



# L'analisi fondamentale

“La ricerca dei fondamentali” di una società

» L'analisi fondamentale valuta la solidità patrimoniale e la redditività di un'azienda. Negli Usa è facilitata dalla grande quantità di informazioni disponibili e da regole consolidate. Vediamo come sviluppare una analisi fondamentale su una società quotata al Nasdaq o NYSE.



**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](http://www.traders-cup.it)

✉ [mattiolitrade@outlook.com](mailto:mattiolitrade@outlook.com)

## Note introduttive

L'analisi fondamentale è la colonna portante di un investimento in azioni. Concettualmente si può riassumere come “la ricerca dei fondamentali” di una società. Questo è il primo di una serie di 4 articoli i cui contenuti sono descritti nella tabella 1 e che illustreranno le modalità di analisi di un titolo quotato al Nasdaq o al NYSE.

In principio l'analisi fondamentale consta di 2 parti:

- l'analisi quantitativa
- l'analisi qualitativa

L'analisi quantitativa si basa principalmente sull'analisi dello stato patrimoniale, conto economico, flusso di cassa oltre ad una serie di considerazioni sul mercato.

L'analisi qualitativa si riferisce ai beni intangibili della società:

- beni intangibili non separabili: goodwill (avviamento) e cioè il marchio, la reputazione, le proprietà intellettuali, etc.
- beni intangibili separabili: brevetti, copyrights, trademarks, etc.

Questi fattori non sempre sono di facile quantificazione ma, in alcuni casi, sono imprescindibili. Nel valutare la Coca-Cola non si può prescindere dal valore del brand ossia del marchio. Analogamente nell'analizzare la Microsoft non si può prescindere dal valore della sua tecnologia, indipendentemente dai dati economici-finanziari presenti e futuri.

L'analisi fondamentale deve rispondere alle 5 domande fondamentali:

1. Se la società è in utile.
2. Se la società è in crescita.
3. La posizione competitiva presente e futura in relazione alla concorrenza.
4. La capacità di ripagare i debiti.
5. La qualità del management e la governance societaria.

Ovviamente ci sono una serie di altri quesiti che verranno analizzati in dettaglio nel seguito.

### **La Security and Exchange Commission -S.E.C.-**

La Security and Exchange Commission è l'organismo responsabile per l'applicazione delle leggi che regolano il mercato mobiliario americano.

La SEC ha sede a Washington, impiega 3800 funzionari e possiede 11 filiali negli USA.

Si compone di 5 commissari nominati dal presidente degli Stati Uniti.

La SEC fu creata nel 1934, sotto la presidenza di Franklin D. Roosevelt, a seguito della grande depressione americana del 1929. Il primo presidente della SEC fu Joseph P. Kennedy, padre del presidente John F. Kennedy.

La SEC è attualmente responsabile per l'amministrazione delle 7 leggi americane che regolamentano il settore dei valori mobiliari:

- Securities Act del 1933,
- Securities Exchange Act del 1934,
- Trust Indenture Act del 1939,
- Investment Company Act del 1940,
- Investment Advisers Act del 1940,
- Sarbanes-Oxley Act del 2002,
- Credit Rating Agency Reform Act del 2006.

In funzione dell'autorità concessa dal Congresso americano, la SEC conduce azioni civili contro individui o società accusati di false informazioni sociali, insider trading o al-

tre violazioni delle vigenti leggi che regolano il mercato mobiliare. La SEC collabora anche nella applicazione delle leggi per reati penali.

La SEC esige che le società quotate presentino:

- una relazione trimestrale (quarterly report), sull'andamento economico-finanziario della società. Tale relazione è denominata "form 10 Q";
- una relazione annuale (annual report) sull'andamento economico-finanziario della società. Tale relazione è denominata "form 10 K";
- un MD&A, Management Discussion and Analysis, ovvero una analisi e relazione del management aziendale sull'andamento e performance della società nell'anno in oggetto. Al contempo il management illustra le previsioni e gli obiettivi per l'anno futuro.

