

UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
FACOLTA' DI SCIENZE STATISTICHE

CORSO DI LAUREA IN
STATISTICA ECONOMIA E FINANZA



“Stage presso Axia Financial Research:
approfondimento sull'analisi di una società
attraverso il confronto con i concorrenti”

Relatore: Francesco Naccarato

Laureanda: Anna Manfredini

Matricola: 575636-SEF

Anno accademico 2009-2010

Indice

1. Introduzione	5
2. Presentazione dell'azienda	7
2.1. Il gruppo Axia	7
2.1.1. Axia Financial Research	8
2.1.2. Etica come strumento per creare valore	9
2.1.3. La struttura operativa	10
2.2. L'unità organizzativa in cui si è svolto lo stage e attività svolte	11
3. Analisi Fondamentale	13
3.1. Confronto con i concorrenti dell'azienda	16
3.1.1. Indici di bilancio	16
3.1.1.1. Indici leva	18
3.1.1.2. Indici liquidità	20
3.1.1.3. Indici redditività o efficienza	22
3.1.1.4. Come Axia Financial Research usa gli indici di bilancio	25
3.1.2. Il metodo dei multipli	27
3.1.2.1. Multipli Equity side	31
3.1.2.2. Multipli Asset side	36
3.1.2.3. Modalità di utilizzo dei multipli adottato da Axia	39

4. Analisi tecnica	45
5. Analisi del titolo Saipem	47
5.1. Le attività svolte da Saipem	47
5.2. Azionariato	48
5.3. Contesto macroeconomico	49
5.3.1. Portafoglio ordini per area geografica	49
5.3.2. Tassi di cambio Euro/Dollaro	50
5.4. Analisi settoriale	51
5.4.1. Prezzo del petrolio	52
5.4.2. Confronto delle quotazioni di Saipem con il mercato di riferimento	54
5.4.3. Indici di bilancio	55
5.4.3.1. Confronto temporale	55
5.4.3.2. Confronto Spaziale	56
5.4.4. Metodo dei multipli applicati al titolo Saipem	57
5.5. Valutazione	61
6. Conclusioni	63
7. Bibliografia	65
8. Ringraziamenti	67

1. Introduzione

Prevedere un andamento futuro a partire da quanto si è verificato in passato è un'attività che ha sempre attirato l'attenzione in tutti i campi. Non fa quindi eccezione il settore della finanza.

L'efficacia dei modelli previsionali applicati ai mercati finanziari presuppone che il processo di formazione dei prezzi non sia casuale. Se così fosse, infatti, sarebbe possibile tentare la sorte, con risultati che mediamente non sarebbero peggiori di quelli prodotti da qualunque sforzo analitico. Se i mercati finanziari fossero efficienti in termini informativi i prezzi reagirebbero istantaneamente alle informazioni. Ciò renderebbe sostanzialmente superflua ogni elaborazione della memoria per comprendere il futuro.

L'insieme dei fenomeni economici e dei relativi riflessi sui mercati finanziari appare caratterizzato da una crescente complessità; individuare e valutare opportunamente le numerose variabili in grado di influenzare l'evoluzione dei prezzi delle materie prime, le quotazioni dei valori mobiliari, i corsi di cambio e i livelli dei tassi di interesse, nonché stabilire e interpretare ogni possibile relazione tra le variabili, costituiscono attività che richiedono, qualora da esse si pretenda una concreta efficacia operativa, l'applicazione di svariate procedure d'indagine riferibili sostanzialmente a due ampie branche di ricerca: l'analisi fondamentale e l'analisi tecnica.

L'intento di questo lavoro è quello di mostrare ciò che ho appreso durante i tre mesi di stage effettuati presso Axia Financial Research, azienda che si occupa principalmente di stilare, attraverso l'analisi fondamentale e tecnica, report giornalieri sul mercato borsistico italiano, internazionale e delle valute; in particolare ho voluto approfondire le tecniche imparato e appartenenti all'analisi fondamentale utilizzate da Axia per lo studio di una società attraverso il confronto con i concorrenti.

L'analisi fondamentale è lo studio dei dati economici, sociali e politici che rappresentano e quantificano l'economia in questione con l'obiettivo di determinare i movimenti futuri in un mercato finanziario.

L'analisi tecnica consiste nello studio dell'andamento dei prezzi dei mercati finanziari nel tempo, allo scopo di prevederne le tendenze future, mediante principalmente metodi grafici e statistici.

La prima parte della relazione è dedicata alla presentazione di Axia: vengono citate le sue caratteristiche e l'organizzazione interna. In tale contesto è inoltre argomentato il progetto di stage.

La teoria dell'analisi fondamentale utilizzata durante l'esperienza di stage facendo riferimento, più in particolare, allo studio di una società stilata sulla base delle aziende concorrenti, costituisce la parte centrale e più importante del documento; tale approfondimento riguarda espressamente l'analisi di bilancio per indici e il metodo dei multipli.

Il quarto capitolo è finalizzato a un' introduzione dell'analisi tecnica.

Infine, nell'ultima parte, si analizza il titolo Saipem sul quale viene effettuato un approfondimento attraverso il raffronto con aziende "simili" (indici di bilancio e metodo dei multipli).

2. Presentazione dell'azienda

2.1. Il gruppo Axia

Axia è una azienda costituita nel 1994 dall'dottor. Fabrizio Spagna sotto forma di società in accomandita semplice.

"Axia persegue l'ambizioso obiettivo di realizzare una perfetta sinergia e complementarità tra le esigenze dell'etica e le leggi del mercato. Responsabilità sociale, economia e finanza sono quindi la base delle attività svolte. L'orientamento, attraverso i suoi business, è di creare valore, arricchendolo secondo la visione di una nuova cultura fondata sull'equilibrio tra valori e interessi sociali, tra mercato, imprenditoria e solidarietà e rivolta alla globalizzazione."¹

Il progetto strategico si sviluppa attraverso una struttura societaria che tende a coinvolgere, a vari livelli, più soggetti economici.

Le società del gruppo sono Axia Financial Research S.r.l. Axia Multimedia S.r.l. e Axia Centro Studi Onlus.



Figura 1: società del gruppo Axia

¹ Presidente Axia, Fabrizio Spagna

Axia Centro Studi Onlus è una associazione che riunisce personalità di spicco nel settore della formazione, della ricerca, dell'etica, della sicurezza, del giornalismo, del capitalismo e della politica. L'obiettivo della società è quello di produrre idee per una cultura dell'innovazione e della globalizzazione.

Axia Multimedia è la società editoriale cui fanno capo cinque testate giornalistiche (Axia, Atlante, Report Research, Geopolitica dei servizi e Bio) e il portale internet.

Axia Financial Research è la società che mi ha ospitata per stage e opera come *advisor* indipendente in ambito economico-finanziario.

2.1.1. Axia Financial Reserasch

Axia Financial Research si occupa principalmente della stesura di Report giornalieri relativi ai principali indici borsistici italiani ed internazionali e al mercato Forex con la finalità di cogliere le migliori opportunità d'investimento.

Gli studi di Axia Financial Research sulle società italiane sono concentrati nel settore energetico e *multiutility*, telecomunicazioni e immobiliare. Particolare attenzione è attribuita alla trasparenza nei confronti degli azionisti e all'eticità delle operazioni di finanza straordinaria.

La valutazione della società infatti oltre ad essere di tipo economico-finanziario mirano a fornire un rating etico.

Axia produce anche report settimanali sul mercato delle *commodities* in particolare sui petroli, gas e mercato dell'energia. Il ramo "Financial Research" stila infatti con scadenza quindicinale un articolo contenente la valutazione di una società operante nel settore energetico che viene pubblicato sul Quotidiano Energia.

Axia si occupa inoltre di finanza etica: offre consulenza per la progettazione e il monitoraggio di portafogli etici.

Occasionalmente vengono compiuti studi e ricerche per investitori istituzionali e privati, a *dealing rooms* d'Istituti di credito, intermediari finanziari e fondi d'investimento, a cui vengono fornite precise indicazioni sulla tendenza dei principali mercati finanziari, ottenute principalmente attraverso l'analisi fondamentale e tecnica.

2.1.2. Etica come strumento per creare valore

La giustificazione dell'etica nell'impresa non risiede solo sui valori morali dell'individuo ma trova fondamento nella teoria dello "scambio" impresa-ambiente di riferimento.

Axia infatti considera l'etica come uno strumento per creare valore:



Figura 2: importanza dell'etica

Il valore creato dall'etica viene infatti distribuito a diversi soggetti con un effetto a catena:

- i fornitori possono vantare di relazioni di successo, dell'ottimizzazione delle entrate e della stabilizzazione della domanda;
- i clienti hanno una immagine positiva dei prodotti, l'etica viene infatti spesso tradotta in qualità;
- gli azionisti godono di conseguenza di maggior dividendi e *capital gain*;
- l'etica si ripercuote nella società attraverso un rapido sviluppo economico, all'aumento della qualità della vita e allo sviluppo sociale;
- anche i lavoratori traggono vantaggio dall'etica infatti godono di una miglior soddisfazione personale ed economica. Inoltre tali soggetti rilevano anche un miglioramento della qualità di lavoro;
- in conclusione, anche lo stato trae benefici dall'etica: le entrate fiscali giustappunto aumentano come conseguenza di un maggior fatturato dell'impresa.

2.1.3. Struttura Operativa

La struttura operativa del gruppo Axia si presenta nel seguente modo:

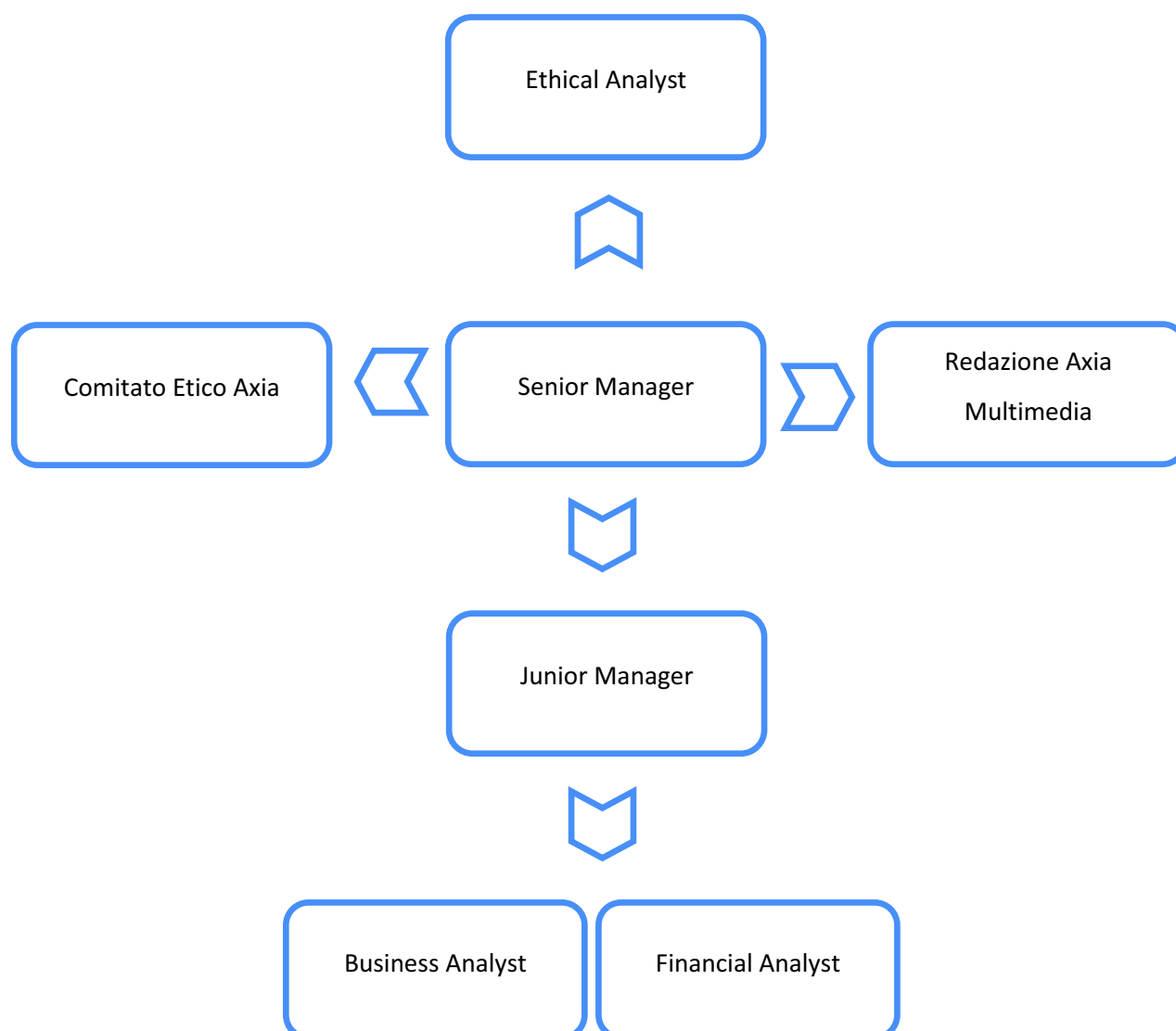


Figura 3: struttura operativa Axia

La struttura organizzativa del gruppo è semplice, con pochi livelli gerarchici, date anche le ridotte dimensioni.

