



L'analisi fondamentale

Parte 2: L'analisi fondamentale valuta la solidità patrimoniale e la redditività di un'azienda

» In questa seconda parte analizzeremo il posizionamento competitivo di una azienda unitamente ad alcune variabili qualitative fondamentali quali il management e la governance.



Gianni Mattioli

Gianni Mattioli è Ingegnere con Master in Business Administration alla Columbia University. Ha lavorato in San Paolo Invest, KPMG Advisory ed è stato vice presidente della Citibank. Opera al Nasdaq da molti anni come investitore ed advisor. Privilegia l'analisi fondamentale con attenzione al metodo Value Investing. È autore del servizio Nasdaq Professional su www.traders-cup.it

✉ mattiolitrade@outlook.com

Analisi di mercato e posizionamento competitivo

Sono importanti nell'analisi fondamentale:

- la conoscenza del mercato in cui la società opera;
- il suo posizionamento competitivo.

Vi sono molti metodi per effettuare una analisi di mercato. In questo caso abbiamo selezionato il metodo di David A. Aaker che unisce la semplicità all'efficacia. Il metodo consta di 7 punti:

1. Le dimensioni del mercato - Market size. In questa sezione si analizzano le dimensioni presenti e future del

mercato di riferimento, ovvero l'entità della domanda attuale e le sue potenzialità.

- Le tendenze del mercato - Market trends. È importante capire i possibili cambiamenti quali: cambiamenti economici, sociali, legali, politici, legislativi, nuove tecnologie, sensibilità al prezzo, cambiamenti nella domanda di prodotto.
- Il tasso di crescita - Market growth. Oltre ad estrapolare il tasso di crescita del passato e proiettarlo nel futuro è importante verificare la possibile creazione di prodotti/servizi complementari che possono aumentare le dimensioni del mercato. Particolare attenzione deve essere riposta nei mercati maturi che sono prossimi alla saturazione.
- La redditività del mercato - Market profitability. Questo è un aspetto fondamentale per valutare il valore di una società basato sulla sua capacità reddituale prospettica. Michael Porter, noto esperto di strategie aziendali ed autore del best-seller "Competitive advantage" ha sviluppato un modello chiaro ed efficace per valutare la redditività di un mercato. Il modello è basato su 5 punti chiave, da cui il nome "Modello delle 5 forze". L'autore sostiene che la redditività di un mercato è influenzata da:
 - Potere dei clienti-Buyer power;
 - Potere dei fornitori-Supplier power;
 - Barriere di entrata nel mercato-Barriers to entry;
 - Minacce di prodotti sostitutivi-Threat of substitute products;
 - Concorrenza-Rivalry among firms in the industry.

- La struttura dei costi-Industry cost structure. In questo caso è importante identificare la catena del valore del mercato/prodotto in cui la società oggetto dell'analisi è attiva. È cioè se la società è attiva nel segmento della catena dove si genera il maggior valore aggiunto oppure no. Questo ha importanti conseguenze sulla stabilità e redditività della società nel tempo.
- I canali di distribuzione-Distribution channels. I canali di distribuzione sono di fondamentale importanza per i beni di largo consumo, meno per i prodotti durevoli. Una società che ha forti canali di distribuzione è più "vicina" al cliente. Questo è tipico di società con un forte brand, marchio.

- I fattori di successo-Key success factors. In ogni azienda, e per ogni prodotto, esistono dei fattori chiave di successo. Alcuni esempi:
 - Capacità di conseguire economie di scala;
 - Accesso ai migliori canali di distribuzione;
 - Innovazione tecnologica.

In relazione al posizionamento competitivo si può utilizzare il metodo SWOT, e cioè:

- Strengths-Punti di forza;
- Weaknesses-Punti di debolezza;
- Opportunities-Opportunità di mercato;
- Threats-Ostacoli.

Nella figura 1 viene rappresentata l'analisi Swot.

Sul lato sinistro della figura sono indicate le varie aree aziendali e le loro caratteristiche.

Sul lato destro sono individuati i punti di forza, debolezza, opportunità e minacce della società e della sua organizzazione interna in relazione al mercato.

Alcune considerazioni finali su:

F1) Analisi di mercato: metodo S.W.O.T.



