



ADVANCE PERSONAL FINANCE

Analisi Fondamentale – Modulo 1

Seminario n°2

Ing. Emanuele Colacchi





ALGOCAPITAL.IT



ING.EMANUELE.COLACCHI@GMAIL.COM

**Canale
Telegram**



**Canale
WhatsApp**



- Attualmente sono un Trader Istituzionale attivo sui mercati delle commodities.
- Laureato in Ingegneria Gestionale presso la Sapienza Università di Roma.
- Presidente della Commissione Ingegneria Gestionale presso l'Ordine degli Ingegneri della Provincia di Roma.
- Ho maturato una specializzazione in strumenti derivati su indici azionari ed obbligazionari in ottica di medio-lungo periodo.
- Prediligo il trading algoritmico, basato sia su metodi tradizionali che innovativi.
- Docente per FinecoBank SpA, una delle principali banche dirette in Europa
- Coautore di molti libri tra cui «*Python per il Trading*» il primo libro in Italia sul trading algoritmico, «*Value Investing*» e «*Tasse e Investimenti*» pubblicati su Amazon.



LIBRI DI TESTO CONSIGLIATI



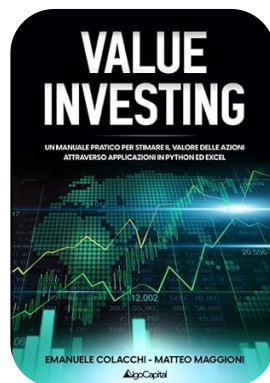
Primo libro in Italia su Python e il Trading che permette di partire da zero per chi vuole imparare a programmare



Approfondimento del volume «Python per il Trading» con moltissimi Trading System programmati e pronti all'uso



Analisi sulla tassazione e strumenti per minimizzare l'impatto dell'imposizione fiscale in Italia



Libro pratico per valutare un titolo attraverso l'Analisi Fondamentale con fogli Excel e Python pronti all'uso.



Tecnica avanzata utilizzata dai principali hedge funds mondiali per identificare coppie di asset correlate

Sommario

4

1. **Cos'è l'Analisi Fondamentale**
2. **Stato Patrimoniale, Conto Economico e CF**
3. **Gli Indici e i Multipli**
4. **Metodi Finanziari**

Sommario

5

1. **Cos'è l'Analisi Fondamentale**
2. Stato Patrimoniale, Conto Economico e CF
3. Gli indici e i Multipli
4. Metodi Finanziari

Tipologie di tecniche

6



1 - Analisi Tecnica

2 - Analisi Fondamentale

3 - Analisi Intermarket

Tipologie di tecniche

7

2 - Analisi Fondamentale



Analisi Fondamentale

8

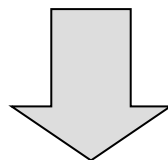
L'analisi fondamentale esamina tutti i fattori rilevanti per determinare il **giusto prezzo** (Fair Value) di uno strumento finanziario. Il valore intrinseco è basato solo sulla legge della domanda e dell'offerta.

(John J. Murphy *“Analisi tecnica dei mercati finanziari”*)

Obiettivo

9

L'analisi fondamentale è volta a determinare il **Fair Value**



Per Fair Value si intende una stima razionale e imparziale del prezzo di un bene o servizio tenendo conto di vari fattori, tra cui la scarsità, l'utilità ed il costo di produzione o di rimpiazzo.

Obiettivo

10

Mercato Perfetto

**Informazioni
perfettamente incorporate
nei prezzi**

**Impossibile “battere” il
mercato**

**Gestione passiva
(buy & hold)**

Mercato Imperfetto

**Informazioni non
perfettamente incorporate
nei prezzi**

**Possibile “battere” il
mercato**

Gestione attiva

Analisi fondamentale vs analisi tecnica

11

	Analisi fondamentale	Analisi tecnica
Ipotesi sottostanti	I prezzi dei titoli sono determinati dalle variabili economiche aziendali e da quelle macroeconomiche.	Il mercato ha un andamento ciclico che tende a ripetersi nel tempo.
Aspetti analizzati	• Bilanci aziendali e ogni altro dato rilevante. • Dati macroeconomici e settoriali. • Comportamenti competitors.	Andamento dei prezzi e dei volumi delle contrattazioni passate.
Orizzonte temporale	medio-lungo periodo	qualunque (preferibilmente medio-breve periodo)

**Metodi
Complementari**

Fair Value

12

- Se Prezzo attuale $>$ FV: Sopravalutazione
- Se Prezzo attuale $<$ FV: Sottovalutazione



Benjamin
Graham



David
Dodd



John
Templeton



Warren
Buffett



Charlie
Munger

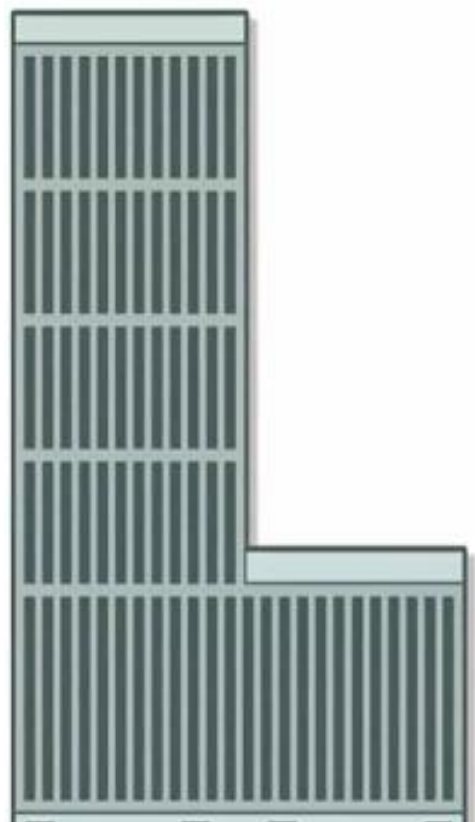


Peter
Lynch

Gli strumenti

13

ABC



Approccio ai modelli

14

Valutazione relativa, stima eseguita sulla base di benchmark (metodi dei cosiddetti “multipli”):

- **Price/Earnings (P/E)**
- **Price/Book Value (P/BV)**
- **Price/Cash Flow (P/CF)**
- **Price/Sales (P/S)**
- **Enterprise Value/Earnings Before Interests and Taxes (EV/EBIT)**
- **Enterprise Value/Operating Free Cash Flow (EV/OFCF)**
- ...

Valutazione assoluta, stima del valore intrinseco di un titolo:

- **Discounted Cash Flow Models** (basati sull'attualizzazione dei futuri flussi di cassa)

Sommario

15

1. Cos'è l'Analisi Fondamentale
2. **Stato Patrimoniale, Conto Economico e CF**
3. I Multipli
4. Metodi Finanziari

Cos'è il bilancio ?

16

È il documento attraverso il quale è possibile determinare il reddito d'esercizio e il capitale di funzionamento.

È un documento prevalentemente finalizzato al soddisfacimento delle esigenze informative di un insieme eterogeneo di soggetti.

È lo strumento attraverso il quale si ricavano informazioni esaurienti ed attendibili sulle vicende economico-aziendali dell'impresa

Cos'è il bilancio ?