Nella sede operativa di Padova lavorano principalmente gli analisti finanziari, mentre nella sede di Roma si svolgono le attività inerenti la redazione, le relazioni esterne e l'amministrazione del gruppo.

Una caratteristica di Axia risiede nel tentativo d'integrare gli studi economico-finanziari, l'aspetto della responsabilità sociale usufruendo dell'insieme informativo creato dalla ricerca giornalistica.

Il processo decisionale si concentra ai livelli individuabili dalle figure del "Capo analista" o "Capo redattore" che riferiscono al Direttore Responsabile cui spetta l'ultima decisione.

2.2. L'unità organizzativa su cui si è svolto lo stage e le attività svolte

L'obiettivo della mia esperienza in Axia è acquisire competenze nel campo dell'analisi fondamentale su società quotate in borsa, allo scopo di individuare il valore intrinseco del titolo.

Nella realtà operativa di Axia tale metodologia di valutazione viene utilizzata in due ambiti: la stesura di articoli contenenti la valutazione di società operanti nel settore dell'energia per la testata Quotidiano Energia e la stesura di report su società quotate che vengono successivamente pubblicati sul sito www.borsaitaliana.it e su alcune piattaforme.

I documenti *research* che ho contribuito a stilare presentavano in genere la seguente struttura:

- Analisi qualitativa (profilo societario, attività, posizione competitiva, strategie e *SWOT analysis*);
- Proiezioni economico finanziarie costruite sulla base dell'andamento del settore e delle prospettive specifiche dell'azienda;
- Valutazione basata su metodi analitici, metodi empirici e attribuzione di un Rating economico-finanziario;
- Valutazione etica dell'azienda sulla base dei criteri stabiliti dal comitato etico di Axia Centro Studi Onlus con l'attribuzione di un Rating etico.

3. Analisi fondamentale ²

In tutti i report redatti da Axia è presente una valutazione dell'azienda stilata attraverso l'analisi fondamentale, un approccio che mira a determinare il valore intrinseco delle azioni di una società quotata attraverso metodi matematici, statistici e contabili.

Il valore intrinseco delle azioni viene confrontato con quello espresso dal mercato per determinare così se il titolo è sovraquotato o sottoquotato.

Un'importante presupposto alla base dell'analisi fondamentale è la convinzione che le forze di mercato agiscano in maniera tale da correggere eventuali situazioni di sovraquotazione o sottovalutazione, per riportare i prezzi dal valore di mercato al valore effettivo.

In virtù di tali considerazioni, in presenza di un titolo sovraquotato potrà essere opportuno vendere il titolo, in presenza di un titolo sottoquotato potrà risultare conveniente acquistare il titolo.

L'analisi fondamentale ha basi scientifiche nel senso che i risultati cui essa giunge sono dimostrabili da un punto di vista matematico; ciò non significa che le sue conclusioni sono sempre esatte ma che, in presenza di ipotesi corrette, c'è la ragionevole certezza di vedere avverati i risultati previsti.

L'analisi fondamentale è stata dunque sottoposta ad alcune critiche. Tra di esse, il fatto che sia basata su informazioni difficilmente reperibili (specie per il piccolo investitore) o comunque disponibili con un certo ritardo e quindi suscettibili di portare a conclusioni non sempre in linea con l'attuale situazione di mercato. Ne è un esempio in fatto che tale analisi è stilata a partire dai dati di bilancio e questo, presenta la peculiarità di

² Marchesoni M., Novellini V., Tramontana L., "Analisi Fondamentale", Il sole 24 ore, 2001
Damodaran, "Finanza Aziendale", Apogeo, 2006

essere espressione della situazione contabile, patrimoniale economica e finanziaria delle società ad una certa data, ed è improbabile che tale situazione di valida tutto l'anno.

Per la verità il limite maggiore dell'analisi fondamentale è che spesso, anche per un anno o più, l'andamento dei titoli quotati in borsa possono non riflettere per niente la qualità delle aziende sottostanti, con il rischio di deludere fortemente (ossia far accumulare perdite anche pesanti) chi si sia affidato esclusivamente ai fondamentali per le proprie decisioni.

I metodi utilizzati dall'analisi fondamentale sono:

- analisi del contesto macroeconomico;
- analisi settoriale;
- valutazione della società.

Analisi del contesto macroeconomico

In questa fase si valutano le condizioni e gli scenari macroeconomici relativi alle diverse aree economiche in cui opera l'impresa.

Prevedere lo scenario macroeconomico esterno e il suo impatto sull'azienda è di fondamentale importanza e può rilevarsi molto delicato, soprattutto per le società della *new economy*, il cui contesto di mercato si presta facilmente, per sua natura, a frequenti errori di valutazione.

Esempi di variabili che possono assumere rilievo in questa analisi sono la stima del tasso di inflazione relativo al paese d'appartenenza della società ed ai principali mercati d'esportazione, tassi d'interesse, il tasso di cambio verso i paesi d'esportazione, possibile modifica dei regimi politici dei paesi in cui l'impresa esporta, ecc.

Analisi settoriale

Si formulano, in questa fase, prospettive future di business dei vari settori economici.

Quest'analisi può richiedere competenze molto particolari e valutazioni che vanno al di là delle semplici considerazioni economico-finanziarie (es. biotecnologie, *high tech*).

Un settore infatti potrebbe crescere più o meno dell'economia nel complesso sia per situazioni particolari (es. crisi settoriali), sia per motivi determinati dalla situazione del ciclo economico; ci sono titoli che quando vi è espansione economica nel complesso crescono più degli altri (ciclici), altre azioni invece prediligono delle situazioni di stagnazione (anticiclici). Inoltre il livello competitivo presente potrebbe causare pesanti ripercussioni su entità incapaci di gestirle.

Assume quindi importanza l'interpretazione del ciclo economico. La fluttuazione congiunturale esprime le fasi in cui a periodi di prosperità o espansione si alternano periodi di ristagno o recessione. Questi movimenti all'interno del ciclo economico non sono regolari, e pertanto è difficile stabilirne la durata e l'ampiezza del fenomeno.

Significativa è inoltre l'analisi concorrenza diretta: a questo riguardo è importante disporre delle più ampie informazioni che si possono ottenere da specifiche indagini di mercato.

Valutazione della società

L'obiettivo è valutare un'azienda in base ai risultati conseguiti.

La valutazione dell'azienda deve essere stilata sulla base di un confronto fra aziende "omogenee" e dell'analisi intertemporale dei risultati della società oggetto di analisi.

3.1. Confronto con i concorrenti dell' azienda

Axia Financial Research utilizza il confronto settoriale di un titolo in due situazioni, con rispettivamente due obiettivi diversi:

- utilizzo degli indici di bilancio della società oggetto di analisi e confronto con le società appartenenti allo stesso settore con il fine di comprenderne la gestione economica, finanziaria e patrimoniale;
- metodo dei multipli, che consente di fornire il valore dell'azienda come risultato di una stima effettuata considerando i dati del mercato azionario espressi sotto forma di coefficienti o, più correttamente, di moltiplicatori o multipli.

3.1.1. Indici di Bilancio

Due sono i possibili strumenti utilizzati per l'analisi della società, talvolta usati in modo alternativo, altre volte in modo complementare³:

- tecnica dei quozienti (*ratios*): permette di studiare la situazione dell'impresa ricorrendo a rapporti aritmetici tra i valori di bilancio;
- tecnica dei flussi finanziari: rappresenta tramite "differenze" la dinamica finanziaria.

Axia utilizza principalmente i quozienti finanziari che, costituiscono un efficace strumento di sintesi di grandi quantità di informazioni finanziarie nonché un veloce mezzo di raffronto di risultati di diverse aziende.

Gli indici di bilancio sono utili per capire la situazione dell' impresa attraverso due metodi: nei confronti intertemporali per accorgersi se la gestione è migliorata o peggiorata e nel paragone fra imprese appartenenti allo stesso settore.

³ Pedriali F., "Principali Metodi di valutazione aziendale", Franco Angeli, 2001
Meyers B., Brealey R.; Sandri S. , "Principi di finanza aziendale", McGraw-Hill, 1999

Si possono individuare tre principali gruppi di indicatori:

- indici leva;
- indici liquidità;
- indici redditività o efficienza.

Esistono altre classificazioni come, per esempio quella in cui si distinguono gli indici di composizioni degli impieghi, indici di composizioni delle fonti, indici di produttività e di redditività, ma per le analisi effettuate ritengo che la suddetta classificazione sia più appropriata in quanto permette l'esame dei risultati aziendali in modo sintetico e congruo con l'obiettivo di trarre dal bilancio le sole le informazioni necessarie per analizzare una società quotata.

Esamineremo di seguito i principali indici di analisi di bilancio più comunemente utilizzati da Axia Financial Research e dagli analisti in generale.

3.1.1.1. Indici leva

Il primo insieme di quozienti riguarda la leva finanziaria e quindi gli indici di leva.

Rapporto di indebitamento

Il *leverage* o rapporto di indebitamento è un indice utilizzato in ambito finanziario per misurare la proporzione fra il capitale proprio e quello di terzi delle risorse utilizzate per finanziare gli impieghi.

$$\begin{aligned} \text{Leverage} &= \frac{\text{Capitale proprio} + \text{Capitale di terzi}}{\text{Capitale proprio}} \\ &= \frac{\text{Totale fonti di finanziamento}}{\text{Capitale proprio}} \end{aligned}$$

Le imprese utilizzano il debito come fonte di finanziamento, sia per il suo costo, generalmente inferiore a quello del capitale di rischio (specialmente i debiti a lungo termine), sia per il vantaggio fiscale che esso genera (gli interessi passivi, formalmente denominati oneri finanziari, possono essere utilizzati in sede di stesura del bilancio d'esercizio per diminuire l'utile ante imposte, permettendo un abbattimento delle stesse, aumentando così il valore dell'impresa).

Più il rapporto d'indebitamento è elevato, più l'impresa sarà considerata rischiosa: ad un aumento del rischio corrisponde un aumento della remunerazione attesa dei finanziatori, quindi degli oneri finanziari che l'impresa dovrà sobbarcarsi per reperire ulteriori finanziamenti.

Alla luce di quanto esposto, l'indebitamento è conveniente fino a quando il rendimento dato dall'investimento dei capitali raccolti è maggiore del costo dei capitali stessi.

- Se il rapporto assume un valore pari a 1 significa che l'azienda non ha fatto ricorso a capitale di terzi (non ha debiti);
- se il *leverage* assume valori compresi fra 1 e 2 significa che il capitale proprio è maggiore del capitale di terzi;

- se il quoziente assume valori superiori a 2 significa che il capitale di terzi è maggiore del capitale proprio.

L'indice tuttavia non fornisce un'indicazione assoluta sulla salute di un'azienda, ma da una traccia valida in media: se il rapporto assume valori compresi fra 1 e 2 l'impresa è in genere in uno stato di corretto equilibrio nell'ambito delle fonti di finanziamento, mentre se il rapporto assume valori superiori a 2 l'impresa potrebbe essere sottocapitalizzata (capitale proprio insufficiente).

Debit/Equity

L'indicatore più usato e conosciuto è probabilmente il *Debit/Equity*, il suo calcolo è molto semplice: è il rapporto tra l'indebitamento finanziario netto della società in questione e il patrimonio netto.

- Se il *Debit/Equity* è maggiore di 1, significa che l'indebitamento supera il patrimonio netto e quindi viene messa in dubbio la sostenibilità di questo debito;
- qualora il rapporto fosse compreso tra 0 e 1 (quindi positivo ma minore di 1), significherebbe che il patrimonio netto supera l'indebitamento, che quindi è presente, ma in linea di massima sostenibile;
- se l'indice è compreso tra 0 e -1 (quindi negativo ma maggiore di -1), significa che non c'è indebitamento finanziario (quindi la posizione finanziaria netta è positiva) e in generale è sintomo di ottima salute aziendale, ma allo stesso tempo potrebbe indicare il fatto che la società non ha grossi progetti in corso, è infatti solito per le aziende ricorrere al debito per finanziare le proprie strategie.

3.1.1.2. Indici di liquidità

Il secondo raggruppamento concerne gli indici di liquidità e cioè quei quozienti utili a verificare se l'azienda sarà in grado di disporre della liquidità necessaria per il rimborso dei debiti a scadenza.

