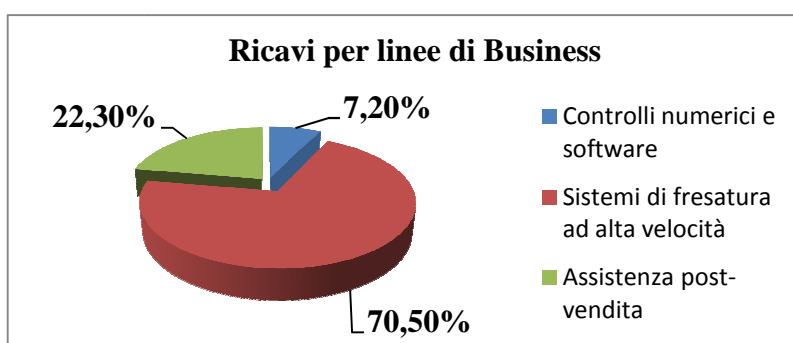
Il secondo capitolo è finalizzato alla presentazione dell'analisi di un titolo azionario per mettere in evidenza come gli analisti effettuano le proprie valutazioni utilizzando i modelli esposti nelle pagine precedenti. Cercherò di mostrare come i dati economico-finanziari di bilancio e le prospettive di crescita aziendali impattino sulla valutazione di un titolo. Mi servirò dunque solo dell'analisi fondamentale ed, in particolare, proverò ad applicarla al titolo Fidia Spa. Partendo dall'andamento aziendale di Fidia e dai dati di bilancio del 2014, proverò a capire perché il titolo ha fatto registrare rialzi a tre cifre da inizio anno (dal gennaio del 2015) e un consistente miglioramento delle valutazioni da parte degli analisti. Il forte rialzo in borsa è stato determinato dalla momentanea irrazionalità del mercato o il titolo era fortemente sottovalutato e molti investitori hanno individuato un'opportunità di acquisto? L'analisi fondamentale ci aiuta a capire se un titolo è prezzato correttamente o se il suo valore intrinseco è molto distante dai prezzi attuali di borsa, in modo tale da permettere a chi la applica di compiere scelte di investimento più consapevoli.

### **2.2 FIDIA SPA: UNA PANORAMICA SULLA SOCIETÀ E SUI DATI DI BILANCIO**

Fidia è un'azienda nata nel 1974 a Torino ed è oggi tra le società leader a livello mondiale nell'industria dei controlli numerici e dei sistemi di fresatura ad alta velocità. Le società del Gruppo Fidia sono presenti in nove nazioni ed operano sul mercato globale: Cina, Stati Uniti e Germania costituiscono i mercati principali.

L'attività del Gruppo Fidia può essere divisa in tre linee di business (figura 1) tra loro integrate:

- controlli numeri (CNC) e software di processo per macchine utensili;
- macchine fresatrici ad alta velocità;
- servizi di assistenza tecnica e manutenzione post-vendita.



*Figura 1- Ricavi per linee business del Gruppo Fidia (Fonte: elaborazione personale)*

La società torinese opera principalmente in due settori, automotive ed aerospace (figura 2), ed annovera tra i propri clienti molti tra i più importanti e prestigiosi Gruppi a livello internazionale: BMW, Ferrari, Fiat, Audi, Mercedes-Benz, Jaguar nel settore automotive e Boeing, British Aerospace, Canadair, General Electric nel settore aerospaziale.

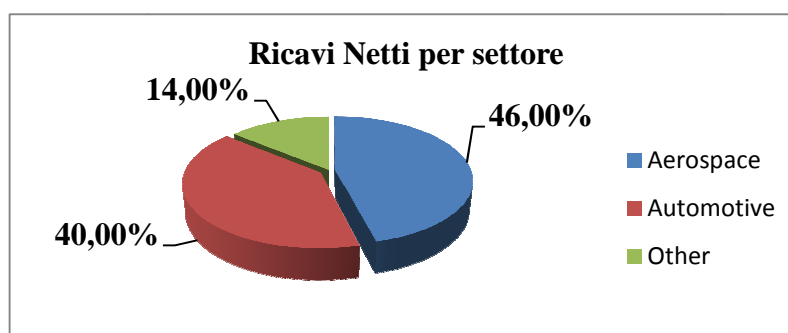


Figura 2 – Ricavi netti per settore (Fonte: elaborazione personale)

L'innovazione dei prodotti e delle soluzioni tecnologiche offerte, sostenuta da costanti e significativi investimenti in ricerca e sviluppo, è il motore della crescita di Fidia e la chiave del successo nei quarant'anni della sua attività.

Dal 2001 Fidia è quotata alla Borsa Valori di Milano nel segmento Star (il segmento del Mercato MTA di Borsa Italiana dedicato alle medie imprese con capitalizzazione compresa tra 40 milioni e 1 miliardo di euro).

### Un 2014 positivo per Fidia

|                                     | 2014          | 2013           | Variazione % |
|-------------------------------------|---------------|----------------|--------------|
| <b>RICAVI COMPLESSIVI</b>           | <b>54.544</b> | <b>44.704</b>  | <b>22%</b>   |
| <i>Ricavi Controlli Numerici</i>    | <i>3.924</i>  | <i>2.976</i>   | <i>31.9%</i> |
| <i>Ricavi Sistemi di Fresatura</i>  | <i>38.458</i> | <i>30.749</i>  | <i>25.1%</i> |
| <i>Ricavi Assistenza post-vend.</i> | <i>12.162</i> | <i>10.979</i>  | <i>10.8%</i> |
| <b>EBITDA</b>                       | <b>4.982</b>  | <b>27</b>      |              |
| <b>EBIT</b>                         | <b>4.324</b>  | <b>(986)</b>   |              |
| <b>RISULTATO NETTO</b>              | <b>2.774</b>  | <b>(1.567)</b> |              |