Allo scopo di rendere le informazioni omogenee, la SEC amministra una banca dati denominata EDGAR, Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system, sistema di Raccolta Recupero ed Analisi di Dati. Il sistema è online e può essere consultato da tutti gli investitori. In EDGAR è possibile inserire suggerimenti o reclami per permettere alla SEC di intervenire ed impedire il protrarsi di comportamenti illeciti da parte di società o persone fisiche nel settore mobiliare. In sintesi: le relazioni trimestrali 10 Q, le relazioni annuali 10K, l'MD&A ed il sistema EDGAR costituiscono un valido insieme di dati su cui basarsi per una buona analisi fondamentale.

### **I General Accepted Accounting Principles - GAAP-**

I General Accepted Accounting Principles, Gaap, sono un complesso di principi contabili, norme e procedure che le società statunitensi devono seguire nella stesura delle proprie rendicontazioni economico-finanziarie.

I Gaap garantiscono maggiore chiarezza e trasparenza nelle informazioni oltre a facilitare il confronto tra informazioni e dati di diverse società.

I Gaap sono stabiliti dal FASB, Federal Accounting Standards Board.

A livello internazionale l'organismo corrispondente è il International Accounting Standards Board, IASB. Le norme stabilite a livello internazionale sono gli IFRS, International Finance Reporting Standards. Le due istituzioni collaborano dal 2002. Dal 2005 tutte le società europee quotate devono adottare gli IFRS e dal 2007 le società non statunitensi che vogliono quotarsi negli USA non hanno più necessità di rispondere ai requisiti dei Gaap, provato che ottemperino ai requisiti degli IFRS.

Ciò ha consentito una grande semplificazione a livello internazionale.

I Gaap considerano le transazioni per competenza e non in base al passaggio di denaro. Un esempio tipico è costi-

tuito dalla firma di un assegno: in base ai Gaap l'importo dell'assegno viene dedotto dal saldo all'atto della firma senza attendere il momento dell'incasso dello stesso.

Nella figura 1 viene rappresentato il flusso di informazioni che porta alla creazione dei Gaap.

### I Non-Gaap

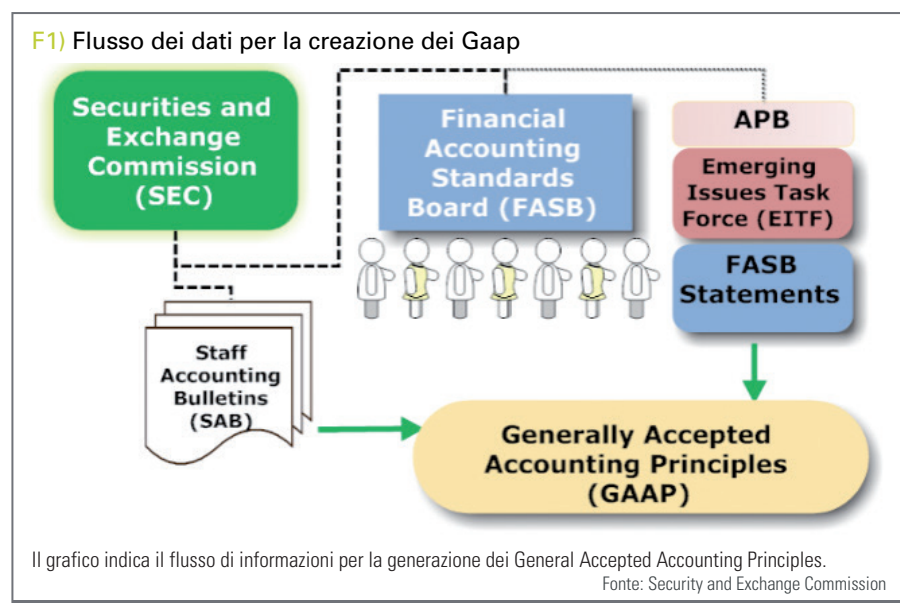
Alcuni manager americani ritengono che, oltre alla presentazione dei dati seguendo i Gaap, l'utilizzo del metodo basato sul flusso di denaro, "on cash basis" rappresenti un modo più accurato per presentare la performance azien-

dale. Questo significa gli utili aziendali vengono calcolati prima di operazioni che non prevedono l'utilizzo di cash.

Alcune voci che differenziano il metodo Gaap dal non-Gaap sono le stock options ai dipendenti, ammortamenti e svalutazioni.