Le attività correnti sono quelle poste di bilancio che l'azienda si aspetta di convertire in contante nell'immediato futuro; analogamente le passività correnti sono quelle voci alla quale l'azienda deve far fronte a breve scadenza.

La differenza fra attività e passività correnti è detta capitale circolante netto: misura approssimativamente la potenziale riserva di liquidità dell'azienda.

Current Ratio

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Attività correnti}}{\text{Passività correnti}}$$

L'indice evidenzia la capacità dell'azienda a far fronte ai debiti a breve con la liquidità immediata e con le attività finanziarie ed economiche (scorte).

Tuttavia l'indice presenta alcuni limiti, in particolare la presenza al numeratore delle rimanenze, le quali potrebbero includere anche quote che possono essere considerate come attività immobilizzate in quanto, vanno a costituire lo stock minimo e pertanto dovrebbero essere eliminate.

Al denominatore invece, potrebbero essere detratti i debiti a breve verso banche, solitamente rinnovati in continuazione e quindi equiparati a debiti a media-lunga scadenza.

Il quoziente assume una maggiore significatività operando un confronto temporale in quanto se il valore dell'indice risulta stabile, rivela una crescita omogenea tra attività e passività.

Un *Current Ratio* maggiore di 2 identifica una situazione ottimale, mentre se tale indice assumesse un valore minore di 1 avremo uno squilibrio finanziario.

Quick Ratio

Per una corretta analisi di bilancio si deve considerare l'effettiva situazione finanziaria nel periodo con il calcolo del quoziente di liquidità:

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Liquidità immediate} + \text{Liquidità differite}}{\text{Passività correnti}}$$

L'indice di liquidità mette in evidenza il rapporto tra le liquidità immediate e le liquidità differite con le passività scadenti entro l'anno.

Qualora l'indice *Quick Ratio* risultasse maggiore di 2 la società si troverebbe in una situazione di eccessiva liquidità, mentre nel caso l'indice fosse minore di 0,3 ci sarebbe uno squilibrio finanziario.

Nella valutazione dell'indice si deve tener presente che al denominatore, come nell'indice precedente, figurano anche debiti verso banche ordinarie.

Tuttavia questo indice, anche nel caso sia superiore a 2 e quindi rilevi una posizione di assoluta tranquillità finanziaria, non esprime compiutamente la situazione dell'azienda, in quanto il giudizio dell'indice potrebbe essere falsato da valori stagionali o dal fatto che esso fa riferimento solo alle entrate e alle uscite a breve scadenza e corrispondenti alle operazioni in corso alla data di chiusura.

Lo stesso ragionamento è valido nel caso in cui l'indice sia inferiore a 0,3 e quindi rilevando una situazione di squilibrio.

3.1.1.3. Indici di redditività o efficienza

Il terzo raggruppamento concerne gli indici di redditività o efficienza, utili per valutare con che profitto l'azienda impieghi le proprie risorse.

Redditività delle vendite (ROS)

$$ROS = \frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Ricavi netti}} \times 100$$

Il ROS fornisce indicazioni precise circa la percentuale di fatturato trasformata in utile operativo e rappresenta il reddito operativo medio per unità di ricavo. Tale rapporto esprime la redditività aziendale in relazione alla capacità remunerativa del flusso dei ricavi.

Al numeratore viene posto il reddito operativo, il quale non tiene conto degli utili o delle perdite che l'impresa accumula per effetto delle altre forme di gestione diverse da quella caratteristica in cui essa è impegnata.

È un indicatore chiaramente influenzato dal settore in cui opera l'azienda.

Tale indice può risultare inoltre condizionato in positivo o in negativo dalla politica degli ammortamenti adottati.

Redditività del capitale netto (ROE)

Il ROE è un indice di redditività del capitale proprio. Rappresenta l'indice globale dei risultati economici dell'azienda.

È una percentuale che evidenzia il potenziale del capitale di rischio e la capacità dell'azienda di attrarre capitali (cioè quanto rende il capitale conferito all'azienda).

$$ROE = \frac{\text{Risultato netto}}{\text{Capitale proprio}}$$

Per poter dire se un dato valore di ROE è buono o cattivo bisogna metterlo a confronto con il rendimento di investimenti alternativi (BOT, CCT, depositi bancari, ecc.), occorre cioè valutare il costo opportunità dell'investimento nell'azienda in questione.

La differenza fra gli investimenti alternativi "sicuri" (BOT, CCT, ecc.) e il valore del ROE viene definita "premio al rischio" in quanto "premia" un investimento rischioso.

Se il premio al rischio fosse nullo non avrebbe senso investire nell'attività rischiosa (un'impresa) in quanto è possibile ottenere la stessa remunerazione senza rischiare nulla.

Redditività del capitale investito (ROI)

Il rapporto "*Return on investment*" indica la redditività e l'efficienza economica della gestione caratteristica a prescindere dalle fonti utilizzate.

$$ROI = \frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Capitale investito}}$$

Tale indice tuttavia presenta alcuni difetti come quello di aumentare con il semplice susseguirsi degli esercizi: ciò succede perché l'ammortamento cresce di anno in anno riducendo il denominatore.

Per poter giudicare questo indice bisogna confrontarlo con il costo medio del denaro: se il ROI è inferiore al tasso medio di interesse sui prestiti (WACC), la remunerazione del

capitale di terzi farebbe diminuire il *Return on equity* (ROE), si avrebbe cioè una leva finanziaria negativa: farsi prestare capitali porterebbe a peggiorare i conti dell'azienda.

Viceversa, se il ROI dell'azienda è maggiore del costo del denaro preso a prestito (WACC), farsi prestare denaro e usarlo nell'attività produttiva porterebbe ad aumentare il valore dell'impresa.

Il legame fra ROI e ROE è abbastanza intuitivo: quanto maggiore è la redditività che l'azienda ottiene attraverso lo svolgimento dell'attività caratteristica, tanto maggiore è la redditività dei mezzi propri.

Redditività relativa al capitale investito (ROA)

Il "*Return on Assets*" (ROA) è un indice di bilancio che misura la redditività relativa al capitale investito o all'attività svolta.

$$ROA = \frac{\text{Utile corrente} + \text{Oneri finanziari netti}}{\text{Attivo netto}}$$

È molto utile per paragonare aziende concorrenti che però fanno parte di una stessa struttura industriale.

Il valore che esprime quest' indice varia molto da tipi a tipi di aziende e catene di aziende.

Il ROA e il ROI sono indici che mirano alla valutazione del capitale investito con la differenza che nel primo caso il profitto nasce dalla gestione operativa mentre nel secondo solo dalla gestione caratteristica.

EBITDA Margin

$$\text{EBITDA Margin} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Ricavi Netti}} \times 100$$

L'*EBITDA Margin* misura la redditività lorda delle vendite ed è un indicatore utile nei confronti intertemporali per capire se la gestione è migliorata o meno mentre è più difficile il suo impiego nei confronti tra aziende.

L'*EBITDA* si calcola nel seguente modo:

$$\text{EBITDA} = \text{Fatturato} - \text{Costi operativi} - \text{Costo del lavoro}$$

Tanto più grande è l'*EBITDA Margin*, tanto più alta è la redditività dell'azienda.

3.1.1.4. Come Axia Financial Research usa gli indici di bilancio

Axia Financial Research usa gli indici di bilancio perché permettono di individuare i punti critici di un'azienda e aiutano gli analisti a porsi delle domande sull'andamento positivo o negativo della società oggetto di analisi.

Gli aspetti che vengono presi in considerazione dagli indici sono quelli economici e finanziari della gestione, utilizzati con il fine di costruire un quadro di controllo integrato che permetta di cogliere tali aspetti in modo sistematico e collegato.

Axia utilizza tali indici con due finalità: confronti fra aziende e per la costruzione di serie storiche, quindi per verificare l'andamento dell'azienda nel tempo.

Quali competitor?

Nel confronto degli indici fra aziende è importante capire come Axia seleziona le società che andranno poi paragonate: in genere vengono scelte fra quelle operanti nel medesimo settore e con una capitalizzazione simile, infatti spesso tale dato risulta uno specchio della realtà dell'azienda.

Axia ritiene infatti, che per valutare la situazione finanziaria sia necessario un termine di paragone, effettivamente gli indici vengono confrontati con quelle di altre imprese nel settore.

Quali indici?

Quando si analizza il bilancio di una società si corre il rischio di rimanere oberati da una enorme quantità di dati.

E' per questo motivo che Axia Financial Research utilizza pochi ma significativi indici per sintetizzare la leva finanziaria la liquidità e la redditività.

Non esistono regole standard internazionalmente accettate per l'applicazione dei quozienti di bilancio, l'azienda che mi ha ospitato per lo stage, non utilizza appunto, uno schema fisso per l'uso di tali indici, ritiene infatti che razionalità e buon senso siano più utili di un acritico uso delle formule.

L'unica traccia che segue Axia per l'analisi di bilancio è quello di utilizzare uno o al più due indici per tipo, effettivamente ritiene che nella scelta sia necessario essere selettivi: indici differenti forniscono spesso informazioni simili.

La scelta dell'indice da utilizzare non è mai scelta a priori ma si basa su un'analisi del contesto dell'azienda che fornisce sempre utili indicazioni a tale problema.

Riferimento temporale

Axia Financial Research ritiene che l'esame del bilancio, per essere significativo, deve essere svolto per più esercizi o periodi affinché possa esprimere l'evoluzione in corso.

Axia in genere utilizza i dati di bilancio degli ultimi tre esercizi che permettono di avere un quadro dell'andamento storico delle società.

3.1.2. Il metodo dei multipli⁴

Inizialmente utilizzati come semplici strumenti di controllo e conferma rispetto alle precedenti valutazioni effettuate con i criteri tradizionali, i metodi fondati sui multipli, hanno assunto nel tempo, sempre maggiore rilievo tanto da essere usati direttamente e principalmente nelle procedure di valutazione d'azienda.

L'obiettivo è quindi quello di stimare il valore di una attività sulla base dei prezzi correnti di attività simili.

La valutazione basata sui multipli di mercato si regge sul presupposto che esista un'uguaglianza fra saggi di crescita e rischiosità fra le aziende quotate e operanti nello stesso settore⁵.

Il processo di valutazione

Il processo di valutazione relativa è composto da alcune fasi:

- determinare un campione di società comparabili;
- confrontare le caratteristiche e le particolarità dell'azienda oggetto di valutazione e di quelle similari;
- selezionare i moltiplicatori più significativi;
- calcolare i multipli per le società del campione;
- calcolare il moltiplicatore come valore medio del campione selezionato;
- applicare il multiplo all'azienda oggetto di analisi;
- controllare i risultati ottenuti.

⁴ Guatri L., "Il giudizio integrato di valutazione", Università Bocconi Editore, 2000

⁵ Pedriali F., "Principali Metodi di valutazione aziendale", Franco Angeli, 2001

Il primo passo è quindi, quello di riuscire determinare le società comparabili alla azienda oggetto di analisi.

Le società vengono scelte attraverso una selezione fra le aziende “sosia” operanti nel medesimo settore e/o influenzate dalle medesime variabili economiche.

Le società selezionate dovranno avere un modello di business in linea con la società oggetto di analisi.

Non è difficile incontrare difficoltà nel processo di ricerca di aziende simili a quella in esame infatti, spesso le società, pur operando nella stesso settore, sono caratterizzate da modelli di *business* differenti:

- presenza di ulteriori aree d'affari rispetto a quelle dell'azienda valutanda e /o diverso portafoglio prodotti;
- presenza in aree geografiche diverse ;
- redditività, rendimenti sul capitale investito e/o prospettive di crescita divergenti;
- differente struttura finanziaria;
- esigenze finanziarie diverse legate a investimenti futuri;
- modalità di sviluppo diverse (crescita per linee interne rispetto alla crescita per linee esterne);
- utilizzo di principi contabili difformi.

I metodi di valutazione relativa (o metodo dei multipli) fondano la loro esistenza sull'utilizzo di moltiplicatori (rappresentati numericamente da rapporti matematici), i cui elementi costitutivi (i numeratori) sono specificatamente individuati a priori a acquisiti direttamente dal mercato.

I moltiplicatori sono parametri di valutazione relativa che permettono di risalire dai risultati correnti al valore dell' impresa, sintetizzando in un unico numero il processo di attualizzazione dei flussi di risultati attesi.

Il principio fondamentale della metodologia consiste nel definire il valore dell'azienda come risultato di una stima effettuata considerando i dati del mercato azionario espressi sotto forma di coefficienti o, più correttamente, di moltiplicatori.

I moltiplicatori, sono indicatori che mettono in relazione una serie di variabili riferite alle società in modo da renderle agevolmente e rapidamente confrontabili con quelle dei competitori.

Per il calcolo del *target price* si assume come riferimento il campione di società di cui sono noti i prezzi (p_i) e una significativa misura di performance x_i che si giudica strettamente legata al suo valore.