Tabella 1 - Dati di bilancio del Gruppo Fidia (Fonte: elaborazione personale)

Venerdì 13 marzo la società ha comunicato i risultati del 2014; il bilancio mostra che il 2014 è stato un anno fortemente positivo per Fidia. L'azienda, infatti, ha archiviato l'esercizio con un utile netto pari a 2,8 milioni rispetto alla perdita di 1,6 milioni fatta registrare nel 2013 (Tabella 1). In particolare il bilancio evidenzia ricavi netti consolidati pari a 54,5 milioni in crescita del 22% rispetto ai 44,7 milioni dell'esercizio precedente. Le linee di business in cui opera il Gruppo presentano tutte andamenti positivi: i ricavi del settore elettronico dei

controlli numerici, del settore dei sistemi di fresatura ad alta velocità e del settore dell'assistenza post-vendita sono aumentati rispettivamente del 31,9%, del 25,1% e del 10,8%. L'Ebitda risulta positivo di 5 milioni, rispetto ad un risultato in pareggio nell'esercizio precedente, e l'Ebit di 4,3 milioni, contro un saldo negativo nel 2013 di circa un milione. L'utile netto di competenza è legato alla consistente crescita dei ricavi, che hanno permesso un maggior assorbimento dei costi di struttura, e solo in parte alla contabilizzazione di proventi straordinari e non ricorrenti.

|                            | 2014        | 2013        | Variazione % |
|----------------------------|-------------|-------------|--------------|
| <b>ACQUISIZIONE ORDINI</b> | <b>58.9</b> | <b>50.3</b> | <b>17.1%</b> |
| <b>PORTAFOGLIO ORDINI</b>  | <b>31.5</b> | <b>27.2</b> | <b>15.9%</b> |

*Tabella 2 - Acquisizione e portafoglio ordini del Gruppo Fidia (Fonte: elaborazione personale)*

Come si può notare dalla Tabella 2, nel corso del 2014 l'acquisizione di ordini è stata complessivamente di 58,9 milioni (contro i 50,3 milioni dell'esercizio precedente), mentre il portafoglio ordini ammonta a 31,5 milioni (in crescita di circa il 16% rispetto al 2013), al quale bisogna aggiungere nuove commesse per circa 9,9 milioni acquisite nel primo bimestre del 2015.

|                             | 2014        | 2013       | Variazione %  |
|-----------------------------|-------------|------------|---------------|
| <b>CASSA</b>                | <b>10.7</b> | <b>8.5</b> | <b>26.1%</b>  |
| <b>POSIZIONE FIN. NETTA</b> | <b>5</b>    | <b>2.2</b> | <b>128.7%</b> |

*Tabella 3 - Cassa e posizione finanziaria netta del Gruppo Fidia (Fonte: elaborazione personale)*

Anche la posizione finanziaria netta migliora passando dai 2,2 milioni di fine 2013 ai circa 5 milioni di fine 2014 grazie ad una consistente generazione di cassa dell'attività operativa (Tabella 3).

Dati decisamente positivi che hanno indotto il consiglio di amministrazione a proporre la distribuzione di un dividendo pari a 25 centesimi per azione; l'ultimo dividendo era stato pagato ben 13 anni fa e risale all'esercizio del 2001<sup>31</sup>.

### ***Fidia vola in borsa***

Lunedì 16 e Martedì 17 Marzo il titolo Fidia ha fatto registrare un rialzo del 36% e del 23% grazie ai risultati pubblicati il venerdì precedente. L'azione è stata più volte sospesa per

<sup>31</sup> Tutti i dati riportati sono tratti dalla "Relazione Finanziaria annuale al 31 dicembre 2014" disponibile su: [http://www.fidia.it/investor\\_relations/italiano/b\\_it\\_fr.htm](http://www.fidia.it/investor_relations/italiano/b_it_fr.htm)

ecceso di rialzo nelle sedute successive e nel giro di un paio di settimane è riuscita a raddoppiare il proprio prezzo di borsa.



Figura 3 - Andamento del titolo Fidia (Fonte: <https://it.finance.yahoo.com/q/bc?s=FDA.MI>; data di accesso: 29/05/2015)

Fidia ha fatto registrare il rialzo più consistente nei primi mesi dell'anno tra le società quotate a Piazza Affari<sup>32</sup>: partendo all'inizio di gennaio da un prezzo inferiore ai 3 euro, è arrivata a guadagnare più del 200% a inizio di Aprile con una quotazione superiore ai 9 euro (si veda la figura 3). Durante tutto il mese di Aprile il titolo è stato ampiamente trattato dagli investitori e il suo andamento è stato caratterizzato da sedute decisamente volatili. È difficile poter prevedere come si muoverà nel breve periodo: Fidia proseguirà nella direzione del rialzo? Ma, soprattutto, il rialzo è stato causato da una reale possibilità di rivalutazione o da pura speculazione? Già nel 2007, infatti, il titolo Fidia aveva fatto registrare un periodo di forti movimenti che avevano portato il suo prezzo da 4 a 20 euro in poche sedute e poi lentamente era tornato sotto i 4 euro, ma la storia oggi è diversa: nel 2007 l'azienda era in perdita, ora l'azienda è tornata in utile e le prospettive per il futuro sono estremamente interessanti.