17

In Italia è costituito da tre documenti, due quantitativo-contabili (stato patrimoniale e conto economico) e uno analitico-descrittivo (nota integrativa):

- **STATO PATRIMONIALE:** documento quantitativo-contabile a sezioni divise e contrapposte (Attività e Passività)
- **CONTO ECONOMICO:** documento quantitativo-contabile in forma scalare (risultati intermedi)
- **NOTA INTEGRATIVA:** documento analitico-descrittivo che ha la funzione di chiarire, analizzare ed integrare il contenuto di S.P. e C.E.

Lo Stato Patrimoniale

18

Definizione

È il documento contabile deputato a rappresentare la composizione quantitativa del capitale di funzionamento alla data di riferimento del bilancio.

Configurazione a due sezioni divise e contrapposte.

Lo Stato Patrimoniale

19

Attivo	Passivo (+ Patr. Netto)
■ Crediti vs soci ■ Immobilizzazioni ▪ materiali ▪ immateriali (costi R&S) ▪ finanziarie (partecipazioni) ■ Attivo circolante: ▪ Rimanenze (magazzino) ▪ Crediti vs. clienti ▪ Cassa ■ Attività finanziarie ■ Ratei e risconti attivi	■ Patrimonio netto ▪ Capitale sociale ▪ Riserve ▪ Utili (perdite) a nuovo ▪ Utile (perdita) d'esercizio ■ Fondi ▪ Rischi e oneri ▪ T.F.R. ■ Debiti ■ Obbligazioni ■ Ratei e risconti passivi

Impieghi

Fonti

Esempio di Stato Patrimoniale

20

ATTIVO		PASSIVO	
A) CREDITI V.SOCI	5	A) PATRIMONIO NETTO	527
B) IMMOBILIZZAZIONI	785	I) capitale sociale	420
I) Imm. Immateriali		II) riserve legali	50
brevetti e marchi	95	III) riserve statutarie	20
avviamento	60	IV) utile d'esercizio (o perdita)	35
costi di impianto	100	V) utile dell'esercizio precedente	2
II) Imm materiali		B) FONDI PER RISCHI ED ONERI	30
Fabbricati	300	per imposte	20
Automezzi	120	rischi da trasporti	6
III) Imm finanziarie		rischi su cambi	4
Partecipazioni	90	C) TFR	80
Crediti verso controllate	20	D) DEBITI	479
C) ATTIVO CIRCOLANTE	325	verso fornitori	20
I) Rimanenze		verso banche	260
materie prime	50	tributari	9
prodotti finiti e semilavorati	100	verso imprese collegate	60
II) Crediti		verso istituti di previdenza	30
verso clienti	110	obbligazioni	100
verso controllate	50	E) RATEI E RISCONTI	5
III) Attività finanziarie non imm.		ratei e riscontri passivi	3
partecipazioni in imprese collegate	10	aggio su prestiti	2
IV) Disponibilità liquide			
banca e cassa	5		
D) RATEI E RISCONTI	6		
ratei e riscontri	4		
disaggio su prestiti	2		
tot.	1121	tot.	1121

Il Conto Economico

21

Finalità

È il documento contabile deputato ad evidenziare l'ammontare del reddito attribuibile al periodo amministrativo, ed il suo processo di formazione mediante il confronto tra costi e ricavi.

Struttura

Lo schema obbligatorio di conto economico presenta la forma scalare e si articola su tre livelli: macroclassi, voci e sottovoci. La struttura scalare permette la ricostruzione progressiva del risultato di esercizio, attraverso l'aggregazione dei suoi componenti positivi e negativi per aree gestionali e l'evidenziazione di risultati intermedi.

Il Conto Economico

22

	Valore della produzione	
-	Costi della produzione	
=	Differenza tra Valore e Costi della produzione	
+/-	Proventi ed Oneri finanziari	
+/-	rettifiche di valore delle attività finanziarie	
+/-	Proventi ed oneri straordinari	
=	Risultato prima delle imposte	
-	Imposte	
=	Risultato d'esercizio	

Esempio Conto Economico

23

CONTO ECONOMICO	
A) VALORE DELLA PRODUZIONE	673
ricavi di vendita prodotti finiti	650
variazione rimanenze prodotti finiti e semilavorati	20
altri ricavi e proventi	3
B) COSTI DELLA PRODUZIONE	593
acquisto materie prime e componenti	305
variazione rimanenze materie prime	42
personale	150
trattamento di fine rapporto	20
ammortamenti automezzi	30
ammortamento fabbricati	40
svalutazione immobilizzazioni	5
accantonamenti per rischi	1
A)-B)	80
C) PROVENTI E ONERI FINANZIARI	-28
proventi da crediti immobilizzati	5
interessi passivi	35
aggio su prestiti	2
D) RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITA' FIN.	9
rivalutazioni di partecipazioni	10
svalutazioni di imm.fin. che non sono partecipazioni	1
E) PROVENTI ED ONERI STRAORDINARI	2
plusvalenze da alienazioni di immobili	5
oneri straordinari	3
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	63
imposte di esercizio	26
UTILE DI ESERCIZIO	35

Riclassificazione Conto Economico

24

C.E. riclassificato	
Valore della produzione	
-Costi esterni	
=Valore Aggiunto	
-Costo del personale	
=Margine Operativo Lordo (EBITDA)	
-Ammortamenti e accantonamenti	
=Margine Operativo Netto (MON)	
+/-Reddito della gestione atipica	
+Proventi finanziari	
=Risultato ante oneri finanziari (EBIT)	
-Oneri finanziari	
=Risultato della gestione ordinaria	
+/-Reddito della gestione straordinaria	
=Risultato prima delle imposte (EBT)	
-Imposte sul reddito	
=Risultato netto	

Il Cash Flow

25

Definizione

Per flusso di cassa (cash flow) viene intesa la variazione subita dalla liquidità di un'impresa per effetto della gestione limitatamente a un periodo di tempo determinato (solitamente un anno).

Il cash flow è ottenuto come differenza tra l'insieme delle entrate monetarie e l'insieme delle uscite monetarie relative alla gestione per ciascun periodo.

Differenza tra Cash Flow e Utile

26

Il flusso di cassa non è l'utile di esercizio

- **L'utile di esercizio**, determinato come **differenza tra i ricavi e i costi** di competenza di un esercizio contabile, permette di misurare la performance economica/reddituale dell'impresa nell'esercizio
- **Il flusso di cassa**, determinato come **differenza tra gli incassi e gli esborsi** dell'esercizio contabile, permette di misurare se e come l'impresa ha generato liquidità nell'esercizio
- Il calcolo dell'utile segue il principio di competenza, mentre il calcolo del flusso di cassa segue il principio di cassa