Si prende in considerazione la società da valutare per la quale è nota la grandezza della variabile di riferimento " x_y " e si ipotizza pertanto: $\frac{P_i}{X_i} = \frac{P_y}{X_y}$

da cui il valore ricercato sarà: $P_y = X_y \times \frac{P_i}{X_i}$.

Esistono tuttavia quozienti idonei ad identificare l'*Equity Value* e quelli capaci di fornire *Enterprise Value* e sono rispettivamente i multipli *Equity Side* e *Asset Side*; i primi consentono una stima del valore del capitale proprio, i secondi invece consentono di raggiungere tale valore in via indiretta secondo la formula:

$$\text{Equity Value} = \text{Valore del complesso aziendale} - \text{Posizione finanziaria netta}$$

Le applicazioni più diffuse dei moltiplicatori sono riconducibili:

- all'approccio di multipli di borsa;
- all'approccio delle transazioni o situazioni comparabili.

L'impianto logico delle due varianti è analogo e la fondamentale differenza sta nel tipo di prezzo utilizzato per la costruzione dei multipli, che nel primo caso sarà relativo ad un campione di società quotate, quindi i prezzi della negoziazione di borsa, mentre nel secondo caso sarà rilevato nell'ambito di operazioni private per la cessione di quote di controllo del capitale aziendale e dunque negoziate nel mercato *corporate control*.

Le due metodologie presentano finalità diverse e conducono a risultati non coincidenti.

Il metodo dei multipli di borsa fa riferimento alla valutazione di quote di minoranza della società, in quanto determinato sulla base dei prezzi registrati per scambi di quote non di controllo.

Il metodo delle operazioni comparabili, viceversa è relativo a precedenti scambi del controllo aziendale e riflette il cosiddetto premio di maggioranza.

Si asserisce che la ragione del successo, che è da tributare al citato metodo dei multipli, risiede nel fatto che i moltiplicatori traggono comunque origine da valori tendenzialmente certi, ovvero risultanti da listini o transazioni effettivamente avvenute e relative ad aziende omogenee del tutto similari alla realtà economica oggetto della stima.

Tuttavia, anche tali criteri si prestano a condizionamenti di tipo soggettivo. Se da un lato si può far ricorso a dati oggettivamente individuati, dall'altro non si deve dimenticare che la stima è pur sempre sostenuta da un fondamento analogico, e la scelta delle stesse aziende comparabili può essere frutto di arbitrarie considerazioni (forzature) che certo potrebbero finire anche con l'invalidare tutto il processo valutativo. In ogni caso, per quanto la scelta possa essere dettata dalla massima attenzione, è necessario sempre considerare che nessuna azienda è esattamente uguale all'altra e quindi ogni approssimazione, inevitabilmente, avrà in sé un condizionamento dettato dalle percezioni proprie del singolo valutatore.

Un problema preliminare riguarda la scelta del dato contabile ai fine del calcolo dei multipli.

Si possono distinguere i multipli in:

- multipli storici: si confrontano prezzi di borsa correnti con risultati dell'ultimo bilancio disponibile;
- multipli attesi: si raffrontano prezzi correnti di borsa con i risultati attesi per i prossimi 12 mesi.

I multipli basati sui risultati attesi, contengono ovviamente notevoli elementi di soggettività essendo costruiti su dati non sempre dimostrabili.

Si possono elaborare due tipi di multipli:

- multipli calcolati con riguardo al valore di mercato del solo capitale (P/E, P/BV, P/S, P/CF) sono i c.d. multipli *Equity Side*, consigliati per i settori a redditività consolidata o in crescita;
- multipli con riguardo al valore totale dell' impresa (EV/EBITDA; EV/EBIT; EV/Sales) sono i c.d. multipli *Asset Side*, di gran lunga i più utilizzati.

3.1.2.1. Multipli *Equity side*

I moltiplicatori *Equity Side* pongono al numeratore il prezzo delle azioni così come risulta dal mercato borsistico, e quelli più comunemente adottati sono:

- *Price/ Earnings Ratio*;
- *Price/ Book Value*;
- *Price/ Sales Ratio*;
- *Price/ Cash Flow*.

Price Earnings Ratio

Il *Price Earning Ratio*, o *P/ E Ratio*, è uno degli indici più utilizzati per valutare in modo rapido il rischio e la potenzialità di crescita di un'azione.

Esso è dato dal rapporto tra il prezzo di un'azione e l'utile per azione (UPA) .

Il suo valore va confrontato con quello dei concorrenti o delle imprese facenti parti dello stesso settore, infatti può avere connotazioni molto dissimili al variare di questo.

Si esprime in numero di volte, e idealmente indica il numero di anni in cui la società in esame "ripagherebbe" con i suoi utili l'investimento effettuato dal risparmiatore.

Esso dipende fortemente dalle potenzialità di crescita: maggiori saranno quest'ultime più il rapporto sarà alto.

Vista la definizione "teorica" del rapporto P/E si può comprendere il motivo per cui, in linea di principio, più il P/E assume un valore elevato e più l'azienda è sopravvalutata, mentre più il valore è basso e più l'azienda risulta a "buon mercato", infatti ci vorrebbero meno anni per ripagare l'investimento iniziale effettuato.

Un valore del multiplo P/E pari a 13-15 è ritenuto normale; valori intorno a 8-9 sono invece ricercati dagli analisti, perché indicano titoli che potrebbero avere una buona crescita.

In settori economici più tradizionali, dove è maggiore la concorrenza e minore la possibilità di ottenere utili di dimensioni elevate, ci si attende che il rapporto prezzo-utili sia alto. In settori innovativi o in settori appena usciti da una situazione di crisi, le attese di utili futuri elevati spinge invece più in basso il P/E considerato corretto.

Il multiplo in considerazione è ampiamente disponibile e consente facili paragoni fra i titoli, costituisce quindi un'approssimazione di alcune caratteristiche dell'azienda quali il rischio e la crescita.

L'indicatore presenta però alcuni punti di debolezza in quanto può condurre a risultati fuorvianti perché gli utili sono fortemente influenzati da politiche di bilancio e fiscali, inoltre la volatilità degli utili può far sì che il multiplo cambi profondamente di periodo in periodo, e infine è privo di significato quando gli utili sono negativi.

Le differenze fra singolo P/E osservabili nell'ambito di un campione d'impresе possono essere dunque fatte risalire a fattori come la crescita di utili, dividendi, saggio di distribuzione utili e tasso di rischiosità.

In conclusione il rapporto Prezzo/Utile è funzione :

- crescente del saggio di distribuzione utili;
- crescente del saggio di crescita;
- decrescente della rischiosità dell'azienda.

P/BV- Price/Book Value

Questo quoziente fornisce un dato estremamente indicativo, mettendo in relazione la valutazione di mercato di un titolo, con il suo valore contabile, e rivelando immediatamente con un numero se il mercato sovrastima o sottostima l'attività in questione. Il valore contabile del capitale proprio è quello ottenuto con la differenza tra i valori contabili dell'attivo al netto degli ammortamenti, e le passività.

Se il multiplo fosse pari ad 1, significa che la capitalizzazione è esattamente pari al patrimonio netto, quindi evidentemente il mercato crede che la società non valga molto più del suo patrimonio netto.

Se il multiplo assume un valore inferiore ad 1 (quindi capitalizzazione minore del patrimonio netto) il mercato addirittura valuta la società meno del suo patrimonio netto (sottovalutazione), al contrario sopra 1 (quindi con capitalizzazione superiore al patrimonio netto), evidentemente il mercato valuta positivamente questa società, tanto che è disposta a pagare più del patrimonio netto (sovravalutazione).

Naturalmente il prezzo di mercato tende ad essere più alto del valore contabile, dal momento che include aspettative circa il futuro, tuttavia succede spesso di incontrare azioni valutate meno del "valore del libro".

I vantaggi di questo rapporto sono diversi, infatti fornisce una stima semplice ed intuitiva, inoltre a parità di criteri contabili utilizzati è facile ed indicativo paragonare i rapporti P/BV di diverse aziende dello stesso settore, in particolare è tra i più utilizzati nell'ambito della valutazione di banche, assicurazioni e aziende di credito il cui valore si fonda significativamente su componenti patrimoniali.

Infine il rapporto oggetto di analisi consente di valutare titoli con utili negativi, cosa che non è possibile fare con il multiplo P/E.

Tra gli svantaggi spiccano invece l'utilizzo di differenti sistemi contabili, che possono rendere inutili i raffronti, e la difficoltà riscontrabile nella valutazione di aziende di servizi, le quali contabilmente sono in genere poco patrimonializzate .

Tali considerazioni sono a maggior ragione valide allorquando si fa riferimento ad aziende che operano in paesi diversi con prassi contabili differenti.

Affinché l'indice P/BV possa esprimere il massimo della sua significatività, è senz'altro auspicabile affiancarlo ad un altro dato: il ROE.

Relazione tra *Price/Book Value* e ROE

La relazione tra P/BV e ROE è molto stringente, infatti una delle strategie d'investimento può essere quella di selezionare le imprese più interessanti in base a tali valori.

In particolare le aziende in generale risultano sottovalutate quando il ROE risulta alto mentre il rapporto P/BV è basso.

Roe basso P/BV alto TITOLI SOPRAVALUTATI	Roe alto P/BV alto ?
Roe basso P/BV basso ?	Roe alto P/BV basso TITOLI SOTTOVALUTATI

Price/Sales Ratio

E' dato dal rapporto tra capitalizzazione di borsa e fatturato. Indica quanto il mercato valuta i ricavi dell'azienda.

Un rapporto P/S molto basso (inferiore a 1) potrebbe essere un segnale di sottovalutazione, mentre a contrario, un rapporto elevato (maggiore di 2) potrebbe indicare una società non a "buon mercato"; all' interno dell'intervallo possiamo trovare i vari gradi di normale convenienza.

Il rapporto è valido anche per aziende in perdita e non è influenzato da politiche contabili in materia di ammortamenti, accantonamenti, rimanenze componenti straordinari.

Il multiplo è meno volatile del rapporto P/E ed è quindi più affidabile ai fini della valutazione ma è consigliato solo per le aziende di media e piccola capitalizzazione.

Tale multiplo presenta un difetto significativo: non incorpora nessuna informazione sui costi che sorreggono il ciclo della produzione, quindi, le vendite: in altre parole è un indicatore che non tiene conto dell'efficienza dell'impresa; è' possibile, infatti, che si verifichino situazioni in cui in presenza di un fatturato invariato, gli utili netti si contraggono anche in modo significativo, in conseguenza di ciò, per poter utilizzare tale multiplo ai fini della valutazione, è necessario assumere che tutte le imprese di un certo settore operino con gli stessi margini ovvero costruire un campione di società che presenti margini omogenei rispetto a quelli della società da valutare.

Price/Cash Flow

Rapporto tra prezzo unitario dell'azione e *Cash Flow*, flusso di cassa per azione.

Pone a confronto le quotazioni di borsa e la redditività dell'azienda, eliminando le distorsioni legate alle politiche di ammortamento che talvolta possono comprimere o gonfiare l'utile.

Il multiplo P/CF non è adatto a settori innovativi dove i *Cash Flow* possono essere negativi, rischia inoltre di attribuire alti valori alle imprese che generano flussi di cassa consistenti ma aventi una redditività insufficiente.

3.1.2.2. Multipli Asset side

I multipli *Asset Side* vengono spesso utilizzati nei confronti internazionali in quanto meno influenzati dai diversi sistemi di tassazione, e presentano il punto di forza di essere utilizzabili anche nel caso di risultati economici negativi.

Si nota che qualora i rapporti di *leverage* sono significativamente differenti fra le società concorrenti si ottengono parametri incoerenti.

I moltiplicatori *Asset Side* pongono al numeratore l' "*Enterprise value*" (EV) che in formule sarà così calcolato:

$$EV = \text{Prezzo} \times n. \text{azioni} + \text{indebitamento finanziario netto}$$

I multipli *Asset Side* più frequentemente utilizzati sono:

- *Enterprise value/ EBIT*;
- *Enterprise value/ EBITDA*;
- *Enterprise value/ Sales*.

Enterprise Value/Ebit

Il *EV/EBIT* di una società quotata è un multiplo di mercato riferito a grandezze reddituali molto utilizzato nell'analisi finanziaria.

Tale multiplo è costituito dal rapporto tra il valore di una società (*Enterprise Value*) e l'utile operativo (EBIT, ovvero *Earnings before interest and taxes*).

Un valore di questo multiplo superiore a 10 può non essere un buon segnale in quanto potrebbe essere sintomo di un indebitamento troppo alto.

Un valore inferiore a 8 indica potrebbe essere un segnale di sottovalutazione.

Enterprise Value/EBITDA

EV/EBITDA è un multiplo di valutazione che è usato spesso in parallelo, o come alternativa al rapporto di P/E.