<sup>32</sup> M. PANICUCCI, 2015, *Piazza Affari: da inizio anno rialzi a tre cifre per Fidia, Aedes, Digital Bros e Sara*, FIRStonline [online], 1 Aprile, disponibile su: <http://www.firstonline.info/a/2015/04/01/piazza-affari-da-inizio-2015-rialzi-a-tre-cifre-pe/1569c91e-319b-4280-a319-79abb852d36d> (Data di accesso: 14/05/2015)



## 2.3 VALUTAZIONE DI FIDIA

Pochi giorni dopo la pubblicazione dei dati di bilancio, Banca IMI (la banca di investimento di Intesa Sanpaolo) ha aumentato il prezzo obiettivo (*target price*) di Fidia portandolo da 3,50 euro a 6,45 euro in seguito al miglioramento delle stime finanziarie e delle previsioni economiche del Gruppo e ha confermato l'indicazione di aggiungere (*ACCUMULATE rating*) azioni nel portafoglio. Il **target price** determinato dagli analisti costituisce l'obiettivo di prezzo di un titolo entro un determinato lasso temporale e può essere ottenuto sia con l'analisi tecnica che con l'analisi fondamentale. Attraverso l'analisi fondamentale si stima il valore intrinseco di un'azione e la definizione di un target price serve dunque per individuare se un titolo è sottovalutato o sopravvalutato osservando le quotazioni correnti.

Per la valutazione del titolo Banca IMI ha utilizzato il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (Tabella 4), basandosi sulle seguenti assunzioni:

- un costo medio ponderato del capitale (Wacc) del 7,5% che incorpora un tasso privo di rischio pari al 2,0% e un premio per il rischio azionario del 5,50%;
- assenza di debito;
- una crescita nulla del valore terminale;
- EBIT di lungo periodo calcolato a partire dalla media dei ricavi degli esercizi dal 2011 al 2014 e di quelli stimati per gli esercizi dal 2015 al 2017, dalla media degli EBITDA margin (Ebitda/Ricavi) e degli ammortamenti/svalutazioni per il medesimo periodo.

|                       | 2015 | 2016 | 2017 | LT   |
|-----------------------|------|------|------|------|
| EBIT                  | 3,0  | 3,5  | 4,0  | 3,1  |
| TASSE                 | -0,8 | -0,9 | -1,0 | -1,1 |
| AMMORTAMENTI          | 1,1  | 1,1  | 1,1  |      |
| NOPAT                 | 3,3  | 3,7  | 4,1  | 2    |
| ΔCCN                  | -0,6 | -0,3 | -0,3 |      |
| SPESE IN CONTO CAPIT. | -0,8 | -0,9 | -0,9 |      |
| FCF                   | 1,9  | 2,5  | 2,9  | 2    |
| FCF attualizzati      | 1,9  | 2,3  | 2,5  | 1,6  |
| WACC (%)              | 7,5  |      |      |      |
| CRESCITA TV (%)       | 0,0  |      |      |      |
| TERMINAL VALUE        | 21,4 |      |      |      |
| ENTERPRISE VALUE      | 28,1 |      |      |      |
| CASSA                 | 5,0  |      |      |      |
| VALORE DEL CAPITALE   | 33,1 |      |      |      |

|                             |             |
|-----------------------------|-------------|
| <b>AZIONI IN CIRCOLAZ.</b>  | <b>5,12</b> |
| <b>TARGET PRICE PER AZ.</b> | <b>6,45</b> |

*Tabella 4 - Valutazione effettuata da Banca IMI (Fonte: Intesa Sanpaolo Research Department)*

A differenza di quanto fatto da Banca IMI, procedo a stimare il target price di Fidia ipotizzando una crescita del valore terminale del 2% in linea con la media della crescita prevista per i Paesi avanzati<sup>33</sup> (ipotizzo quindi che i flussi di cassa continueranno a crescere per sempre al tasso del 2% rispetto all'ipotesi precedente in cui i flussi di cassa rimanevano costanti nel lungo periodo). Il flusso di cassa che attualizzo per stimare il valore terminale lo calcolo a partire dalla media dei flussi di cassa del periodo 2012-2017 (Tabella 5).

|                                | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | Media di FCF |
|--------------------------------|------|------|------|------|------|------|--------------|
| <b>EBIT</b>                    | 1,4  | -1   | 4,3  | 3,0  | 3,5  | 4,0  |              |
| <b>TASSE</b>                   | -0,8 | -0,3 | -0,7 | -0,8 | -0,9 | -1,0 |              |
| <b>AMMORTAMENTI</b>            | 0,8  | 0,7  | 1    | 1,1  | 1,1  | 1,1  |              |
| <b>ΔCCN</b>                    | -5   | 4    | 2,2  | -0,6 | -0,3 | -0,3 |              |
| <b>SPESE IN CONTO CAPITALE</b> | -0,8 | -0,9 | -3,3 | -0,8 | -0,9 | -0,9 |              |
| <b>FCF</b>                     | -4,4 | 2,5  | 3,5  | 1,9  | 2,5  | 2,9  | <u>1,5</u>   |

*Tabella 5 - Calcolo dei FCF (Fonte: elaborazione personale)*

Inoltre, come fatto dagli analisti di Banca IMI, ho assunto un costo medio ponderato del capitale del 7,5% ottenuto da:

- un beta del titolo uguale ad 1;
- un premio per il rischio di mercato pari al 5,5% (in linea con il premio per il rischio mediamente adottato in Italia);
- un tasso privo di rischio pari al 2% (in linea con il rendimento dei BTP a 10 anni);
- assenza di debito.

|                         | 2015 | 2016 | 2017 | LT  |
|-------------------------|------|------|------|-----|
| <b>FCF</b>              | 1,9  | 2,5  | 2,9  | 1,5 |
| <b>FCF attualizzati</b> | 1,9  | 2,3  | 2,5  | 1,2 |
| <b>WACC (%)</b>         | 7,5  |      |      |     |
| <b>CRESCITA TV (%)</b>  | 2    |      |      |     |