L'utile netto mostra la capacità dell'impresa di generare **reddito**

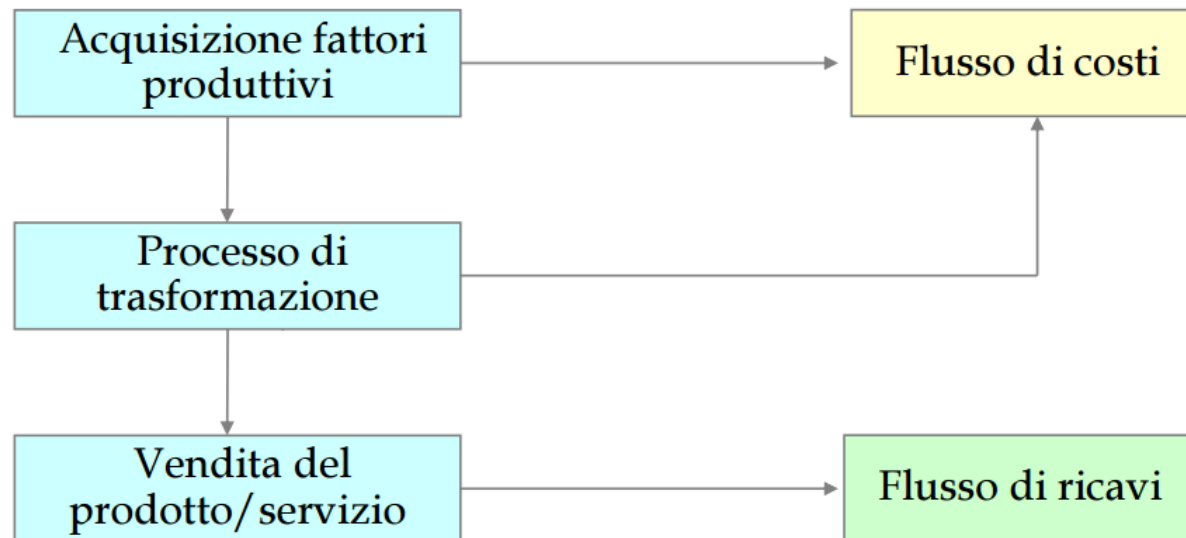
Il flusso di cassa mostra la capacità dell'impresa di generare **liquidità**

Equilibrio economico

27

L'impresa è in situazione di **equilibrio economico** quando il suo flusso dei ricavi è durevolmente in grado di fronteggiare il suo flusso di costi (derivanti dall'acquisizione dei fattori della produzione):

Utile di esercizio : Flusso dei ricavi > Flusso dei costi

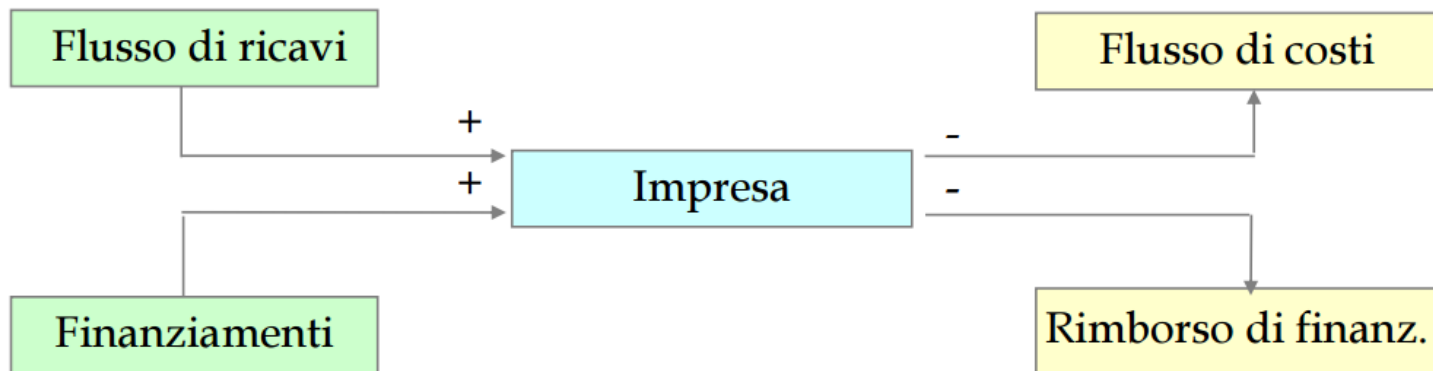


Equilibrio finanziario

28

L'impresa si trova in una situazione di **equilibrio finanziario** quando il flusso delle entrate è costantemente in grado di fronteggiare il flusso delle uscite:

Cash flow positivo : $(\text{Flusso dei ricavi} + \text{Finanziamenti}) > (\text{Flusso dei costi} + \text{Rimborso dei finanz.})$



Dall'Utile netto al Cash Flow

29

Rettifiche per ottenere il cash flow dall'utile netto:

Dal Conto Economico

- Tutto ciò che è costo ma che non ha dato luogo ad un'uscita di cassa va aggiunto
- Tutto ciò che è ricavo ma che non ha dato luogo ad un'entrata di cassa va sottratto

Dallo Stato Patrimoniale

- Vanno considerate tutte le operazioni sull'Attivo e sul Passivo che hanno generato introiti o esborsi di cassa ma che non sono transitati dal Conto Economico

Dall'Utile netto al Cash Flow

30

Rettifiche per ottenere il cash flow dall'utile netto:

1. Ammortamento (+)

E' un costo non-cash, quindi non ha dato luogo ad un esborso di cassa per l'impresa : il flusso di cassa avviene solamente nel momento dell'acquisto dell'asset

2. Accantonamento al Fondo TFR (+)

La parte del costo del personale relativa al TFR è un costo non-cash e quindi non ha costituito un'uscita di cassa per l'impresa

3. Altri costi o ricavi non-cash (+/-)

Ad esempio, svalutazioni o rivalutazioni di immobili

Dall'Utile netto al Cash Flow

31

Rettifiche per ottenere il cash flow dall'utile netto:

4. Variazione del Capitale Circolante Netto (ΔCCN) (-/+)

Dove: $\text{CCN} = (\text{crediti commerciali} + \text{rimanenze} + \text{altre attività a breve} - \text{debiti commerciali} - \text{altre passività a breve})$

5. Investimenti/finanziamenti (-/+)

6. Dividendi (-)

Valutazione Cash Flow

32

È molto importante che la redazione del prospetto dei flussi di cassa suddivida la variazione delle disponibilità monetarie di un'impresa in base alle cause che l'hanno generata/assorbita:

- Gestione tipica corrente o operativa = Flusso di cassa operativo
- Gestione tipica non corrente = Flusso di cassa per investimenti
- Gestione finanziaria = Flusso di cassa finanziario

Calcolo Cash Flow

33

- + Utile operativo al netto delle imposte
- + Ammortamenti operativi
- +/- Incremento/decremento del capitale circolante netto

- = **Cash flow operativo disponibile o free cash flow (A) +/-**

Calcolo Cash Flow

34

- +/- Plusvalenze/minusvalenze generate dalla dismissione di attività non operative
- +/- Sopravvenienze attive/passive e altri accadimenti non ricorrenti
- /+ Incremento/decremento di attività nette, immobilizzi e partecipazioni non operative

= Cash flow complessivo da investimenti (B)

- +/- Aumento/diminuzione dei debiti a titolo oneroso
- + Incassi per aumenti di capitale
- Pagamento di dividendi
- +/- Emissione/Rimborsi di prestiti obbligazionari

= Flusso di cassa generato dalla gestione finanziaria (C)

Cash flow totale = (A) + (B) + (C).