Sul lato sinistro della figura sono indicate le varie aree aziendali e le loro caratteristiche. Sul lato destro sono individuati i punti di forza, debolezza, opportunità e minacce della società e della sua organizzazione interna in relazione al mercato.

Fonte: Albert Humphrey – Stanford University

- Clienti;
- Quote di mercato;
- Competizione.

Clienti: è importante verificare il numero dei clienti di cui dispone la società oggetto dell'analisi. Società con pochi clienti sono meno stabili e più a rischio. Si pensi ad una azienda che fornisce materiale militare al Governo. Un cambiamento di legislazione può azzerare il fatturato. Negli USA, le società hanno l'obbligo nella dichiarazione annuale 10K di indicare se e quali clienti rispondono per valori importanti di fatturato.

Quote di mercato: una società che dispone di importanti quote di mercato può creare delle barriere di ingresso per impedire l'entrata di altre società. Inoltre con alte quote di mercato si possono influenzare i prezzi e raggiungere più facilmente significative economie di scala.

Competizione: quando in un mercato esiste molta competizione è difficile avere la capacità di variare i prezzi.

Quando esiste una alta competizione diminuiscono anche le alternative; un esempio chiaro di ciò è costituito dalla Wal-Mart leader assoluto della distribuzione USA. La sua posizione è talmente dominante che è la Wal-Mart stessa a stabilire il prezzo ai suoi fornitori e non viceversa.

Una volta individuato il posizionamento competitivo di una azienda nel proprio mercato di riferimento, è importante verificare la strategia aziendale. Nella figura 2 viene riportato un esempio di strategia aziendale derivante dall'origine del vantaggio competitivo in relazione al tipo di mercato in cui l'azienda opera.

L'autore del modello, Michael Porter, con questa relazione individua 4 scenari possibili in funzione dell'origine del vantaggio competitivo, se di costo o differenziazione e se la società opera in un ampio mercato oppure ristretto.

Il management

È ovvia l'importanza del management nella performance e nel futuro di una azienda. Non è comunque semplice saper giudicare il management aziendale. Di seguito vengono indicati alcuni criteri che possono aiutare a riguardo. Web site: ogni società USA quotata ha il suo web site dove sono elencati i propri top managers ed i relativi curriculum.

Conference calls: ogni trimestre il management delle società USA quotate è chiamato ad una conferenza stampa per illustrare l'andamento societario. Oltre ad enunciare dati economici e finanziari, viene aperta una sessione di domande e risposte (questions and answers session) dove vengono esplicitati i punti richiesti dagli analisti finanziari presenti.

MD&A: il Management Discussion and Analysis, contenuto nel rapporto societario annuale 10K, è un'altra fonte di informazioni preziosa che mostra la qualità del management societario.

Proprietà e vendite interne: quando il management di una società è anche azionista, ciò prelude ad una maggior dedizione e impegno verso l'azienda. È il caso di Bill Gates, Warren Buffett e Michael Dell. Lo fu anche di Steve Jobs. Al contrario occorre dubitare quando il management azionista inizia a vendere quote sostanziali della società. Tale fenomeno deve essere comunque segnalato alla SEC e quindi di facile individuazione.

Durata dell'incarico manageriale: maggiore la longevità di un manager in una azienda e maggiori sono le probabilità che sia un buon manager che soddisfi le esigenze degli azionisti.

Un esempio è costituito da Jack Welch, già CEO della General Electric per oltre 20 anni. Welch è da tutti considerato uno tra i migliori corporate managers che gli USA abbiano mai avuto, avendo trasformato la General Electric nel colosso internazionale di successo che tutti conosciamo oggi.

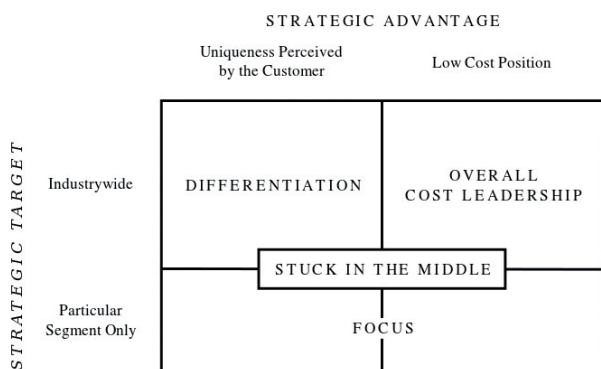
La governance

La governance societaria è divenuto un tema di fondamentale importanza visti i numerosi scandali che hanno coinvolto ultimamente aziende di tutti i paesi.