*Tabella 6 - Calcolo dei FCF attualizzati (Fonte: elaborazione personale)*

<sup>33</sup> Dato stimato dal Fondo Monetario Internazionale nel World Economic Outlook (Aprile 2015)

Sommando i flussi di cassa attualizzati ed il terminal value otteniamo:

$$EV = 1,9 + 2,3 + 2,5 + \frac{1,2}{(0,075 - 0,020)} = 28,5$$

Aggiungendo infine la cassa e dividendo per il numero di azioni in circolazione, arriviamo a definire il target price:

$$\text{Target Price} = \frac{EV + \text{Cassa} - \text{Debiti}}{\text{n}^\circ \text{ azioni in circolazione}} = \frac{28,5 + 5}{5,12} = 6,54$$

Proviamo ora a verificare questo risultato attraverso l'analisi dei multipli (Tabella 7) per capire se anche quest'ultima suggerisce una possibilità di rivalutazione del titolo. Il gruppo di imprese comparabili che ho selezionato comprende aziende attive negli stessi settori (e in buona parte anche negli stessi mercati) a quelli in cui opera il Gruppo Fidia.

|   | Prezzo<br>(euro) | Capitalizzazione<br>(in milioni di €) | EV/EBITDA         |                   | P/E                |                    |
|---|------------------|---------------------------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
|   |                  |                                       | 2015              | 2016              | 2015               | 2016               |
| <b>Prima Industrie</b>                    | 16,7             | 175                                   | <b>6,3</b>        | <b>5,1</b>        | <b>11,5</b>        | <b>8,9</b>         |
| <b>Amada</b>                              | 8,6              | 3311                                  | <b>9,3</b>        | <b>10,3</b>       | <b>19,3</b>        | <b>18</b>          |
| <b>Makino</b>                             | 8,30             | 955,5                                 | <b>6,9</b>        | <b>7,9</b>        | <b>12,4</b>        |                    |
| <b>KUKA</b>                               | 71,5             | 2553                                  | <b>10,9</b>       | <b>9,6</b>        | <b>25</b>          | <b>21</b>          |
| <b>Okuma Corp.</b>                        | 9,12             | 1539                                  | <b>7,5</b>        | <b>7,1</b>        | <b>16,6</b>        |                    |
| <b>Krones</b>                             | 83,5             | 2638                                  | <b>7,8</b>        | <b>7,1</b>        | <b>18,2</b>        | <b>16,6</b>        |
| <b><u>MEDIA</u> (imprese comparabili)</b> |                  |                                       | <b><u>8,1</u></b> | <b><u>7,8</u></b> | <b><u>17,2</u></b> | <b><u>16,1</u></b> |
| <b><u>Fidia</u></b>                       | 5,52             | 28,3                                  | <b><u>5,6</u></b> | <b><u>4,6</u></b> | <b><u>17,8</u></b> | <b><u>14,4</u></b> |

*Tabella 7 - Multipli di Fidia e delle imprese comparabili (Fonte: elaborazione personale)*

Guardando i principali multipli riportati nella tabella 7, si nota subito come il titolo Fidia sia quotato a sconto impiegando il rapporto EV/Ebitda. Utilizzando infatti la media dei multipli EV/Ebitda delle imprese comparabili si giunge a determinare un prezzo di 7,46 euro per azione nel 2015 e di circa 8 euro nel 2016. Se prendiamo invece in considerazioni le medie del multiplo P/E, giungiamo ad un prezzo per azione di 5,33 euro nel 2015 e di 6,12 nel 2016 (Tabella 8).

|                                  | 2015               | 2016               |
|----------------------------------|--------------------|--------------------|
| <b>NUMERO DI AZIONI</b>          | <b>5,12</b>        | <b>5,12</b>        |
| <b>CASSA</b>                     | <b>5</b>           | <b>5</b>           |
| <b>MEDIA EV/EBITDA</b>           | <b>8,10</b>        | <b>7,80</b>        |
| <b>EBITDA FIDIA<sup>34</sup></b> | <b>4,10</b>        | <b>4,60</b>        |
| <b><u>TARGET PRICE</u></b>       | <b><u>7,46</u></b> | <b><u>7,98</u></b> |
| <b>MEDIA P/E</b>                 | <b>17,20</b>       | <b>16,10</b>       |
| <b>EPS FIDIA<sup>35</sup></b>    | <b>0,31</b>        | <b>0,38</b>        |
| <b><u>TARGET PRICE</u></b>       | <b><u>5,33</u></b> | <b><u>6,12</u></b> |

*Tabella 8 - Calcolo dei target price (Fonte: elaborazione personale)*

Questa rilevante differenza nei target price calcolati con i due multipli è dovuta principalmente al fatto che Fidia e le imprese comparabili presentano diverse strutture patrimoniali: è più affidabile considerare le stime del rapporto EV/Ebitda in quanto quest'ultimo risulta neutrale alla struttura del capitale delle società analizzate e di conseguenza può essere comparato più facilmente tra imprese con un differente grado di indebitamento. L'Ebitda non viene poi influenzato dai diversi metodi di ammortamento mentre il multiplo P/E risente dei principi contabili impiegati per calcolare l'utile netto.