Esempio calcolo (1)

35

Calcolare il Cash Flow dell'azienda ABC a partire dai seguenti dati:

Capitale circolante

2015: Crediti commerciali = 1.500; Debiti commerciali = 1.300

2016: Crediti commerciali = 2.000; Debiti commerciali = 1.700

Immobilizzazioni

2015: Immobilizzi materiali nette = 3.000

2016: Immobilizzi materiali nette = 3.700

Debiti a lungo termine e patrimonio netto

2015: Debito finanziario a l/t = 2.200; Capitale sociale = 500; Utile = 500

2016: Debito finanziario a l/t = 2.000; Capitale sociale = 500; Utile = 1.500

Informazioni sul Conto Economico

Ammortamenti = 300; Interessi passivi = 200; Tasse = 1.000; Dividendi = 250



Esempio calcolo (1)

36

Utile netto	+ 1.500
+ Ammortamenti	+ 300
- Δ CCN	- 100

Flusso di cassa operativo = 1.700

- Δ immobilizzi materiali - 1.000 (Δ Immobilizzi materiali nette + Ammortamenti)

Flusso di cassa da investimenti = - 1.000

- Rimborso debito - 200
- Dividendo - 250

Flusso di cassa finanziario = - 450

Cash Flow = 250

Esempio calcolo (2)



37

Stato Patrimoniale					
Attività	2014	2015	Passività	2014	2015
Immobilizzazioni	3.000	3.700	Patrimonio netto	1.500	1.750
Attivo corrente					
- Rimanenze	800	1.000	Debiti a m/l	2.200	2.750
- Crediti	1.500	2.000			
- Liquidità	200	300	Debiti a breve	1.800	2.500
	2.500	3.300			
TOTALE ATTIVO	5.500	7.000	TOTALE PASSIVO	5.500	7.000

Conto Economico 2015	
Ricavi monetari	
- Ricavi di vendita	14.000
- Incremento scorte	200
Ricavi non monetari	0
Totale ricavi	14.200
Costi monetari	
- Acquisto materie	5.500
- Acquisto servizi	3.500
- Costo del personale	3.000
- Interessi passivi	300
Costi non monetari	
- Ammortamenti	800
- TFR	450
Totale costi	13.550
Utile di esercizio	650



Esempio calcolo (2)

38

Stato Patrimoniale					
Attività	2014	2015	Passività	2014	2015
Immobilizzazioni	3.000	3.700	Patrimonio netto	1.500	1.750
Attivo corrente					
- Rimanenze	800	1.000	Debiti a m/l	2.200	2.750
- Crediti	1.500	2.000			
- Liquidità	200	300	Debiti a breve	1.800	2.500
	2.500	3.300			
TOTALE ATTIVO	5.500	7.000	TOTALE PASSIVO	5.500	7.000

$\Delta \text{CCN} = (3.300 - 2.500) - (2.500 - 1.800) = 100$
 Aumento immobilizzi netti = $3.700 + 800 - 3.000 = 1.500$
 Aumento di capitale = $1.750 - 1.500 = 250$
 Aumento del debito fin. a m/l = $2.750 - 2.200 - 450 = 100$

Conto Economico 2015	
Ricavi monetari	
- Ricavi di vendita	14.000
- Incremento scorte	200
Ricavi non monetari	0
Totale ricavi	14.200
Costi monetari	
- Acquisto materie	5.500
- Acquisto servizi	3.500
- Costo del personale	3.000
- Interessi passivi	300
Costi non monetari	
- Ammortamenti	800
- TFR	450
Totale costi	13.550
Utile di esercizio	650

Esempio calcolo (2)



39

Utile netto + 650
+ Ammortamenti + 800
+ Costo TFR + 450

Flusso di cassa operativo = 1.800

- Δ immobilizzi materiali - 1.500 (Δ Immobilizzi materiali netti + Ammortamenti)

Flusso di cassa da investimenti = - 1.500

- Aumento di capitale + 250
- Aumento del debito fin. a m/l + 100

Flusso di cassa finanziario = + 350

Cash Flow = 650

Trovare i dati

40

Esistono moltissimi provider online sia a pagamento che gratuiti che pubblicano diversi dati. Insieme vedremo Yahoo finance.

Inoltre esistono molti servizi anche molto validi che preparano analisi fondamentali sui diversi titoli.

La cosa importante è capire i dati considerati nelle analisi ed essere in grado di comprenderli a fondo per fare scelte di investimento consapevoli.

Trovare i dati

41

UniCredit S.p.A. (UCG.MI) [Add to watchlist](#)

Milan - Milan Delayed Price. Currency in EUR

2,092 -0,046 (-2,15%)

As of 10:42 AM EDT. Market open.

Quote Lookup



People also watch:

[ISP.MI](#) [BMPS.MI](#) [ENI.MI](#) [ENEL.MI](#) [TIT.MI](#)

[Summary](#) [Conversations](#) [Statistics](#) [Profile](#) **Financials** [Options](#) [Holders](#) [Historical Data](#) [Analysts](#)

Show: [Income Statement](#) | [Cash Flow](#) | **Balance Sheet**

[Annual](#) | [Quarterly](#)

Balance Sheet

All numbers in thousands

Period Ending	12/31/2015	12/31/2014	12/31/2013	12/31/2012
Current Assets				
Cash And Cash Equivalents	10,588,000	8,357,000	10,855,000	7,840,000
Short Term Investments	78,056,000	63,578,000	60,423,000	53,836,000
Net Receivables	3,835,000	3,911,000	3,712,000	3,318,000
Inventory	373,000	480,000	226,000	226,000
Other Current Assets	18,705,000	13,342,000	17,486,000	35,454,000
Total Current Assets	199,774,000	194,282,000	179,184,000	224,092,000
Long Term Investments	154,086,000	142,340,000	130,533,000	114,125,000
Property Plant and Equipment	-	-	-	-
Goodwill	3,618,000	3,562,000	3,533,000	11,678,000
Intangible Assets	-	-	-	-
Accumulated Amortization	-	-	-	-
Other Assets	-	-	-	-

Financials >

[Annual](#) [Quarterly](#)

Revenue Earnings



Billion € 2012 2013 2014 2015

[Compare Stock Brokers](#)

[Data Disclaimer](#) [Help](#) / [Suggestions](#)