Tale multiplo è costituito dal rapporto tra il valore di una società (*Enterprise Value*) e il margine operativo lordo (EBITDA, ovvero *Earning before interest, taxes, depreciation and amortization*).

Questo multiplo è preferibile a *EV/EBITDA* quando si devono confrontare imprese che devono supportare carichi di ammortamenti non confrontabili.

EV/Sales

Il multiplo *Ev/Sales* è utilizzato per valutare una società che non è ancora in grado di produrre utili, infatti come divisore è il dato dei ricavi e non l'EBITDA o l'utile.

Solitamente viene usato per valutare imprese in crisi o per valutare future generazioni di ricavi.

Considerazioni EV/Sales- P/Sales

Sono meno volatili e quindi più stabili degli altri multipli esaminati.

La stabilità può tramutarsi in svantaggio allorquando si sacrificano i margini reddituali pur di realizzare un determinato fatturato.

Più in generale, esistono difficoltà a cogliere con esattezza nella comparazione le differenze di redditività ed efficienza fra le società del campione.

3.1.2.3 Modalità di utilizzo dei multipli adottato da Axia

Axia Financial Research per determinare il *target price* dell'azienda oggetto di valutazione confronta le caratteristiche e le particolarità della società con quelle similari utilizzando il metodo dei multipli finanziari.

Ancor prima dell'applicazione dei multipli gli analisti finanziari di Axia reputano importante aver capito il settore, e la fase del ciclo di vita della società valutando, infatti ritengono che questa informazione potrà essere utile per determinare le aziende concorrenti e per selezionare i multipli più opportuni per l'analisi.

Il ciclo di vita di un'azienda è infatti suddiviso in quattro fasi tutte caratterizzate da differenti esigenze di natura finanziaria:

1. La fase progettuale, in cui viene sviluppata l'idea del *business (business idea)*;
2. La fase di partenza (*Early stage*), nella quale l'impresa muove i primi passi ed effettua i primi investimenti;
3. La fase di sviluppo e di espansione, in cui vengono realizzati investimenti aggiuntivi finalizzati alla crescita dimensionale dell'impresa;
4. La fase matura, in cui possono essere necessari interventi di riorganizzazione.

La fase del ciclo di vita di una società può venire appreso in vari modi, uno dei quali potrebbe essere l'analisi del *business plan* aziendale. E' importante precisare che non è possibile selezionare i moltiplicatori ottimi solo in base al ciclo di vita della società: questo è infatti solo uno degli aspetti da tenere in considerazione per tale scelta.

E' fondamentale inoltre rilevare i dati riassuntivi in termini di fatturati, margini di livello e redditività dell'azienda che verranno poi confrontati con quelli degli altri attori del settore.

L'applicazione del metodo dei multipli da parte degli analisti di Axia Financial Research può essere il linea di massima spiegata in tale schema:

- individuazione delle società quotate attive nel medesimo settore di operatività:
in questa prima fase l'analisi riguarda l'intero settore di attività della società ed è volta ad individuare tutte le aziende quotate in Italia e all'estero attive nel mercato di riferimento, indipendentemente dall'effettivo grado di comparabilità;
- selezione delle aziende con margini reddituali e indici patrimoniali comparabili;
- analisi di comparabilità:
i risultati dei confronti svolti nelle fasi precedenti consentono di individuare, per ciascuno dei parametri di riferimento, il corrispondente grado di comparabilità, in base al quale si opera la selezione definitiva delle società maggiormente confrontabili;
- rilevazione e/o elaborazione dei multipli per le società selezionate:
in questa fase vengono decisi quali multipli applicare: la scelta si basa sulle caratteristiche dell'impresa. Axia Financial Research non ha uno schema fisso da utilizzare per decidere quali moltiplicatori sono più opportuni, infatti ogni società presenta caratteristiche diverse e, come abbiamo già osservato, ogni multiplo non è sempre efficiente o/e in certe situazioni potrebbe non avere significato.

Tuttavia è possibile sintetizzare in una tabella quali multipli, fra i più comuni, riescono a superare i problemi di efficienza più frequentemente riscontrabili in particolari situazioni nell'applicazione di tali rapporti.

	P/E	P/BV	P/Sales Ratio	P/CF	EV/ EBIT	EV/EB ITDA	EV/ Sales
Risultati economici negativi		x	x	x	x	x	x
Politiche di bilancio differenti fra i concorrenti			x		x	x	x
Aziende poco patrimonializzate	x		x	x			
Politiche di ammortamento diverse fra le diverse aziende			x	x		x	
Confronti internazionali			x		x	x	x

Nel caso in cui almeno un'azienda oggetto di valutazione presenti risultati economici negativi il multiplo P/E è l'unico, tra quelli analizzati, a non essere idoneo: fornendo un valore negativo non presenta alcun significato economico (il multiplo infatti dà un'indicazione sul numero di esercizi necessari per recuperare l'investimento iniziale).

Per l'analisi di aziende con politiche di bilancio eterogenee o appartenenti a paesi diversi i multipli che non presentano particolari problemi nella valutazione, sono quelli appartenenti alla categoria *Asset Side* con l'aggiunta del quoziente *Price/Sales Ratio*.

I multipli che invece non conducono a risultati fuorvianti nel confronto di aziende con politiche di ammortamento diseguali sono *P/Sales Ratio*, *P/CF* e *EV/EBITDA*.

Nell'analisi di aziende poco patrimonializzate non risultano opportuni i rapporti *P/E*, *P/Sales Ratio*, *P/CF*.

Nella pratica ciò che Axia fa è quindi analizzare la società sulla quale è necessario stimare un *target price*, e decidere poi quali multipli siano più opportuni.

Senza dubbio Axia Financial Research non utilizza multipli *Equity Side* per stimare il valore di una azienda nella prima o nella seconda fase di vita, infatti tali multipli sono appropriati solo quando applicati a settori a redditività consolidata o in crescita; nel confronto di imprese con risultati economici negativi oppure società con diversi regimi di tassazione, gli indicatori che Axia usa più frequentemente sono quelli appartenenti alla categoria *Asset Side*, in quanto risultano efficienti anche in tali situazioni.

Qualora invece fosse opportuno analizzare una società da poco entrata nel mercato Axia utilizzerebbe il multiplo *EV/Sales* che è ben adatto a valutare società non ancora in grado di produrre utili, e probabilmente ci affiancherebbe uno fra i multipli *EV/EBITDA* e *EV/EBIT*: verrà scelto il multiplo *EV/EBITDA* se si devono confrontare imprese con carichi di ammortamenti confrontabili, in caso contrario il multiplo più opportuno è *EV/EBIT*.

Axia in genere utilizza per l'analisi di società nella terza fase del ciclo di vita una combinazione fra le due tipologie fondamentali di multipli che dipende da società in società;

- orizzonte temporale di elaborazione di elaborazione dei corsi o dei multipli:
relativamente all'orizzonte temporale la rilevazione dei corsi o direttamente dei multipli, avviene preferibilmente con l'utilizzo dei periodi temporali di riferimento sia di breve (un mese) che di medio periodo (6 o 12 mesi) al fine di verificare ed eliminare le eventuali fluttuazioni imputabili alla volatilità dei mercati azionari e /o dei singoli titoli presi in esame; tuttavia non è sempre possibile fare l'analisi facendo riferimento a suddetti istanti temporali: in tali situazioni si utilizzano solo i dati di breve periodo;
- applicazione dei multipli e del valore implicito della società :
il metodo di multipli individua il valore dell'azienda dall'osservazioni delle relazioni che legano alcuni suoi parametri significativi ad alcune grandezze derivate dall'analisi delle aziende e permette di applicare una stima attribuita dal mercato sulla base di valutazioni ad aziende confrontabili e omogenee .

Nella realizzazione di tale fase Axia tiene in considerazione le differenze che in ogni caso permangono tra i concorrenti rispetto alla società oggetto di valutazione infatti, in luogo di aggiustamenti soggettivi dei risultati ottenuti, Axia reputa utile calcolare i multipli di settore attraverso medie ponderate attribuendo un peso maggiore alle società giudicate più simili a quella oggetto di valutazione.

Un altro modo per calcolare i multipli di settore frequentemente utilizzato da Axia Financial Research è quello di ponderare la media in base alla capitalizzazione della società oggetto di valutazione.

Nel processo di applicazione Axia ritiene opportuno controllare la tabella in cui vengono calcolati multipli, ed eventualmente escludere quelle aziende (e i relativi dati) caratterizzate da moltiplicatori assai distanti dalla media aritmetica, ma soprattutto le società con multipli molto diversi dai valori relativi all'azienda valutanda.

Indici di bilancio e metodo dei multipli

L'analisi di bilancio per indici ha lo scopo di rappresentare, dai dati desunti dal bilancio e opportunamente riclassificati, la situazione economica, patrimoniale e finanziaria di un'azienda, al termine di un determinato periodo amministrativo, cui il bilancio si riferisce.

Per rendere più significativo questo tipo di analisi e per poter trarre delle informazioni più attendibili è necessario effettuare comparazioni del bilancio della stessa azienda nel tempo oppure comparazioni nello spazio utilizzando quindi i bilanci di più aziende operanti nello stesso settore. L'utilizzo degli indici di bilancio per un confronto fra società "omogenee" tuttavia risulta complessa in quanto è necessario tenere in considerazione le diverse condizioni produttive, gestionali, organizzative e strutturali in cui operano le aziende: nel confronto fra società è opportuno utilizzare la massima prudenza e qualora non si siano trovate società realmente confrontabili, limitare questo tipo di analisi alla singola azienda effettuando solo il confronto temporale.

I multipli di mercato sono invece dei rapporti tra il prezzo di mercato o *l'entrprice value* di un titolo quotato e una grandezza di bilancio di importanza rilevante come per esempio utile netto (*earnings*), *cash flow*, oppure il patrimonio netto (*book value*).

Presupposto essenziale di questo metodo di valutazione è l'esistenza dei così detti *comparables*: anche qui occorre individuare un campione di aziende quotate il più possibile simili alla società da valutare.

Come già osservato non sempre esistono società quotate del tutto simili a quella oggetto di analisi, in molti casi però questi problemi possono essere ovviati per esempio ponderando i multipli in base al grado di "somiglianza" delle società.

La differenza sostanziale tra l'utilizzo degli indici di bilancio e il metodo dei multipli di mercato è il fatto che i primi permettono di analizzare la società attraverso un confronto temporale o fra società simili, mentre il metodo dei multipli consente proprio di stimare il valore della società sulla base di quelle "omogenee".

4. Analisi tecnica

L'analisi tecnica è basata sullo studio dell'andamento dei prezzi dei mercati finanziari nel tempo, allo scopo di prevederne le tendenze future, mediante principalmente metodi grafici e statistici. In senso lato è quella teoria di analisi (ovvero insieme di principi e strumenti) secondo cui è possibile prevedere l'andamento futuro del prezzo di un bene quotato (reale o finanziario), studiando la sua storia passata. Viene utilizzata, assieme all'analisi fondamentale, per la definizione delle decisioni di trading.⁶

Originariamente l'analisi tecnica fu applicata soltanto al mercato azionario, ma la sua diffusione si è gradualmente estesa al mercato delle materie prime, a quello obbligazionario, a quello valutario e agli altri mercati internazionali.

L'analisi tecnica si fonda su tre fondamentali presupposti tecnici:

- i prezzi "scontano" tutto;
- il mercato si muove in "trend";
- la storia si ripete.

I prezzi scontano tutto

Il presupposto di fondo è che i prezzi risultanti dall'incontro tra domanda ed offerta riflettono e contengono tutte le informazioni disponibili sul mercato, addirittura anche quelle in possesso soltanto di un ristretto gruppo di persone. Questa è la ragione per cui l'analista tecnico non si preoccupa di approfondire i dati fondamentali, infatti li ritiene siano già riflessi/contenuti nei prezzi.

⁶ Besignor R. , "I nuovi modelli di analisi tecnica", Bloomberg Investimenti/Erga, 2001

Il mercato si muove in “trend”

Il mercato non si muove in modo del tutto casuale o erratico ma segue delle tendenze, dei "trend". Un trend risulterà valido finché non sopraggiungeranno chiari segnali di esaurimento o di inversione. Obiettivo dell'analista tecnico è quindi quello di individuare il trend attualmente in essere per assumere posizioni coerenti con la direzione del trend stesso, non avendo la pretesa di acquistare sui minimi o di vendere sui massimi, ma accontentandosi di "riuscire a lavorare/cavalcare" buona parte della tendenza in atto.

La storia si ripete

La storia tende a ripetersi perché gli "attori/operatori" sono sempre gli stessi, ossia esseri umani che vogliono guadagnare, hanno paura di perdere, e che conseguentemente agiscono/operano a volte anche freneticamente presi da alterne fasi di entusiasmo e di paura. In tal senso il passato può fornirci utili indicazioni anche per le future evoluzioni dei mercati. Grazie all'analisi dei grafici di serie storiche si possono infatti individuare dei "patterns", ovvero delle figure che tendono a risolversi con maggior probabilità in una direzione precisa, e che aiuteranno quindi l'analista tecnico nel formulare delle previsioni statisticamente fondate.