È tuttavia difficile calcolare un target price affidabile attraverso il metodo dei multipli, in quanto questi ultimi sono troppo legati al prezzo attuale dell'azione analizzata e delle azioni comparabili. Se ripetessimo la stessa analisi a distanza di pochi giorni, di sicuro non giungeremmo alla stessa stima visto che i prezzi delle azioni sono volatili e cambiano in continuazione. Ad esempio se avessimo calcolato i multipli di Fidia il 1 Aprile (invece che il 19 Marzo), quando il prezzo di mercato del titolo aveva raggiunto i 9,21 euro avremmo ottenuto ben altri risultati (Tabella 9):

|              | EV/EBITDA   |            | P/E         |             |
|--------------|-------------|------------|-------------|-------------|
|              | 2015        | 2016       | 2015        | 2016        |
| <b>Fidia</b> | <b>10,2</b> | <b>9,1</b> | <b>29,7</b> | <b>24,2</b> |

*Tabella 9 - Multipli di Fidia calcolati il 1 Aprile (Fonte: elaborazione personale)*

Inoltre è difficile trovare imprese comparabili a Fidia in relazione alla dimensione, ai processi di produzione e ai mercati in cui opera. Nonostante ciò, è sempre utile prendere in considerazione l'analisi relativa anche se non si dispone di un ampio campione di imprese con cui confrontare l'azienda oggetto di valutazione. Conoscendo, infatti, i valori considerati

<sup>34</sup> <sup>35</sup> Fonte: Intesa Sanpaolo Research Department

“ottimali” dagli analisti o più semplicemente le medie storiche dei multipli di un settore è possibile cercare i titoli sottovalutati caratterizzati da valori dei multipli inferiori alle medie. Calcolando il Price to Sales ratio di Fidia, che è dato dal rapporto tra capitalizzazione di borsa e fatturato, e l’Enterprise Value to Sales, ottenuto invece dal rapporto tra il valore complessivo della società ed il fatturato della stessa, si ottengono i seguenti valori (Tabella 10):

|              | Price/Sales |             | EV/Sales    |             |
|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|              | 2015        | 2016        | 2015        | 2016        |
| <b>Fidia</b> | <b>0,51</b> | <b>0,49</b> | <b>0,42</b> | <b>0,37</b> |

*Tabella 10 - Multipli Price/Sales ed EV/Sales di Fidia (Fonte: elaborazione personale)*

Valori molto bassi dovuti alla bassa capitalizzazione di borsa (28 milioni a fronte di un fatturato di circa 55 milioni): considerando che le medie dei rapporti Price/Sales ed EV/Sales delle società quotate nei principali listini europei della *machinery industry* sono rispettivamente di 1,24 e di 1,38<sup>36</sup> e che il fatturato di Fidia è in crescita, il titolo potrebbe risultare un’ottima opportunità investimento.

### ***L’influenza del dividendo***

Abbiamo visto nel Dividend Discount Model come il prezzo di un’azione è determinato dal valore attualizzato di una serie di dividendi che l’azienda pagherà nel futuro. Maggiori sono i dividendi attesi e maggiore sarà il prezzo dell’azione. Abbiamo anche visto che l’aumento dei dividendi costituisce un segnale positivo per il mercato quando riflette il buono stato di salute di un’azienda.

Sicuramente la distribuzione di un dividendo di 0,25 euro su un utile per azione di 0,56 euro (payout del 45%) è stata una scelta apprezzata da parte degli investitori, tanto più se consideriamo che l’ultimo pagamento era avvenuto nel 2002. Il fatto che Fidia si sia impegnata a pagare un dividendo così importante (1,3 milioni di euro in totale) e che contemporaneamente possa continuare a disporre della liquidità necessaria per proseguire la costruzione dello stabilimento industriale a Forlì e realizzare investimenti in ricerca e sviluppo fondamentali per la crescita del Gruppo (nel 2014 le spese in Ricerca e Sviluppo sostenute ammontano a 2,8 milioni pari al 5,1% dei ricavi) ha generato ottime attese negli azionisti che si sono subito riflesse nel prezzo dell’azione.

Difficile stimare i dividendi futuri per poter applicare il DDM, in particolare per una società come Fidia che non ha mai pagato cedole in modo costante nel tempo. Soprattutto è difficile pensare che nei prossimi anni possa ancora offrire un dividend yield del 8,3% come

<sup>36</sup> Fonte dei dati: Damodaran Online, disponibili su: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

quest'anno (rendimento così elevato dovuto al fatto che il prezzo dell'azione era fortemente sottovalutato). Inoltre, osservando gli utili per azione stimati da Banca IMI per il prossimo biennio (0,31 euro nel 2015 e 0,38 nel 2016), possiamo ipotizzare che nel breve periodo l'azienda pagherà dividendi inferiori rispetto a quelli distribuiti a Maggio relativi all'esercizio 2014 (con un payout del 45% i dividendi per azione pagati nel prossimo biennio risulterebbero rispettivamente di 0,14 e di 0,17 euro).

Tuttavia in un periodo di tassi di interessi bassi dove è difficile trovare buone remunerazioni sul fronte obbligazionario, i dividendi distribuiti dalle aziende assumono maggiore importanza e il pagamento di un dividendo (quasi inatteso) da parte di Fidia ha contribuito in modo rilevante al forte rialzo del prezzo. Considerando i ricavi crescenti e il basso indebitamento dell'azienda, è probabile che Fidia continui a distribuire dividendi i prossimi anni: una strategia che potrebbe piacere a molti investitori e continuare a sostenere le quotazioni del titolo.