Negli USA i casi della Enron, Worldcom ed Imclone hanno lasciato un profondo solco nella financial community americana. Si presta quindi sempre più attenzione alla governance.

La governance sono una serie di norme e regolamenti interni di una società per assicurare che ci siano i dovuti equilibri e controlli atti a prevenire condotte irregolari o illegali da parte del management. Ciò in accordo con la legislazione vigente. Negli USA società ed organizzazioni

F2) Strategie aziendali



Il grafico mostra i 4 scenari possibili in funzione dell'origine del vantaggio competitivo, se di costo o differenziazione e se la società opera in un ampio mercato oppure ristretto.

Fonte: Michael Porter

Una società con dei buoni fondamentali quantitativi ma che ha un management mediocre non potrà avere un futuro brillante

come Standard & Poor's pubblicano dei reports periodici su come le società oggetto del report esercitano la governance al proprio interno.

In genere una buona governance poggia sui seguenti elementi:

- struttura del consiglio di amministrazione (Board of Directors);
- diritti degli azionisti (shareholders' rights);
- trasparenza delle informazioni finanziarie (transparency).

Consiglio di Amministrazione (Board of Directors)

La parola chiave nel CdA è l'indipendenza, ovvero non avere altri interessi che non siano quelli degli azionisti.

È bene peraltro che il CdA sia composto da membri interni alla società ma anche da membri esterni per garantire una pluralità di vedute ed una maggior indipendenza.

Negli USA le caratteristiche ed esperienze di ciascun membro del Board of Directors è riassunto nel documento denominato DEF14A disponibile presso la Security and Exchange Commission.

Diritti degli azionisti (Shareholders' rights)

Una buona governance garantisce i diritti degli azionisti non solo nei comportamenti e decisioni aziendali ma anche rendendo disponibili ampi spazi di intervento nelle assemblee annuali e nelle conference calls trimestrali.

In relazione alla tutela degli azionisti è altresì importante che una società disponga di misure adeguate per prevenire scalate ostili (hostile takeovers) che possono provocare repentini cambiamenti di parte della proprietà e del management. Tali misure precauzionali contro i takeovers sono note come poison pills (pillole avvelenate) che rendono le scalate ostili, più difficili e costose.

Trasparenza delle informazioni finanziarie (Transparency)

La trasparenza delle informazioni finanziarie è "condicio sine qua non" per una buona governance. Oltre la tra-

F3) La governance



Il grafico mostra gli elementi fondamentali per una corretta governance societaria.
Fonte: Harvard Business Review

sparenza è importante la puntualità e la chiarezza delle informazioni fornite affinché gli azionisti ed investitori possano seguire agevolmente l'operato del management aziendale.

Nella figura 3 vengono riportate alcune delle caratteristiche che una buona governance deve avere.

Il bilancio societario

Nell'effettuare l'analisi fondamentale non si può prescindere da una attenta ed approfondita analisi della rendicontazione economico-finanziaria della società. Laddove questo sarà estesamente affrontato ed illustrato nel prossimo articolo, si ritiene utile in questa fase effettuare un breve excursus per introdurre i principali elementi.

Gli elementi che compongono l'insieme delle informazioni economico-finanziarie di una società sono principalmente 3:

1. Lo Stato Patrimoniale – Balance Sheet. Lo stato patrimoniale illustra le attività (assets), passività (liabilities) ed il capitale sociale (shareholders' equity) di una società. L'equazione che collega questi 3 elementi

T1) Calcolo del cash flow

CALCOLO DEL FLUSSO DI CASSA		CASH FLOW CALCULATION	
	UTILE NETTO		NET INCOME
+	AMMORTAMENTI/SVALUTAZIONI	+	AMORTIZATION/DEPRECIATION
-	DELTA CAPITALE CIRCOLANTE	-	CHANGES IN WORKING CAPITAL
-	SPESE C/CAPITALE	-	CAPITAL EXPENDITURES
=	FLUSSO DI CASSA	=	FREE CASH FLOW

La tabella mostra il calcolo del flusso di cassa

Fonte: elaborazione dell'autore

esempio di calcolo del cash flow.