In conclusione, obiettivo dell'analisi tecnica non è di raggiungere un livello di infallibilità previsionale assoluta, “indovinando” sempre cosa accadrà sui mercati, bensì di formulare delle previsioni nella maggior parte delle volte si rivelino corrette, o quantomeno fornire delle indicazioni operative per muoversi con razionalità e disciplina anche in presenza di mercato particolarmente difficili e pericolosi.

5. Analisi del titolo Saipem

5.1. Le attività svolte da Saipem

Saipem lavora nel campo dei servizi all'industria petrolifera. Il gruppo è leader nelle attività di ingegneria, *procurement*, *project management* e costruzione.

Saipem copre tutte le principali fasi dell'*upstream* petrolifero, ovvero la perforazione, la produzione e il trasporto.

Grazie ad una flotta navale all'avanguardia, fattore che è stato determinante per il suo sviluppo, si colloca tra i *leader* mondiali nelle attività di costruzione in mare sia per quanto riguarda l'installazione di piattaforme e la posa di condotte sottomarine, sia per il segmento ad alta tecnologia relativo alle attività in acque profonde.

Gli altri settori in cui è attivo sono le costruzioni terra e la perforazione sia in mare che a terra.

Saipem vanta eccellenze soprattutto per quanto concerne prodotti particolarmente complessi dal punto di vista tecnologico: attività in aree remote, acque profonde e progetti che comportano lo sfruttamento di gas o greggi difficili.

5.2. Azionariato

Azionisti	Numero azioni	% sul capitale
Eni S.p.A	189.423.307	42,930
Capital Research and Managment Company	21.656.293	4,908
Blackrock Investment Management (UK) Limited	11.363.256	2,575
FMR LLC	8.957.690	2,030
FIL Limited	8.898.844	2,016

Tabella 1: azionariato Saipem. Dati societari

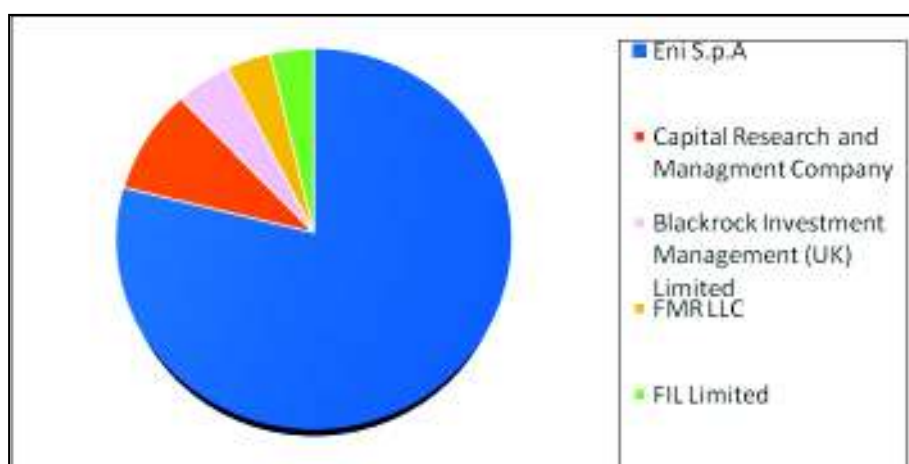


Figura 4: azionariato di Saipem

Saipem è controllato da Eni Spa, e quindi, indirettamente, dal Ministero dell'Economia e delle Finanze. Amministratore delegato della società è Pier Franco Tali, la carica di presidente è ricoperta da Marco Mangiagalli.

5.3. Il contesto macroeconomico

Nell'analisi del contesto macroeconomico di Saipem è ragionevole analizzare due aspetti:

- il portafoglio ordini di Saipem per area geografica;
- il tasso di cambio Euro/Dollaro.

5.3.1. Portafoglio ordini per area geografica

Il gruppo è presente internazionalmente e vanta una presenza significativa in Africa Settentrionale, Occidentale, e nel Sud Est Asiatico.

Italia	1341
Resto d'Europa	2468
Russia	1055
Arabia Saudita	1485
Resto Asia	1915
Africa settentrionale	5573
Africa occidentale	2885
Americhe	2008

Tabella 2: portafoglio ordini di Saipem per area geografica. Dati societari in milioni di Euro

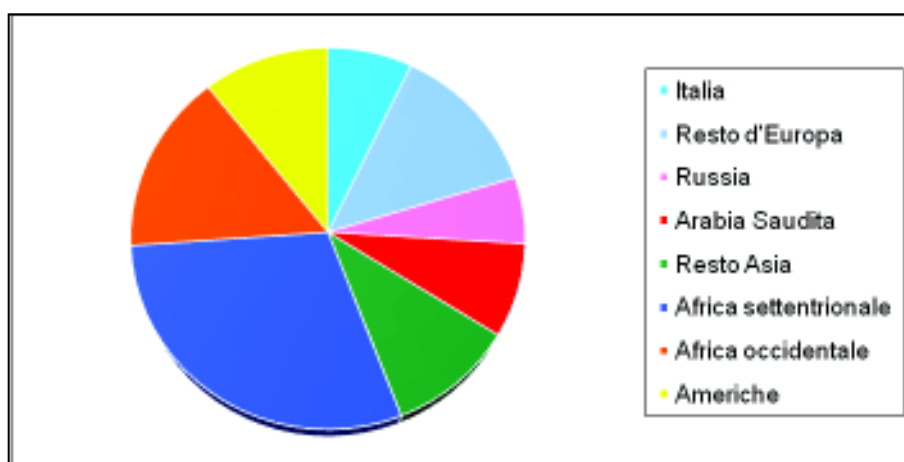


Figura 5: portafoglio ordini di Saipem per area geografica.

Nel corso degli anni si è gradatamente ridotta la dipendenza di Saipem nel mercato domestico facendone un gruppo con forti interessi sul mercato africano e asiatico (Medio Oriente, Nigeria, Algeria, ecc), oltre ad aver acquisito una posizione di rilevanza in Sud America (Venezuela).

Sebbene la presenza in più mercati aiuti a diversificare il rischio, alcune di queste aree presentano una situazione politica instabile, potenzialmente in grado di danneggiare il *business* della società.

5.3.2. I tassi di cambio Euro/Dollaro

L'esposizione ai tassi di cambio deriva dall'operatività del Gruppo Saipem in aree diverse dall'euro, dalla circostanza che i ricavi e costi di una parte rilevante dei progetti eseguiti sono quotati o legati a valute diverse dall'euro, determinando impatti sul risultato economico per effetto della differente significatività di costi e ricavi in valuta rispetto al momento in cui sono state definite le condizioni di prezzo e per effetto della conversione di crediti e debiti commerciali o finanziari denominati in valuta.

Particolare importanza è da attribuire al tasso di cambio Euro/ Dollaro: questo incide maggiormente nel bilancio del gruppo.

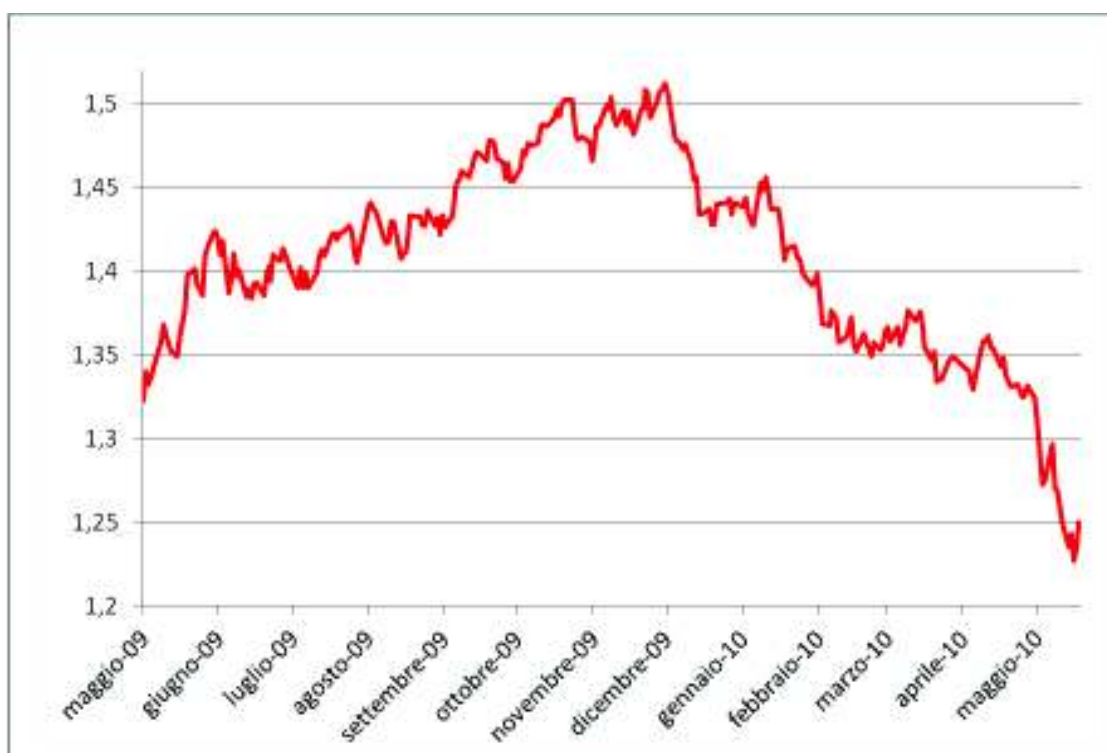


Figura 6: Tassi di cambio Euro/Dollaro

Saipem risente positivamente dell'apprezzamento del dollaro nei confronti dell'Euro.

Da gennaio in tasso di cambio Euro si è deprezzato rispetto al Dollaro favorendo quindi Saipem nel cambio legato all'esportazione della materia prima.

Il tasso di cambio Euro/Dollaro è passato da 1,5 a 1,23 con una variazione di circa il 21% in un semestre.

5.4. Analisi settoriale

I risultati economici, nonché le quotazioni di borsa di Saipem possono essere influenzati da variazione dei prezzi dei prodotti petroliferi. Particolarmente importante in sede di analisi settoriale è quindi il prezzo del greggio.

Interessante è inoltre confrontare le variazioni del titolo Saipem con quelle del mercato di riferimento FTSE Mib.

5.4.1. Prezzo del petrolio

E' opportuno confrontare delle oscillazioni del prezzo del Brent con quelle del titolo Saipem.

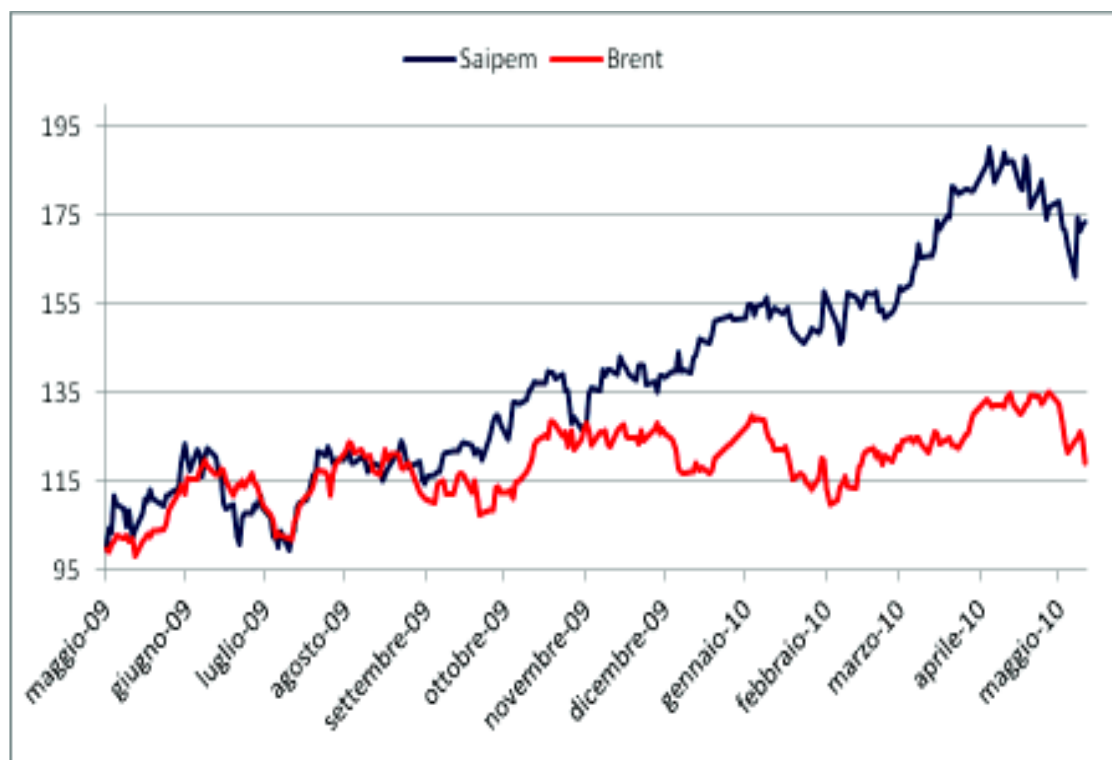


Figura 7: variazioni nella serie storica delle quotazioni di Saipem e del Brent a confronto

Le variazioni sulle quotazioni del titolo Saipem sembrano connesse con le fluttuazioni del prezzo del petrolio.