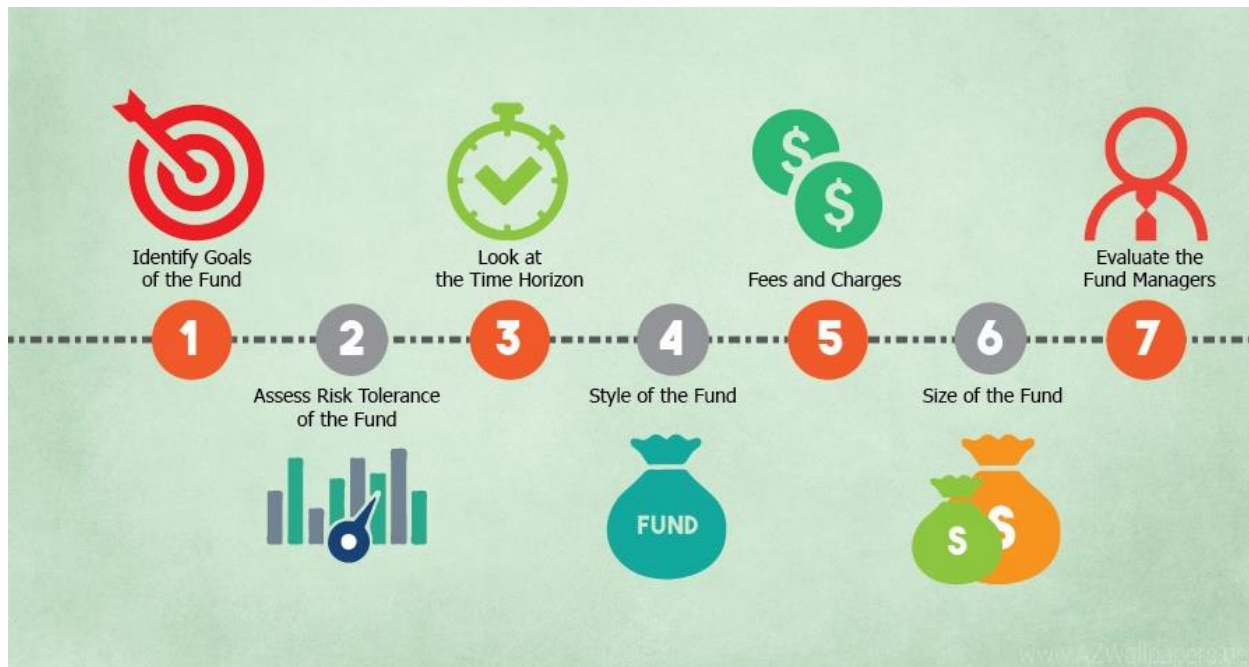
[Privacy](#) [About Our Ads](#) [Terms](#)

Follow Yahoo Finance



Gestione Portafoglio

42



Per chi fosse interessato a farsi seguire da professionisti ho aperto per voi un canale preferenziale con Fineco.

Contattarmi a:

ing.emanuele.colacchi@gmail.com

Sommario

43

1. Cos'è l'Analisi Fondamentale
2. Stato Patrimoniale, Conto Economico e CF
3. **Gli Indici e i Multipli**
4. Metodi Finanziari

Le tipologie di indici

44

Ogni indice effettua una particolare misurazione tramite le grandezze di bilancio. Le tipologie principali sono:

- Indici di redditività
- Indici di solidità patrimoniale
- Indici di liquidità
- Indici di sviluppo
- Indici di efficienza

Gli indici di redditività

45

Gli indicatori di redditività sono indici che permettono di osservare la capacità di un'impresa di produrre reddito e di generare risorse.

Tali indicatori sono utili sia per gli investitori, che possono avere una previsione circa i possibili ritorni economici del loro investimento, sia in generale per analizzare l'affidabilità di un'impresa attribuendogli un rating specifico.

ROE = Return on Equity

Tasso di redditività del capitale proprio

$$\text{ROE} = \frac{\text{UTILE NETTO}}{\text{CAPITALE PROPRIO}}$$

È l'indice globale dei risultati economici dell'azienda e misura l'effetto Integrato delle scelte relative a :

- SETTORE OPERATIVO TIPICO
- SETTORE FINANZIARIO

È l'indice globale con i quale si confrontano:

- I possibili rendimenti alternativi
- Gli effetti finanziari sul reddito dell'investimento

ROI = Return on Investment **Tasso di redditività del capitale investito**

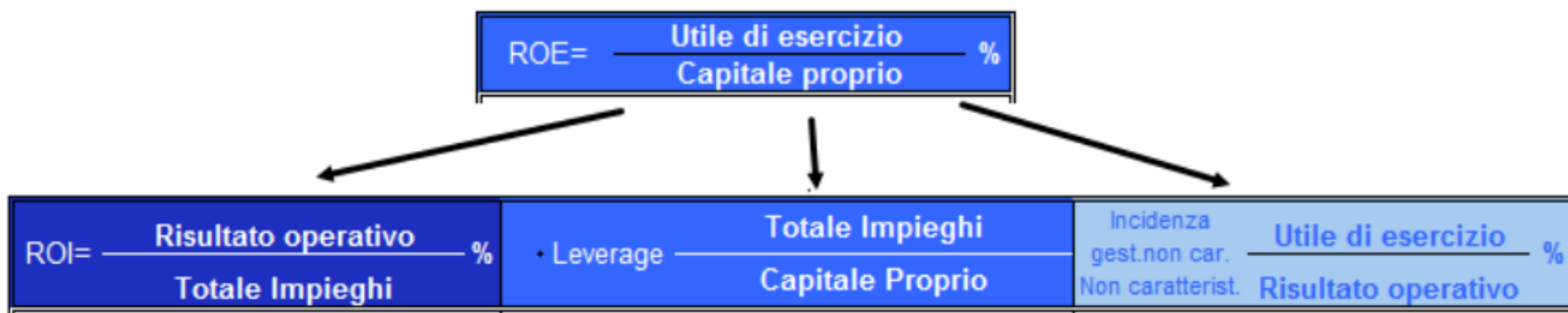
$$\text{ROI} = \frac{\text{REDDITO OPERATIVO}}{\text{CAPITALE INVESTITO}}$$

Il ROI sintetizza il rendimento della gestione tipica dell'azienda in base a tutto il capitale in essa investito (capitale proprio + capitale di terzi), al lordo degli oneri finanziari, degli oneri fiscali ed è indipendente dai risultati della gestione non caratteristica e straordinaria.

Tale indice evidenzia la nostra bravura nel far fruttare sia il capitale dei soci (capitale proprio) ma anche quello dei terzi finanziatori (debiti). Il ROI esprime pertanto il rendimento dell'investimento effettuato che dovrà successivamente essere suddiviso in tre componenti: a) la remunerazione dei finanziamenti dei terzi; b) l'incidenza fiscale; c) l'utile degli azionisti o soci.

ROI e ROE

48



Gli indici di solidità patrimoniale

49

Gli indicatori di solidità patrimoniale analizzano la struttura degli investimenti e dei finanziamenti ed esprimono la capacità dell'azienda di mantenere nel tempo una situazione di equilibrio strutturale.

Gli indici patrimoniali vengono formati:

- Mettendo in rapporto una parte di un insieme con il valore complessivo dell'insieme (es. attivo circolante/totale attivo oppure capitale proprio/totale fonti): Indici di composizione. Possiamo avere pertanto indici di composizione dell'attivo e indici di composizione del passivo.
- Mettendo a confronto fra loro parti dello stesso insieme creando dei rapporti di una voce della situazione patrimoniale con un'altra voce o altre voci della stessa sezione. (es. Immobilizzazioni/attivo circolante; oppure capitale proprio/capitale di terzi)

Leverage

50

$$\text{LEVERAGE} = \frac{\text{TOTALE IMPIEGHI}}{\text{CAPITALE PROPRIO}}$$

Nella formula di tale indice, stranamente, non vengono espressamente indicati i debiti. Tale espressione dell'indice di indebitamento è una delle tante che possiamo produrre (quali CAPITALE PROPRIO/CAPITALE DI TERZI oppure TOTALE DEBITI/TOTALE FONTI, ecc.) utilizziamo questa configurazione per mettere meglio in evidenza l'effetto **LEVA**.

Più il capitale proprio (denominatore della formula) è basso rispetto al totale degli impieghi, più l'indebitamento aumenta e aumenta anche l'indice. In generale l'indice è tanto più soddisfacente quanto più è basso.