Possiamo provare ad applicare il Dividend Discount Model, ipotizzando che Fidia mantenga un payout costante del 45% (ovvero lo stesso rapporto tra dividendi distribuiti ed utile netto offerto quest'anno) e reinvesta dunque il 55% degli utili.

|                         | 2012              | 2013         | 2014        | 2015       | 2016      | 2017        |
|-------------------------|-------------------|--------------|-------------|------------|-----------|-------------|
| <b>ROE<sup>37</sup></b> | <b>-0,3</b>       | <b>-10,4</b> | <b>19,7</b> | <b>9,4</b> | <b>11</b> | <b>16,2</b> |
| <b>ROE MEDIO</b>        | <b><u>7,6</u></b> |              |             |            |           |             |

*Tabella 11 – Calcolo del ROE medio di Fidia (Fonte: elaborazione personale)*

Come riportato nella tabella 11, calcoliamo il ROE da utilizzare nel calcolo del tasso di crescita degli utili  $g$  come media dei ROE del triennio 2012-2014 e di quelli stimati per il periodo 2015-2017. Otteniamo quindi:

$$g = (\text{grado di ritenzione degli utili}) \times (\text{ROE}) = 55\% \times 7,6\% = 4\%$$

|                                     | 2015        | 2016        | 2017        |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>RISULTATO NETTO<sup>38</sup></b> | <b>1,57</b> | <b>1,97</b> | <b>3,36</b> |
| <b>PAYOUT</b>                       | <b>45%</b>  | <b>45%</b>  | <b>45%</b>  |
| <b>NUMERO DI AZIONI</b>             | <b>5,12</b> | <b>5,12</b> | <b>5,12</b> |
| <b>DIVIDENDO</b>                    | <b>0,14</b> | <b>0,17</b> | <b>0,30</b> |

*Tabella 12 – Calcolo dei dividendi attesi per il periodo 2015-2017 (Fonte: elaborazione personale)*

<sup>37</sup> Fonte: Intesa Sanpaolo Research Department

<sup>38</sup> Fonte: Intesa Sanpaolo Research Department

Infine, utilizzando i dividendi attesi per azione (riportati nel Tabella 12) e un costo del capitale proprio del 7,5%, possiamo calcolare il target price:

$$\text{Target Price} = \frac{0,14}{1,075} + \frac{0,17}{1,075^2} + \frac{0,30}{(0,075 - 0,04)} \frac{1}{1,075^2} = 7,69$$

Il target price calcolato con il Dividend Discount Model è superiore rispetto a quello ricavato precedentemente con l'analisi dei flussi di cassa attualizzati. Tuttavia il risultato appena ottenuto è molto influenzato dall'incertezza sulla stima del tasso di crescita  $g$ : piccoli cambiamenti di  $g$  (dovuti ad esempio ad una previsione sbagliata del ROE) possono portare a grandi differenze nella valutazione del prezzo.

## 2.4 L'ANALISI DEL BUSINESS E DELLE PROSPETTIVE DI CRESCITA

Non bisogna mai fermarsi alla semplice consultazione dei target price determinati dagli analisti quando si è alla ricerca di un titolo con buone potenzialità. A mio modo di vedere, la valutazione deve sempre partire dall'analisi dei valori fondamentali delle società e dalle prospettive di crescita non solo dell'azienda ma anche dei mercati in cui essa opera. Non è facile riuscire a selezionare solo azioni caratterizzate da flussi di cassa e dividendi in crescita e da multipli bassi. Soprattutto se si considera il momento particolare dei listini: Piazza Affari dai minimi del luglio del 2012 ha guadagnato il 90% e nei soli primi quattro mesi del 2015 ha guadagnato più del 20%. Una crescita quasi senza sosta che però non sempre è il riflesso di una altrettanto importante ripresa economica.<sup>39</sup> In molti si domandano se alcuni titoli abbiano “corso” troppo in Borsa rispetto alla crescita dei profitti aziendali. Come afferma Warren Buffett: *“le azioni di aziende quotate che compriamo ci dicono se l'investimento è valido non attraverso i prezzi di borsa, giornalieri o annuali, ma attraverso i loro risultati operativi. Il mercato può ignorare il successo di un business per un po', ma prima o poi lo confermerà”*<sup>40</sup>.

Fidia è considerata un'azione ciclica: un'azione il cui prezzo è positivamente correlato con l'andamento dell'economia. Il 2014 è stato un anno positivo per l'economia a livello globale ed il Gruppo Fidia ha beneficiato dell'andamento positivo dello scenario macroeconomico. In particolare, i mercati trainanti per Fidia sono la Cina, gli Stati Uniti e la Germania: le tre potenze economiche che hanno guidato la ripresa negli ultimi cinque anni e in cui Fidia ha fatto registrare risultati in significativa crescita (da sottolineare come in America i ricavi complessivi siano cresciuti del 63% nel 2014 rispetto a quelli fatti registrare nel 2013). In

<sup>39</sup> A. BARRÌ, 2015, *Piazza Affari, Dove cercare gli sconti di primavera*, Corriere Economia, 18 Maggio, p.25

<sup>40</sup> G. CUNEO, 2006, *Così parlò Warren Buffett: lezioni per investire in Italia*, Milano: Baldini Castoldi Dalai editore, p.22

aggiunta bisogna rilevare che i settori dei controlli numerici e delle macchine utensili a partire dalla metà dal 2013 presentano entrambi un andamento positivo.

Nel 2015 il Prodotto Interno Lordo su base mondiale crescerà ad un ritmo poco superiore al 3%, sostenuto sempre della crescita degli Stati Uniti, della Cina (anche se quest'ultima farà registrare il tasso di crescita più basso dalla crisi finanziaria del 2008<sup>41</sup>) e dell'India, e dalla ripresa (ancora contenuta) dell'area Euro e del Brasile. Per Fidia il 2015 si è aperto sulla scia degli ottimi risultati del 2014 e delle previsioni positive relative al contesto macroeconomico. Può contare su un portafoglio ordini record per il Gruppo superiore ai 40 milioni di euro e, nonostante abbia chiuso il primo trimestre del 2015 in perdita (bisogna tener conto però della stagionalità dei ricavi), i vertici dell'azienda prevedono un fatturato ancora in crescita per l'esercizio in corso e guardano con molto ottimismo al futuro.