Le due serie presentano una correlazione pari a 0,86.

Per fare delle valutazioni sul prezzo del titolo Saipem è indispensabile quindi fare riferimento al prezzo petrolifero.

Il prezzo del petrolio è legato alle leggi della domanda e dell'offerta ed è sensibile ad ogni fattore che influisce su queste.

Una maggiore offerta di petrolio, non compensata da un eguale aumento della domanda, determina una diminuzione del prezzo; viceversa, un aumento della domanda, in misura maggiore dell'offerta, ne determina un rialzo.

I principali fattori che possono determinare uno shock dell'offerta sono:

- tensioni in Medio Oriente, regione in cui è concentrata la maggior parte del petrolio mondiale;
- shock produttivo nei Paesi produttori di petrolio al punto da determinare un brusco ed inatteso calo della produzione;
- le decisioni dell'Opec, il cartello costituito dai maggiori Paesi produttori di petrolio, che decide sui volumi produttivi allo scopo di regolare e stabilizzare i prezzi.

I fattori che riguardano la domanda, sono:

- particolari condizioni climatiche, soprattutto nell'emisfero settentrionale, dove sono concentrati i maggiori Paesi industrializzati. Inverni molto freddi o estati molto calde possono determinare un maggior consumo di carburante per riscaldamento o per refrigerazione;
- il livello delle scorte negli USA, tenute per motivi precauzionali;
- l'andamento del ciclo reale. Una fase di attività economica debole è accompagnata da una minore domanda.

I dati economici sono quindi molto importanti: se l'economia è in una fase di crescita vuol dire che la richiesta di petrolio sarà maggiore e quindi il prezzo aumenterà.

Nei primi quattro mesi dell'anno 2010, l'economia mondiale aveva iniziato a dare segnali di ripresa dopo la crisi economica: tale situazione aveva influenzato la quotazione del petrolio che infatti aveva riscontrato un rilevante aumento di prezzo.

Nell'ultimo mese invece la situazione sembra cambiata: il prezzo del greggio ha registrato infatti un notevole decremento causato dalla recente crisi finanziaria greca.

5.4.2. Confronto delle quotazioni di Saipem con il mercato di riferimento

Le azioni di Saipem fanno parte del paniere FTSE Mib e rientrano nel segmento *Blue Chips*.

Saipem mostra una rischiosità superiore al mercato (beta maggiore di 1) dovuta alla presenza in un settore molto sensibile al ciclo degli investimenti e all'andamento del prezzo del petrolio.

L'inizio della crisi finanziaria e il crollo dei prezzi del petrolio hanno causato, a partire da settembre 2008, una riduzione dei prezzi superiore al 60% ma, a partire da marzo 2009, è iniziata una rapida ripresa che ha portato quasi al raddoppio delle quotazioni.

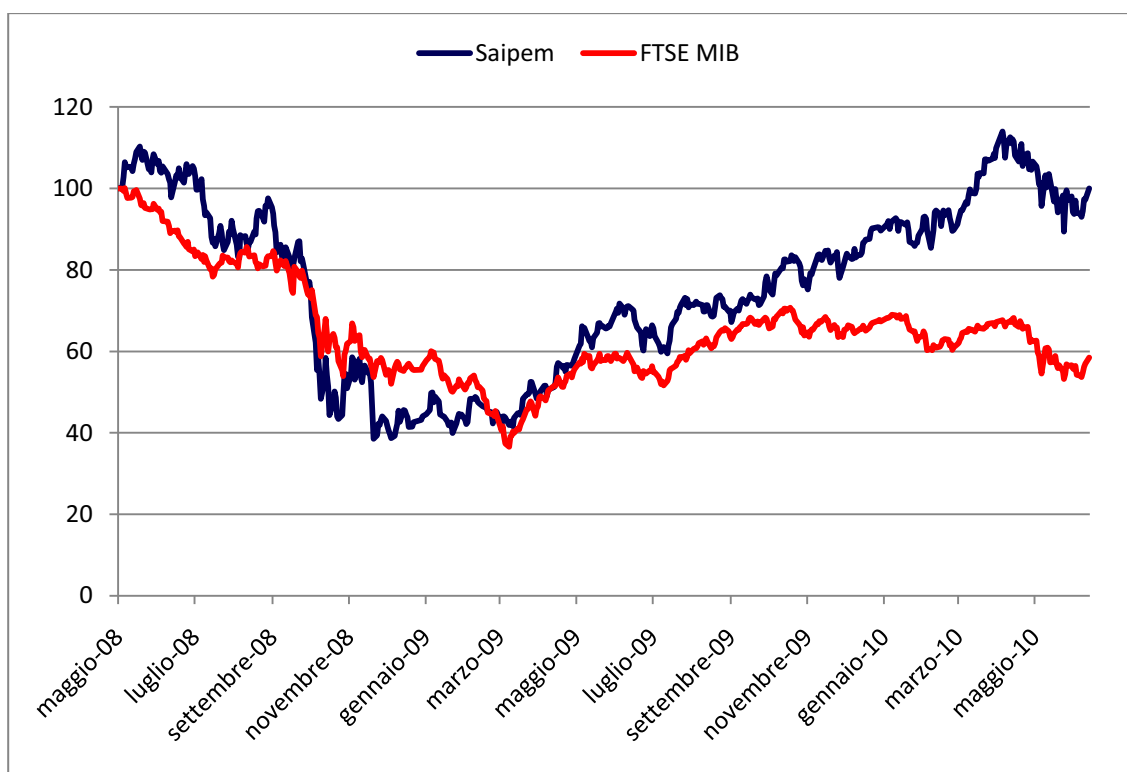


Figura 8: confronto delle variazioni delle quotazioni di Saipem con quelle del mercato di riferimento

5.4.3. Indici di bilancio

E' ora opportuno utilizzare gli indici di bilancio per il gruppo Saipem in due diverse analisi:

- per un confronto temporale dell'impresa con l'obiettivo di capire se la gestione è migliorata o peggiorata;
- per un confronto spaziale, cioè con le altre società attive nel medesimo settore.

5.4.3.1. Confronto temporale

L'analisi per indici stilata attraverso un confronto temporale fornisce dati interessanti ai fine di rappresentare l'evoluzione della società.

Nello studio degli indici di bilancio di Saipem ho ritenuto opportuno un confronto per gli anni 2008 e 2009 dell' indice *Leverage* (idoneo per valutare la leva finanziaria), *Current Ratio* (per studiare la liquidità) e infine il ROI (per la redditività).

Indice	2008	2009
<i>Leverage</i>	0.74	0.83
<i>Current Ratio</i>	0.8	0.8
<i>ROE</i>	28.70	26.55

Tabella 3: Confronto temporale degli indici di bilancio di Saipem. Fonte: CapitaIQ

Il valore dell'indice leva indica che Saipem gode di uno stato di corretto equilibrio nelle fonti di finanziamento in quanto presenta un capitale proprio maggiore di quello di terzi.

Saipem riesce a sfruttare la leva finanziaria prendendo a prestito capitale per investirlo e ottenere un rendimento maggiore del tasso d'interesse richiesto dal creditore.

L'azienda ha comunque aumentato nell'anno 2009 il capitale di debito che tuttavia si presenta ancora ad una dimensione contenuta.

Il *Current Ratio* nell'anno 2008 e 2009 resta stabile a 0,8: le attività e le passività presentano quindi una crescita stabile.

Un valore 0,8 dell'indice tuttavia non è un buon segnale in quanto indica che l'azienda non riuscirà a far fronte ai debiti a breve con le sole liquidità immediate e le scorte.

La redditività del capitale proprio dell'impresa risulta molto buona anche se in calo nell'anno 2009: ciò potrebbe essere stato causato dalla crisi economica.

5.4.3.2. Confronto spaziale

Per stilare un confronto spaziale è necessario selezionare alcune fra le società simili a Saipem.

Da una ricerca è emerso che le società quotate operanti nel settore dell'estrazione petrolifera sono moltissime, ma le società realmente confrontabili con Saipem risultano un numero molto più limitato: è, infatti, difficile trovare aziende complete come quella in analisi: le ditte petrolifere in genere sono specializzate solo in uno stadio dell'*upstream* petrolifero.

Le aziende utilizzare per un confronto degli indici di bilancio devono inoltre avere le stesse condizioni gestionali, organizzative e strutturali.

Le società sono state rintracciate grazie alla piattaforma Capitaliq e a Google Finance.

Anche nel confronto degli indici di bilancio fra le società appartenenti al settore petrolifero è ragionevole utilizzare un indice per la leva finanziaria, uno per la liquidità e infine uno per la redditività.

Ho ritenuto opportuno sostituire l'indice *Current Ratio* utilizzato nella precedente analisi con il quoziente *Quick Ratio* perché quest'ultimo risulta più appropriato nei confronti fra più aziende.

Gli indici di bilancio rilevati fanno riferimento all'anno 2009.

	<i>Leverage</i>	<i>Current Ratio</i>	ROE
Saipem	0.83	0.8	26.55
Techinp Coflexip	1.1	1.0	17.95
Petroleum Geo-Services	1.32	1.8	24.68
Transocean Ltd	1.31	1.2	19.50

Tabella 4: Confronto con i competitor di Saipem degli indici di bilancio. Fonte: Capitaliq

Saipem presenta un indice *leverage* più basso dei *competitor*. Anche le società “omogenee” tuttavia presentano uno corretto stato di equilibrio nelle fonti di finanziamento.

Tutte le società analizzate presentano un indice di liquidità che segnala una stabilità finanziaria ed anche la redditività risulta buona per le imprese simili a Saipem.

Il gruppo petrolifero tuttavia presenta un indice ROE più alto delle società concorrenti esaminate.

Nel complesso il gruppo Saipem presenta buoni indici di bilancio che sono comunque in linea con quelli dei concorrenti.

5.4.4. Metodo dei multipli applicati al titolo Saipem

Per applicare il metodo dei multipli è necessario selezionare, come nell'analisi di bilancio per indici, le società attive nel medesimo campo di operatività di Saipem.

Nel caso in cui non si fossero trovate aziende che lavorano in tutte le fasi del progetto di estrazione petrolifera come Saipem sarebbe stato necessario l'uso del metodo dei multipli applicato alle singole aree di *business*.

Anche i margini reddituali e patrimoniali delle società devono essere il più omogenei possibili a Saipem.

Grazie all'aiuto della piattaforma Capitaliq e a Google Finance ho selezionato le aziende *competitor*.

Importante in questa analisi è il numero delle società che deve essere tanto più ampio quanto minore è similarità delle società comparabili da utilizzare.

Le aziende *competitor* rintracciate e simili a Saipem in termini di indici patrimoniali e margini reddituali sono quattordici, un numero più che sufficiente poiché i "caratteri" delle aziende sono concordi.

Saipem e le società "omogenee" presentano risultati economici positivi e tutte sembrano avere una alta o al più media capitalizzazione.

Non tutte le aziende prese in considerazione appartengono allo stesso paese e quasi ogni azienda presenta politiche di ammortamento diverse.

Sulla base dell'analisi appena fatta è necessario escludere alcuni multipli:

- il multiplo *Price Sales Ratio* risulta essere appropriato per società con differenti politiche di bilancio, tuttavia non risulta efficiente per aziende ben capitalizzate come quelle oggetto di analisi;
- anche il rapporto *EV/EBIT* risulta adatto per aziende con differenti politiche di bilancio, ma non è consigliato per valutare aziende con differenti politiche di bilancio, cosa che il multiplo *EV/EBITDA* riesce a fare;
- il multiplo *EV/Sales* è efficiente nei confronti internazionali ma non è in questo caso il multiplo opportuno in quanto le aziende oggetto di analisi non sono in crisi e non è nostro obiettivo valutare la futura generazione di ricavi;
- il multiplo *P/BV* non è adeguato per valutare aziende con diversi sistemi contabili e tale considerazione è a maggior ragione valida allorché si fa riferimento ad aziende che operano in paesi diversi con prassi contabili differenti;
- il multiplo *P/E* nonostante talvolta porti a risultati fuorvianti allorché applicato ad aziende influenzate da politiche di bilancio, resta un importante indice adatto per valutare in modo rapido il rischio e le potenzialità di crescita di un'azione.