A completamento della breve illustrazione sugli elementi di rendicontazione societaria citiamo di nuovo l'importanza del MD&A, il management discussion and analysis incluso nel bilancio annuale. Unitamente segnaliamo l'utilità delle "appendici" (footnotes) che vengono inserite in calce al bilancio depositato presso la Security and Exchange Commission. Nelle annotazioni sono contenute informa-

è la seguente: $\text{Attività} = \text{Passività} + \text{Capitale Sociale}$ (Assets = Liabilities + Shareholders' Equity). Nelle attività sono ricompresi le disponibilità liquide (cash), i crediti (accounts receivable), il magazzino (inventory), i macchinari (machinery), gli immobili (buildings). Dall'altro lato dell'equazione sono ricomprese le fonti utilizzate dalla società per acquisire le attività: i debiti verso terzi (accounts payable, banks) ed il capitale sociale (shareholders' equity) ovvero i debiti verso i soci. Lo stato patrimoniale illustra la situazione della società in uno specifico momento, al pari di una fotografia, che coincide con la chiusura dell'esercizio, normalmente il 31 dicembre.

- Il Conto Economico (Income Statement). Il conto economico illustra le attività societarie nel periodo di riferimento. In particolare vengono presentati i ricavi (revenues), costi (costs), ed utili (profits).
- Flusso di Cassa – Cash Flow. Il flusso di cassa indica le entrate e le uscite di denaro dalla società (cash inflows e outflows). Tipicamente il flusso di cassa specifica il seguente:
 - Flusso di cassa dalle operazioni – Operating cash flow (OCF): è il flusso di denaro generato dalle attività aziendali.
 - Flusso di cassa dagli investimenti – Cash flow from investing (CFI): il denaro usato dalla società per investimenti unitamente a quello proveniente dalla vendita di immobili, partecipazioni o altro.
 - Flusso di cassa da attività finanziarie – Cash flow from financing (CFF): è il denaro ottenuto o usato in attività finanziarie.

Molti analisti americani osservano il cash flow con particolare attenzione poiché è ritenuto il più affidabile tra i 3 tipi di rendicontazione societaria. È opinione diffusa infatti che sia più difficile manipolare la quantità di denaro entrato o uscito da una società rispetto alla relativa facilità con cui si possono manipolare valori nello stato patrimoniale o nel conto economico. Nella tabella 1 viene riportato un

zioni importanti quali:

- Il metodo contabile utilizzato - (accounting methods. Spiega nel dettaglio il metodo usato per valutare alcune voci importanti del bilancio quali ad esempio il magazzino (a valori di acquisto o di mercato).
- Approfondimenti specifici – Disclosures. Ci sono alcune voci che normalmente non vengono approfondite nei bilanci ma che lo sono nelle appendici. Ad esempio dati aggiuntivi circa i debiti a lungo termine (long term debts): scadenza (maturity), tasso di interesse (interest rate).

L'auditing

Ogni società quotata ha l'obbligo di avere i propri bilanci certificati da una società di auditing. L'attività degli auditors ha lo scopo di analizzare il bilancio societario e verificarne l'integrità.

La relazione degli auditors si compone di 3 paragrafi:

- Paragrafo 1: riassume le responsabilità degli auditors e elenca le parti del bilancio che sono state oggetto dell'auditing.
- Paragrafo 2: riassume come i General Accepted Accounting Principles sono stati applicati ed in quali sezioni del bilancio.
- Paragrafo 3: gli auditors esprimono la propria opinione sui bilanci societari.

Conclusioni

Nel primo articolo abbiamo approfondito alcuni principi e regole del mercato mobiliare USA. Abbiamo anche illustrato il funzionamento del modello di business di una società. In questa parte abbiamo analizzato alcune variabili qualitative dell'analisi fondamentale ma che sono di primaria importanza quali il posizionamento strategico di una azienda, il management e la governance.

Nei prossimi 2 articoli vedremo in dettaglio le variabili quantitative dell'analisi fondamentale quali i bilanci societari ed i flussi di cassa con i relativi indici finanziari.