Fidia, infatti, può competere con aziende ben più grandi grazie al suo grado di specializzazione e al know-how acquisito nel tempo. Essere all'avanguardia e sviluppare le proprie tecnologie prima dei concorrenti è di vitale importanza per Fidia, che nel tempo ha sempre reinvestito tra il 5 ed il 10% dei propri ricavi in progetti di ricerca e sviluppo. L'azienda produce internamente tutta la tecnologia che offre al cliente e questo è un punto di forza in quanto le permette di conoscere e adeguarsi alle esigenze dei mercati per offrire le soluzioni più adatte, affidabili ed evolute. Quest'ultima è una caratteristica molto apprezzata anche da un mercato come quello cinese che si sta attrezzando per garantire prodotti di più elevata qualità (ad esempio nel settore automotive) per poter competere con aziende americane ed europee e che dunque sta acquistando la migliore tecnologia disponibile sul mercato.<sup>42</sup> Difficile prevedere la durata dei cicli economici favorevoli, ma è probabile che almeno per i prossimi anni Fidia rimarrà tra i leader mondiali dei produttori di macchine fresatrici ad alta velocità se continuerà ad investire in qualità ed innovazione. L'azienda presenta un basso rapporto di indebitamento e una posizione finanziaria netta positiva, sta aumentando la propria capacità produttiva e nel lungo periodo presenta ottime potenzialità di crescita (grazie soprattutto all'affermazione nel settore aerospaziale, dove i margini sono più elevati e vi sono maggiori possibilità di crescita degli utili). Se i ricavi continueranno a crescere trainati dalle esportazioni negli Stati Uniti e in Asia e i profitti seguiranno il trend dei ricavi nei prossimi anni, anche il valore di mercato del patrimonio della società (cioè il valore attuale dei flussi di cassa futuri disponibili) crescerà. Bisognerà aspettare i risultati delle prossime trimestrali e dei prossimi bilanci per capire se verranno confermate le previsioni.

---

<sup>41</sup> S. PIERANNI, 2015, *Cina, nel 2015 la crescita rallenta*, Il Manifesto [online], 7 Gennaio, disponibile su: <http://ilmanifesto.info/cina-nel-2015-la-crescita-rallenta/> (Data di accesso: 23/05/2015)

<sup>42</sup> A. MARZETTA, *Quarant'anni di eccellenza (intervista a Carlos Maidagan, direttore generale di Fidia)*, Rivista di Meccanica oggi (rmo), num°180 (luglio-agosto 2014), pp. 14-18



## 2.5 CONSIDERAZIONI FINALI

Nel mio elaborato ho presentato alcuni degli strumenti offerti dall'analisi fondamentale e ho mostrato come vengono utilizzati nella valutazione dei titoli azionari.

Gli analisti fondamentali ricercano titoli con prospettive di performance positive a partire dall'analisi dei dati di bilancio e delle aspettative di crescita degli utili aziendali. Per valutare la bontà di un investimento in Borsa (in particolar modo per gli investimenti a medio-lungo termine), bisogna prima di tutto cercare di comprendere la realtà economica sottostante lo strumento finanziario che si sta acquistando analizzando il business e i possibili sviluppi futuri dell'impresa.

Abbiamo visto nel primo capitolo come i principali modelli basano le proprie stime del valore intrinseco di un'azione a partire da parametri come i dividendi distribuiti, i flussi di cassa, il tasso di crescita degli utili o da multipli che mettono in rapporto prezzi di borsa e grandezze economico-patrimoniali di un'azienda. I modelli presentati non sono tra loro alternativi ma possono essere utilizzati congiuntamente e confrontati tra loro in modo da poter aggiungere consistenza ai risultati ottenuti e osservare le differenze nei valori calcolati. È importante comprendere le diverse ipotesi su cui si basano i vari modelli ma, soprattutto, conoscere l'azienda che si sta valutando ed il settore di riferimento in modo da poter effettuare stime e previsioni plausibili.

Nel secondo capitolo ho analizzato l'azione Fidia per mettere in evidenza come il ritorno all'utile da parte della società e il miglioramento delle prospettive di crescita aziendali hanno impattato sulla valutazione del titolo. Ho stimato il target price servendomi di tre differenti modelli: 1) con il metodo di attualizzazione dei flussi di cassa (ho ripreso il modello utilizzato da Banca IMI modificando in parte le ipotesi di partenza) sono giunto a determinare un prezzo di circa 6,55 euro in linea con la valutazione effettuata dagli analisti; 2) con il metodo dei multipli, in particolare usando il rapporto EV/Ebitda (che in questo caso, come ho spiegato nel paragrafo 2.3, è preferibile al P/E), ho ottenuto un prezzo di 7,46 euro nel 2015 e di 8 euro nel 2016; 3) con il Dividend Discount Model ho calcolato un prezzo obiettivo di circa 7,7 euro.

La differenza nei valori ottenuti è dovuta alle diverse ipotesi sottostanti ai vari modelli e alle diverse stime effettuate. Il prezzo obiettivo calcolato dagli analisti di Banca IMI risulta inferiore rispetto a quelli da me determinati in quanto viene ipotizzata una crescita nulla del valore terminale, mentre la differenza nei valori ottenuti con il Dividend Discount Model e

con il modello di attualizzazione dei flussi di cassa è dovuta principalmente al diverso modo in cui ho stimato il tasso di crescita  $g$ . I prezzi calcolati con l'analisi dei multipli sono inoltre influenzati dal campione di società comparabili selezionato e dai loro prezzi di borsa.