Leverage

51

Il Leverage, anche se non rappresenta un indice di redditività, influenza direttamente il ROE, come sopra evidenziato. Il Leverage dimostra in che modo l'azienda riesce a finanziare i propri investimenti ed in particolare se con prevalenza di capitale proprio o di capitale di terzi.

- **LEVERAGE = 1** significa che tutti gli investimenti sono finanziati con capitale proprio, situazione più teorica che non effettiva (assenza di capitale di terzi);
- **LEVERAGE compreso tra 1 e 2** si verifica una situazione di positività, in quanto l'azienda possiede un buon rapporto tra capitale proprio e di terzi (quest'ultimo si mantiene al di sotto del 50%);
- **LEVERAGE > 2** segnala una situazione di indebitamento aziendale, che diventa più onerosa per l'azienda al crescere di tale indice.

Tanto più elevato è l'indice tanto maggiore è l'indebitamento

Gli indici di liquidità

52

Gli indicatori di misurano la capacità dell'azienda di far fronte ai suoi impegni di breve termine.

$$\text{QUICK RATIO} = \frac{\text{CASSA ED EQUIVALENTI} + \text{CREDITI A BREVE}}{\text{PASSIVITÀ CORRENTI}}$$

$$\text{CURRENT RATIO} = \frac{\text{ATTIVITÀ CORRENTI}}{\text{PASSIVITÀ CORRENTI}}$$

Per un'impresa in salute deve essere compreso tra 1,5 e 2.

I multipli

53

I “multipli” sono i rapporti caratteristici tra il prezzo corrente di borsa e una variabile fondamentale:

Vantaggi

- Facili e rapidi da calcolare
- Forniscono un quadro immediato della situazione della società rispetto alla quotazione in borsa

Svantaggi

- Molto sensibili alla scelta delle variabili utilizzate

Restano lo strumento di valutazione più usato

I multipli

54

Assunto di base: il prezzo di un titolo acquista importanza non nel suo valore assoluto, ma in relazioni a specifiche e fondamentali variabili economiche della società: utili, cash flow, book value, fatturato ecc.

Il rapporto tra il prezzo del titolo e tali variabili prende il nome di multiplo e esprime quanti euro l'investitore è disposto a pagare per ogni euro di utile, cash flow ecc.

Due approcci:

- **Approccio fondamentale:** multipli basati sulle stime dei fondamentali dell'impresa
- Valutazione dei multipli sulla base dei multipli dei titoli **comparables** (concorrenti appartenenti allo stesso settore e caratterizzati da simili fondamentali)

Il rapporto prezzo/utile (P/E)

55

Il moltiplicatore prezzo/utigli per azione, più noto come price/earnings **(P/E)** si ricava rapportando il prezzo di mercato corrente all'utile corrente per azione desunto dalle più recenti risultanze contabili o da uno o più bilanci previsionali.

Si tratta del multiplo più diffuso sul mercato azionario per diversi motivi tra i quali:

- Natura sintetica del rapporto, riferita ad una misura completa della redditività dell'azione, non limitata ai dividendi.
- La semplice rilevazione dei valori impiegati nel calcolo senza necessità di ardue previsioni a lungo termine.
- La facilità di calcolo

Il rapporto prezzo/utile (P/E)

56

$$P/E = \frac{\text{PREZZO}}{\text{EPS}}$$

È il prezzo che gli investitori pagano per ogni euro di utili.

La sua valutazione deve sempre essere effettuata andando a vedere:

- L'evoluzione del P/E storico
- Il P/E medio del settore di appartenenza
- Il P/E medio del mercato

Earning per Share (EPS)

57

$$\text{EPS} = \frac{\text{UTILE NETTO} - \text{DIVIDENDI AZIONI PRIVILEGIATE}}{\text{NUMERO MEDIO DI AZIONI IN CIRCOLAZIONE}}$$

È generalmente considerato come la più importante variabile nella determinazione del prezzo di un'azione.

In alcuni casi gli analisti usano anche le stime di redditività attese per periodo futuri, e in questo caso si parla di utili attesi

Earnings Yield

58

$$\text{EARNINGS YIELD} = \frac{\text{EPS}}{\text{PREZZO}}$$

È il reciproco del P/E e indica quando rende ogni euro investito in termini percentuali.

Ciò lo rende molto utile per confrontare diverse tipologie di investimenti.

Dividendi

59

$$\text{DIVIDEND YIELD} = \frac{\text{DIVIDENDO PER AZIONE}}{\text{PREZZO}}$$

$$\text{DIVIDEND PAYOUT RATIO} = \frac{\text{DIVIDENDO PER AZIONE}}{\text{EPS}}$$

È fondamentale analizzare la situazione dei dividendi con attenzione e l'evoluzione storica di questi due fattori per verificare ad esempio se la politica dei dividendi è sostenibile, se c'è spazio per la crescita, ecc.



Esempio Multipli

60

Dal bilancio di esercizio 2015 dell'azienda FCA si estrapolano i seguenti dati:

Basic Shares Outstanding: 1,697 mln

Basic Average Shares: 1,510 mln

Net Income: 1,547 mln €

Prezzo di chiusura: 8,5196 €

Il titolo non distribuirà dividendi fino al 2018.

Calcolare P/E, EPS e Earning Yield.

Esempio Multipli



61

Per il calcolo del EPS è necessario utilizzare il numero medio di azioni durante l'anno.

$$\text{EPS} = 1,547 / 1,51 = \mathbf{1,0245}$$

$$\text{P/E} = 8,5196 / 1,0245 = \mathbf{8,3158}$$

$$\text{EARNINGS YIELD} = \mathbf{12,06 \%}$$

Alcuni altri multipli

62

P/CF (Price/Cash Flow)

L'utilizzo al denominatore del cash flow pone rimedio alle possibili distorsioni del P/E dovute alle politiche di accantonamento e ammortamento adottate in sede contabile.

P/BV (Price/Book Value)

A differenza del P/E non perde significatività in presenza di perdite.
Risente di tutti i lati negativi derivanti dalla natura contabile del denominatore.

P/S (Price/Sales)

Consente di calcolare anche il valore di imprese in difficoltà che, a seguito di perdite consistenti nel corso degli anni, hanno visto ridurre notevolmente il proprio book value.

Il fatturato è un parametro non soggetto ad aleatorietà.

Multipli e Industria

63

Multipla	Settore
Price / Book Value	Oil
Price / Earnings	Retail
Price / Sales	B2B
Price / Subscribers	ISP or cable company
Price / Lines	Telecom
Price / Page views	Web site
...	

Sommario

64

1. Cos'è l'Analisi Fondamentale
2. Stato Patrimoniale, Conto Economico e CF
3. Gli indici e i Multipli
4. **Metodi Finanziari**

Metodi Finanziari

65

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (**DCF**) è basato sulla determinazione del valore attuale dei flussi di cassa attesi da una specifica attività. Il flusso può essere rappresentato non solo dal cash flow ma anche dai dividendi (**DDM**). La valutazione basata sui flussi di cassa attualizzati è funzione di tre elementi fondamentali: l'entità del flusso di cassa, la distribuzione nel tempo dei flussi e il tasso di attualizzazione.