Sulla base di tali considerazioni, ho deciso di utilizzare come multipli i rapporti *P/E* e *EV/EBITDA*, prestando particolare attenzione al primo multiplo che, come già detto, non è sempre valido nei confronti fra *competitor* con diverse politiche di bilancio.

Ho deciso inoltre di effettuare la rilevazione dei corsi con l'utilizzo di istanti temporali di breve (multipli che fanno riferimento all'anno 2010) e di medio periodo (multipli che fanno riferimento all'anno 2009).

Per applicare effettivamente il metodo dei multipli ho ritenuto opportuno affiancare ai moltiplicatori di ogni società la capitalizzazione nella valuta di riferimento e la capitalizzazione convertita per ogni società in Dollari in base al tasso di cambio della data 3 Maggio 2010.

Ho calcolato inoltre per i multipli delle società comparabili la media aritmetica, la media senza tenere in considerazione i valori estremi, e la media ponderata per la capitalizzazione.

Società	Valuta	Capitalizzazione (mm)	Capitalizzazione in USD (mm)	P/E 2009	P/E 2010	EV/EBITDA 2009	EV/EBITDA 2010
Barker Hughes Inc	Usd	15520,50	15.520,50	21,29	36,80	8,02	10,10
Bj Services Co	Usd	7230,00	7.230,00	27,39	Na	10,29	23,30
Diamon	Usd	10997,00	10.997,00	9,46	8,30	6,46	5,20
Drill-quip	Usd	2305,40	2.305,40	18,31	21,80	10,98	12,80
Ensco International	Usd	6726,40	6.726,40	8,66	9,50	5,00	5,20
Halliburton Co	Usd	27746,70	27.746,70	22,59	28,10	9,33	10,40
Narbors Industries	Usd	6140,30	6.140,30	16,23	Na	0,67	10,60
Petroleum Geo-Services	Nok	16295,40	2.739,09	8,09	15,10	3,90	5,20
Sbm Nv	Eur	2450,50	3.240,97	13,24	13,50	7,49	7,80
Seacor Holdings Incorporated	Usd	1898,40	1.898,40	9,29	19,10	Na	7,10
Smith International	Usd	11869,30	11.869,30	32,48	174,80	9,70	16,30
Subsea7	Nok	17177,50	2.887,36	8,65	10,60	5,54	5,50
Techinp Coflexip	Eur	6738,70	8.912,45	11,29	39,00	4,78	6,10
Transocean Ltd	Usd	23261,70	23.261,70	7,05	7,30	5,61	5,40
Saipem	Eur	12301,50	16269,67	12,43	19,03	7,78	9,60
Media			9391,11	15,29	31,99	6,75	9,36
Media senza min e max			8485,87	14,36	19,01	6,92	8,28
Media ponderata per capitalizzazione				16,864	32,709	7,081	9,453

Tabella 5: multipli Saipem con quattordici società. Fonte: Thomson One Analytics

Dall'analisi svolta si evince che, Saipem, rispetto ai *competitor* è una fra le società con maggiore capitalizzazione infatti supera la media di oltre il 40%.

Dal confronto con i concorrenti si nota come il P/E di Saipem sia a sconto rispetto alla media dei *competitor* nei due anni considerati, ciò nonostante, nel settore, rientra fra le aziende con il rapporto P/E superiore.

Per quanto riguarda il rapporto EV/EBITDA, il multiplo Saipem è fra i migliori per il periodo considerato, risultando sempre significativamente superiore alla media.

Ritengo inoltre opportuno eliminare le società e i relativi rapporti per le aziende qui sotto evidenziate in giallo in quanto presentano valori disomogeneo con Saipem o dati incompleti.

Analisi del titolo Saipem

Società	Valuta	Capitalizzazione (mm)	Capitalizzazione in USD (mm)	P/E 2009	P/E 2010	EV/EBITDA 2009	EV/EBITDA 2010
Barker Hughes Inc	Usd	15520,50	15.520,50	21,29	36,80	8,02	10,10
Bj Services Co	Usd	7230,00	7.230,00	27,39	Na	10,29	23,30
Diamon	Usd	10997,00	10.997,00	9,46	8,30	6,46	5,20
Drill-quip	Usd	2305,40	2.305,40	18,31	21,80	10,98	12,80
Ensko International	Usd	6726,40	6.726,40	8,66	9,50	5,00	5,20
Halliburton Co	Usd	27746,70	27.746,70	22,59	28,10	9,33	10,40
Narbors Industries	Usd	6140,30	6.140,30	16,23	Na	0,67	10,60
Petroleum Geo-Services	Nok	16295,40	2.739,09	8,09	15,10	3,90	5,20
Sbm Nv	Eur	2450,50	3.240,97	13,24	13,50	7,49	7,80
Seacor Holdings Incorporated	Usd	1898,40	1.898,40	9,29	19,10	Na	7,10
Smith International	Usd	11869,30	11.869,30	32,48	174,80	9,70	16,30
Subsea7	Nok	17177,50	2.887,36	8,65	10,60	5,54	5,50
Techinp Coflexip	Eur	6738,70	8.912,45	11,29	39,00	4,78	6,10
Transocean Ltd	Usd	23261,70	23.261,70	7,05	7,30	5,61	5,40
Saipem	Eur	12301,50	16269,67	12,43	19,03	7,78	9,60
Media			9391,11	15,29	31,99	6,75	9,36
Media senza min e max			8485,87	14,36	19,01	6,92	8,28
Media ponderata per capitalizzazione				16,864	32,709	7,081	9,453

Tabella 6: multipli Saipem con quattordici società. Fonte: Thomson One Analytics

Rimangono quindi le sottoscritte aziende con i relativi multipli:

Società	Valuta	Capitalizzazione (mm)	Capitalizzazione in USD (mm)	P/E 2009	P/E 2010	EV/EBITDA 2009	EV/EBITDA 2010
Barker Hughes Inc	Usd	15520,50	15.520,50	21,29	36,80	8,02	10,10
Diamon Drilling	Usd	10997,00	10.997,00	9,46	8,30	6,46	5,20
Ensko International	Usd	6726,40	6.726,40	8,66	9,50	5,00	5,20
Petroleum Geo-Services	Nok	16295,40	2.739,09	8,09	15,10	3,90	5,20
Sbm Nv	Eur	2450,50	3.240,97	13,24	13,50	7,49	7,80
Techinp Coflexip	Eur	6738,70	8.912,45	11,29	39,00	4,78	6,10
Transocean Ltd	Usd	23261,70	23.261,70	7,05	7,30	5,61	5,40
Saipem	Eur	12301,50	16269,67	12,43	19,03	7,78	9,60
Media			10199,73	11,30	18,50	5,89	6,43
Media senza min e max			10199,73	11,30	18,50	5,89	6,43
Media ponderata per capitalizzazione				11,519	18,612	6,123	6,561

Tabella 7: multipli Saipem con sette società . Fonte Thomson One Analytics

E' ora necessario andare a stimare un "prezzo medio" giudicato ragionevolmente espressivo dell'apprezzamento del mercato delle azioni oggetto di valutazione.

Price target calcolato con la media aritmetica semplice

Sulla base del multiplo P/E, il *price target* calcolato attraverso la media aritmetica semplice nell'anno 2009 e 2010 è rispettivamente di 18,75 e 30,34.

Grazie al multiplo EV/EBITDA ho calcolato l'*Equity Value* di Saipem nel 2009 risulta pari a 6562,28, nel 2010 invece è in aumento fino a quota 7584,64, mentre la valutazione per azione nell'anno 2010 è pari a 32.2.

Price target calcolato con la media aritmetica ponderata

Sulla base del rapporto P/E ho calcolato il *target price* dell'azienda attraverso una media aritmetica ponderata per la capitalizzazione dell'azienda per l'anno 2009 e 2010 che risulta rispettivamente di 16,84 e di 30,52.

Il *target price* calcolato grazie al multiplo EV/EBITDA per l'anno 2010 è invece 33,12.

Il valore stimato in base ai multipli sembra aumentare velocemente in un anno cosa che tra l'altro è stata rispecchiata dalle quotazioni di borsa.

Importante è non dimenticare che alla data dello studio il prezzo di Saipem è 27,90 quindi i valori ottenuti sono accettabili perché non si discostano molto da quelli del mercato di borsa.

La stima del valore della società non cambia radicalmente a seconda del multiplo o della media utilizzata e ciò è ragionevole.

5.5. Valutazione

Il gruppo Saipem presenta una forte posizione internazionale e competenze specifiche in aree "difficili" che lo rendono attore in primo piano del mercato dei servizi all'industria petrolifera.

La ricerca di giacimenti d'idrocarburi in zone sempre più remote dovrebbero sostenere lo sviluppo di Saipem nelle aree dove l'azienda possiede le migliori competenze.

La società presenta inoltre buoni indici di bilancio e i multipli identificano un *target price* maggiore della quotazione di borsa, quindi Saipem potrebbe essere un'ottima opportunità d'investimento.

La società tuttavia corre anche dei rischi come il rallentamento delle commesse dovuto alla fase discendente del prezzo del petrolio; l'operatività della società potrebbe essere inoltre influenzata da difficoltà politiche causate da rallentamenti nel rilascio delle autorizzazioni necessarie per la realizzazione dei progetti o all'instabilità politica di alcune regioni.

6. Conclusioni

L'analisi fondamentale e l'analisi tecnica sono gli approcci più comunemente usati per cercare di fare previsione sull'andamento futuro dei mercati finanziari.

La differenza sostanziale fra le due tecniche consiste nel fatto che l'analisi fondamentale sfrutta i dati di bilancio per poter applicare modelli macroeconomici e analisi settoriali con il fine decidere quali titoli sul mercato offrono le migliori possibilità d'investimento, mentre l'analisi tecnica è idonea a indicare il momento più opportuno per investire ed è priva di fondamento scientifico.

Nella relazione, in particolare, sono stati approfonditi i metodi appartenenti all'analisi fondamentale che Axia implementa al fine di determinare il valore di una società stilata sulla base dello studio delle società concorrenti, a tale proposito sono stati esaminati i multipli e gli indici di bilancio più utilizzati da Axia.

Il metodo dei multipli consente di stimare direttamente il valore di una società sulla base di un'analisi delle aziende concorrenti; l'analisi di bilancio per indici ha invece come obiettivo analizzare la posizione della società al fine di comprenderne la gestione patrimoniale, finanziaria e reddituale attraverso un confronto che può essere spaziale (cioè fra società appartenenti allo stesso settore) o temporale (attraverso lo studio delle variazioni degli indici in un arco temporale prefissato).

Significativa è stata inoltre l'applicazione dei metodi esposti all'azienda petrolifera Saipem per la quale dallo studio del contesto macroeconomico, dall'analisi settoriale e infine dall'applicazione dei multipli e degli indici di bilancio si è arrivati a concludere che la società rappresenta nel complesso una buona opportunità d'investimento.

Bibliografia

- Bensignor R. , "I nuovi modelli di analisi tecnica", Bloomberg Investimenti/Erga, 2001
- Damodaran, "Finanza Aziendale", Apogeo, 2006
- Guatri L., "Il giudizio integrato di valutazione", Università Bocconi Editore, 2000
- Marchesoni M., Novellini V., Tramontana L., "Analisi Fondamentale", Il sole 24 ore, 2001
- Meyers B., Brealey R.; Sandri S. , "Principi di finanza aziendale", McGraw-Hill, 1999
- Pedriali F., "Principali Metodi di valutazione aziendale", Franco Angeli, 2001

WEB:

- www.axia.org
- www.borsaitalina.it
- www.capitaliq.com
- www.finanzaonline.org
- www.thomsononeim.com

Ringraziamenti

È arrivata l'ora dei ringraziamenti, ciò significa che nonostante le mille difficoltà sono ormai giunta al traguardo.

In primo luogo un grazie va al professore relatore F. Naccarato che mi ha seguito con professionalità e disponibilità nella stesura della tesi.

Un grazie infinito va a Marco che mi ha sopportato durante questi anni sostenendomi e incoraggiandomi nei momenti difficili; senza di te non ce l'avrei mai fatta.

A Vale ed Enry va un ringraziamento speciale, grazie per quanto avete fatto per me in particolar modo negli ultimi giorni.

Un grazie va anche a tutti i compagni incontrati in questo percorso, soprattutto a coloro che sono diventati veri amici: Erica, Riccardo, Massimo e Davide.

Un ringraziamento va a mamma e papà che oltre ad aver finanziato questo percorso hanno creduto nelle mie possibilità.

Un grazie anche a tutti coloro che non si sono tirati indietro nel momento del bisogno.

Un ultimo pensiero va a tutte le persone che non ho citato ma che hanno reso così meraviglioso questo giorno.