Dall'analisi effettuata possiamo affermare che alla fine del 2014 Fidia era sottovalutata dal mercato e aveva una valorizzazione ben inferiore rispetto al proprio potenziale di lungo periodo: l'importante rialzo del prezzo del titolo dopo la pubblicazione dei risultati del bilancio non è stato causato da pura speculazione. Fare previsioni ora sui movimenti futuri del titolo è tutt'altro che semplice. Con le quotazioni correnti intorno ai 7 euro l'azienda capitalizza circa 35 milioni di euro, ancora poco se messo in rapporto con il fatturato (circa 55 milioni ma previsto in crescita). Tralasciando la frenesia dei mercati e la speculazione nel breve periodo, ma considerando l'evoluzione della performance del Gruppo Fidia, il trend dei settori in cui opera e lo scenario macroeconomico esistono i presupposti per considerare il valore dell'azienda ancora distante dai prezzi attuali di borsa.

*“Le grandi opportunità d'investimento si manifestano quando aziende eccellenti si trovano in circostanze inusuali che provocano il deprezzamento delle loro azioni” (Warren Buffett)*

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

### *Riferimenti bibliografici di libri*

BALDUCCI, D., 2006, *La valutazione dell'azienda*, 9° Edizione, Milano: Edizioni FAG

CAVALIERI, M., 2010, *La determinazione del valore economico del capitale d'impresa*, Torino: Giappichelli Editore

COURTEAU, L., 2008, *Valore d'impresa e valori di bilancio*, Milano: Franco Angeli

CUNEO, G., 2006, *Così parlò Warren Buffett: lezioni per investire in Italia*, Milano: Baldini Castoldi Dalai editore

DAMODARAN, A., 2006, *Finanza Aziendale*, 2° Edizione, Milano: Apogeo

DAMODARAN, A., 2010, *Valutazione delle aziende*, 2° Edizione, Milano: Apogeo

DE LUCA, P., 2007, *Il costo del capitale nella gestione d'azienda*, Milano: IPSOA

DI LORENZO, P., 2008, *L'odore dei soldi*, 1° Edizione, Roma: Alberto Castelvechi Editore

ESTRADA, J., 2006, *Finanza per i manager*, 1° Edizione, Milano: Pearson

FRYKMAN, D., TOLLERYD, J., 2005, *Valutare l'impresa*, 1° Edizione, Milano: Pearson

IZZO, C., 2007, *La guida del Sole 24 Ore agli investimenti finanziari*, 1° Edizione, Milano: Il Sole 24 Ore

LIERA, M., 2000, *Capire la borsa*, 1° Edizione, Milano: Il Sole 24 Ore

LO MARTIRE, GIANNI, LO MARTIRE, GIUSEPPE, 2000, *La determinazione del valore d'azienda*, Milano: Franco Angeli

MARCHESONI, M.A., 2012, *La guida del Sole 24 Ore all'analisi fondamentale*, Milano: Il Sole 24 Ore

MONTEFORTE, D., 2004, *Teorie e tecniche della valutazione d'azienda: una ricostruzione in chiave evolutiva*, Perugia: Morlacchi Editore

PEDRIALI, F., 2006, *Analisi finanziaria e valutazione aziendale*, Milano: Hoepli Editore

POZZOLI, S., 2008, *Valutazione d'azienda*, Milano: Ipsoa

### ***Riferimenti bibliografici di articoli di giornale***

BARRÌ, A., 2015, Piazza Affari, Dove cercare gli sconti di primavera, *Corriere Economia*, 18 Maggio, p.25

BERGAMIN, E., 2014, La valutazione dei titoli azionari. *Il commercialista veneto*, num°219 (maggio/giugno), pp. 10-13

FAGNANI, E., 2015, Fidia, Banca IMI aumenta a 6,45 euro il prezzo obiettivo, *Soldionline* [online], 19 Marzo, disponibile su: <http://www.soldionline.it/notizie/azioni-italia/raccomandazioni-fidia-banca-imi-aumenta-prezzo-obiettivo> (Data di accesso: 16/05/2015)

LECCI, E., 2015, Tutti vogliono Fidia! Ecco cosa spinge gli acquisti, *InvestireOggi* [online], 16 Marzo, disponibile su: [http://www.investireoggi.it/finanza-borsa/tutti-vogliono-fidia-ecco-cosa-spinge-gli-acquisti/?refresh\\_ce](http://www.investireoggi.it/finanza-borsa/tutti-vogliono-fidia-ecco-cosa-spinge-gli-acquisti/?refresh_ce) (Data di accesso: 02/05/2015)

MARZETTA, A., 2014, Quarant'anni di eccellenza (intervista a Carlos Maidagan, direttore generale di Fidia), *Rivista di Meccanica oggi (rmo)*, num°180 (luglio-agosto 2014), pp. 14-18

PANICUCCI, M., 2015, Piazza Affari: da inizio anno rialzi a tre cifre per Fidia, Aedes, Digital Bros e Sara, *FIRSTonline* [online], 1 Aprile, disponibile su: <http://www.firstonline.info/a/2015/04/01/piazza-affari-da-inizio-2015-rialzi-a-tre-cifre-pe/1569c91e-319b-4280-a319-79abb852d36d> (Data di accesso: 14/05/2015)

PATANÈ, V., 2015, Fidia concede il dividendo e vola in borsa. +28% in una seduta storica, *ForexInfo.it* [online], 16 Marzo, disponibile su: <http://www.forexinfo.it/Borsa-Fidia-concede-il-dividendo-e> (Data di accesso: 02/05/2015)

PIERANNI, S., 2015, Cina, nel 2015 la crescita rallenta, *Il Manifesto* [online], 7 Gennaio, disponibile su: <http://ilmanifesto.info/cina-nel-2015-la-crescita-rallenta/> (Data di accesso: 23/05/2015)

SABELLA, M., 2015, Europa, Il Vecchio Continente può vincere la gara degli utili, *Corriere Economia*, 18 Maggio, p. 24