Formula:

Valore dell'azienda = VA + Pfn + assets

$$VA = \text{Valore dei flussi di cassa attualizzati} \longrightarrow V_A = \sum_{i=0}^n \frac{CF_i}{(1 + r_i)^i}$$

CF = flusso di cassa

r = tasso di sconto che riflette il profilo di rischio

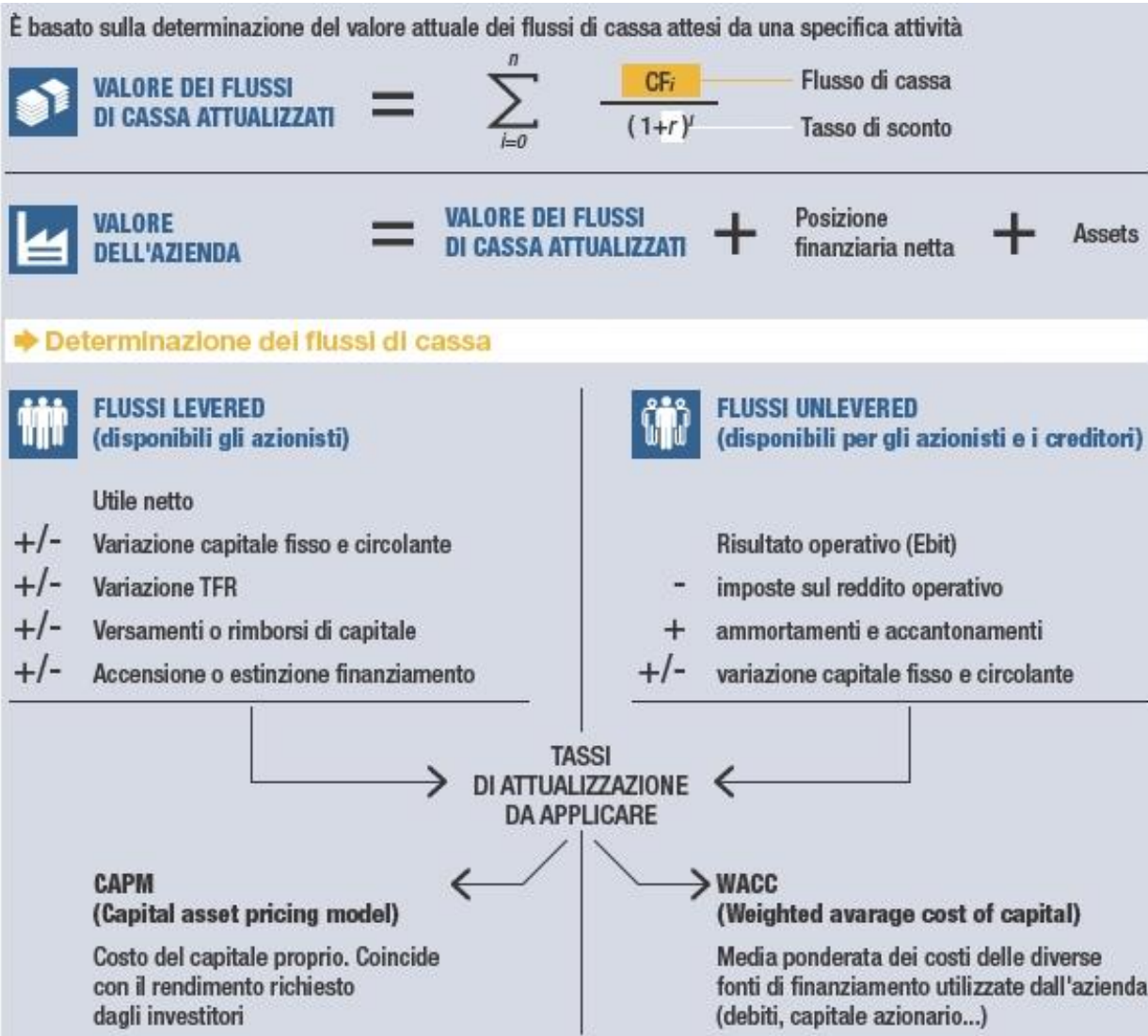
n = durata dell'attività

Pfn = posizione finanziaria netta

Assets = valore degli assets non inerenti alla gestione caratteristica

Schema riassuntivo

66



Flussi Levered o Unlevered

67

La differenza è che il metodo unlevered discounted cash flow consente di determinare direttamente il valore del capitale operativo. Il valore del capitale netto dell'impresa viene poi ottenuto sottraendo da tale valore l'indebitamento finanziario e gli eventuali assets.

Il metodo basato sul flusso netto spettante agli azionisti (levered) porta invece alla determinazione direttamente del valore del capitale netto.

Ovviamente le due varianti di metodo portano al medesimo risultato se la dinamica del rapporto di indebitamento è correttamente riflessa nei tassi utilizzati per scontare i tassi.

La determinazione dei flussi di cassa futuri avviene attraverso la stima delle seguenti grandezze:

- Tasso di crescita delle vendite
- Margini reddituali
- Investimenti necessari per la crescita aziendale
- Variazioni del capitale circolante

Capm e Wacc

68

Il tasso da utilizzare per l'attualizzazione dei flussi di cassa dipende da tipo di flusso utilizzato (levered o unlevered). Nel primo caso deve essere utilizzato solo il **CAPM** (capital asset pricing model) nel secondo il **WACC**. Il costo del capitale proprio coincide con il rendimento richiesto dagli investitori ed è così determinato:

$$\text{CAPM} = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

r_f = rendimento delle attività prive di rischio

r_m = rendimento atteso dal mercato azionario

Il **WACC** è invece la media ponderata dei costi delle diverse fonti di finanziamento utilizzate dall'azienda, ossia i debiti, capitale azionario ecc.

$$\text{WACC} = C_d * (1 - t) * D/(E + D) + C_e * E/(E + D)$$

WACC = costo medio ponderato del capitale

$C_d * (1 - t)$ = costo del capitale di debito al netto della fiscalità

C_e = costo dei mezzi propri (Capm)

D = debiti

E = equity (patrimonio netto)

Il β

69

Il beta (β) è il coefficiente che misura il comportamento di un titolo rispetto al mercato, ovvero la variazione che un titolo storicamente assume rispetto alle variazioni del mercato.

Matematicamente, esso è il rapporto tra la covarianza tra i rendimenti dell'asset i-esimo e i rendimenti del portafoglio di mercato e la varianza dei rendimenti di mercato (δ_m). Esso può essere anche definito come:
 $(\sigma_i * \rho_{im}) / \sigma_m$

Dove σ_i è lo scarto quadratico medio dei rendimenti dell'asset i-esimo, ρ_{im} è il coefficiente di correlazione tra i rendimenti dell'asset i-esimo e quelli del mercato ed infine σ_m è lo scarto quadratico medio dei rendimenti del portafoglio di mercato.

Il dato è disponibile sui principali info provider.

Il β per le azioni nel FTSE MIB

70

	TITOLO	ULTIMO PREZZO (euro o punti indice)	EQUITY BETA (*)	VAR. % DA INIZIO 2016	VAR. % NEL 2015
	FTSE MIB	16.891,42		-21,1%	12,7%
1	Banco Popolare	2,19	1,47	-76,9%	27,3%
2	Banca Popolare dell'Emilia-Romagna	3,43	1,40	-51,3%	29,2%
3	Banca Monte dei Paschi di Siena	0,24	1,39	-80,4%	-35,6%
4	Ubi Banca	2,36	1,37	-61,9%	5,2%
5	Banca Popolare di Milano	0,38	1,36	-59,2%	73,8%
6	UniCredit	2,23	1,31	-56,6%	-1,9%
7	Mediobanca	6,54	1,22	-26,4%	34,9%
8	Fca	6,21	1,22	-27,1%	34,6%
9	Intesa SanPaolo	2,04	1,14	-33,8%	30,2%
10	Saipem	0,41	1,11	-56,3%	-14,5%
11	Unipol Gruppo Finanziario	2,42	1,09	-49,1%	20,3%
12	Azimut Holding	13,63	1,09	-40,9%	31,4%
13	Stm	6,83	1,06	9,0%	6,4%
14	Leonardo Finmeccanica	10,33	1,05	-19,9%	66,8%
15	Exor	36,65	1,04	-12,9%	24,7%
16	Telecom Italia	0,82	1,03	-29,8%	33,2%
17	Eni	13,70	1,01	-0,7%	1,1%
18	Buzzi Unicem	19,53	0,99	17,7%	58,5%
19	Mediaset	2,86	0,99	-25,4%	11,9%
20	Banca Mediolanum	6,26	0,98	-14,4%	43,4%
21	Generali Assic	11,25	0,98	-33,5%	3,0%
22	Prysmian Spa	21,99	0,96	8,5%	36,9%
23	Yoox Net-A-Porte	28,52	0,96	-17,5%	87,8%
24	Enel	3,96	0,95	1,6%	8,9%
25	UnipolSai	1,47	0,93	-37,8%	13,9%
26	Ferragamo	20,67	0,92	-5,0%	8,2%
27	Cnh	6,58	0,89	3,8%	-3,0%
28	A2A	1,21	0,84	-3,7%	54,7%
29	FinecoBank	5,41	0,84	-29,1%	68,4%
30	Tenaris	12,64	0,83	15,5%	-9,4%
31	Italcementi (**)	10,57	0,80	3,1%	110,6%
32	Moncler	15,06	0,77	16,6%	17,0%
33	Atlantia	23,16	0,74	-5,5%	31,2%
34	Luxottica Group	43,29	0,73	-28,3%	36,1%
35	Campari Group	9,92	0,73	23,9%	56,8%
36	Snam	5,00	0,70	3,5%	24,3%
37	Terna	4,65	0,68	-2,2%	32,6%
38	Recordati	27,35	0,62	13,5%	92,5%
39	Ferrari Nv	43,40	n.d.	n.d.	n.d.
40	Poste Italiane	6,27	n.d.	-11,8%	5,2%



Che β hanno oggi
Ferrari e Poste italiane?

Quale dei due è
maggiore?

	TITOLO	ULTIMO PREZZO (euro o punti indice)	EQUITY BETA (*)	VAR. % DA INIZIO 2016	VAR. % NEL 2015
	FTSE MIB	16.891,42		-21,1%	12,7%
1	Banco Popolare	2,19	1,47	-76,9%	27,3%
2	Banca Popolare dell'Emilia-Romagna	3,43	1,40	-51,3%	29,2%
3	Banca Monte dei Paschi di Siena	0,24	1,39	-80,4%	-35,6%
4	Ubi Banca	2,36	1,37	-61,9%	5,2%
5	Banca Popolare di Milano	0,38	1,36	-59,2%	73,8%
6	UniCredit	2,23	1,31	-56,6%	-1,9%
7	Mediobanca	6,54	1,22	-26,4%	34,9%
8	Fca	6,21	1,22	-27,1%	34,6%
9	Intesa SanPaolo	2,04	1,14	-33,8%	30,2%
10	Saipem	0,41	1,11	-56,3%	-14,5%
11	Unipol Gruppo Finanziario	2,42	1,09	-49,1%	20,3%
12	Azimut Holding	13,63	1,09	-40,9%	31,4%
13	Stm	6,83	1,06	9,0%	6,4%
14	Leonardo Finmeccanica	10,33	1,05	-19,9%	66,8%
15	Exor	36,65	1,04	-12,9%	24,7%
16	Telecom Italia	0,82	1,03	-29,8%	33,2%
17	Eni	13,70	1,01	-0,7%	1,1%
18	Buzzi Unicem	19,53	0,99	17,7%	58,5%
19	Mediaset	2,86	0,99	-25,4%	11,9%
20	Banca Mediolanum	6,26	0,98	-14,4%	43,4%
21	Generali Assic	11,25	0,98	-33,5%	3,0%
22	Prysmian Spa	21,99	0,96	8,5%	36,9%
23	Yoox Net-A-Porte	28,52	0,96	-17,5%	87,8%
24	Enel	3,96	0,95	1,6%	8,9%
25	UnipolSai	1,47	0,93	-37,8%	13,9%
26	Ferragamo	20,67	0,92	-5,0%	8,2%
27	Cnh	6,58	0,89	3,8%	-3,0%
28	A2A	1,21	0,84	-3,7%	54,7%
29	FinecoBank	5,41	0,84	-29,1%	68,4%
30	Tenaris	12,64	0,83	15,5%	-9,4%
31	Italcementi (**)	10,57	0,80	3,1%	110,6%
32	Moncler	15,06	0,77	16,6%	17,0%
33	Atlantia	23,16	0,74	-5,5%	31,2%
34	Luxottica Group	43,29	0,73	-28,3%	36,1%
35	Campari Group	9,92	0,73	23,9%	56,8%
36	Snam	5,00	0,70	3,5%	24,3%
37	Terna	4,65	0,68	-2,2%	32,6%
38	Recordati	27,35	0,62	13,5%	92,5%
39	Ferrari Nv	43,40	n.d.	n.d.	n.d.
40	Poste Italiane	6,27	n.d.	-11,8%	5,2%

Il β



72

Utilizzando Yahoo Finance vediamo che

β Ferrari = 1,22

β Poste italiane = 1

Il titolo Ferrari è inteso come più rischioso rispetto a Poste Italiane

I tre metodi utilizzati

73

Metodi finanziari analitici: caratterizzati dal fatto che la previsione dei flussi di cassa avviene anno per anno in modo analitico e in altre parole sino al termine della durata dell'azienda. Si applica in ipotesi di relativa prevedibilità dei flussi.

Metodi finanziari sintetici: si applicano per previsioni su archi temporali a lungo periodo e si qualificano come sintetici proprio perché si fondano sulla costanza di alcuni dati quali i flussi di cassa, i redditi netti, i tassi di capitalizzazione. Questo metodo si applica nell'ipotesi che l'azienda si trovi in situazione di equilibrio finanziario duraturo.

Metodi finanziari analitici con terminal value: il metodo analitico con terminal value è di gran lunga il più utilizzato perché risolve il problema della previsione dei flussi. In pratica si procede ad una stima analitica dei flussi di annuali per un breve arco temporale (normalmente tra i 4 e i 7 anni) mentre per il restante periodo si effettua una stima sintetica. Il valore del capitale quindi è dato dalla somma dei flussi di cassa e dal terminal value.