Secondo questo metodo gli utili aziendali sono rappresentati da EBITDA ovvero Earnings Before Interests Taxes Depreciation and Amortization: utili prima degli interessi, imposte, svalutazioni e ammortamenti.

Una società utilizza il metodo non-Gaap per enfatizzare il cash flow ed è il motivo per cui l'EBITDA è presentato nei bilanci.



Poiché il metodo non-Gaap elimina alcune voci non-cash che rappresentino costi per l'azienda quali gli ammortamenti e le svalutazioni, gli utili risultanti con il metodo non-Gaap sono generalmente superiori a quelli calcolati con il metodo Gaap.

Nella figura 2 è presentato il raffronto tra i due metodi per Facebook relativi agli esercizi dal 2011 al 2013.

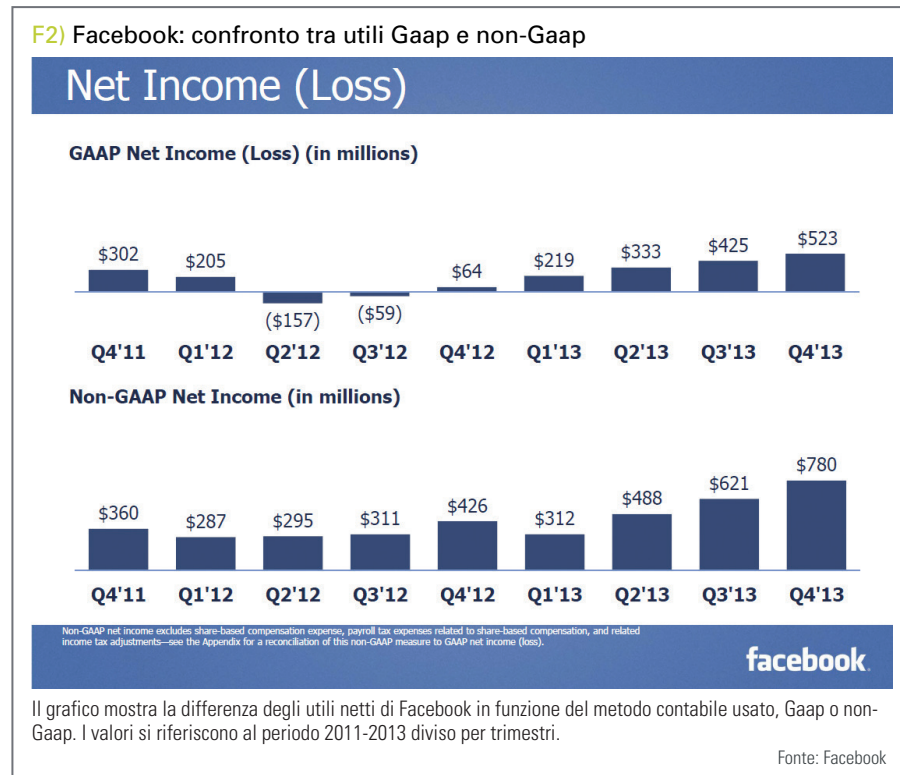
Laddove i due metodi coesistano, la SEC esige la presentazione di una riconciliazione tra loro.

### Il Book, Market ed Intrinsic Value

L'analisi fondamentale assume particolare rilevanza quando si vuole stabilire il valore di una società.

Ci sono infatti 3 possibili valori, in funzione del metodo usato:

- **Book Value (Valore di libro)** anche noto come Net Book Value. Questo valore si ottiene deducendo dall'attivo patrimoniale i valori intangibili quali avviamento, marchi, brevetti (goodwill, brand, patents) ed il passivo aziendale, individuando quindi il patrimonio netto, ovvero i mezzi propri della società (shareholders' equity). Il book value è anche noto come valore di liquidazione, liquidation value, ovvero il valore che gli azionisti riceverebbero in caso di liquidazione della società. Nella tabella 2 viene riassunto il calcolo del book value di una società. Tale valutazione non tiene quindi conto di numerosi fattori intangibili che in molti casi possono essere determinanti nel valore di una società. Ciò è particolar-



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

mente vero per le società quotate al Nasdaq come Apple, Microsoft o le società di biotecnologia nel cui valore hanno grande importanza i brevetti, i marchi, il brand, le proprietà intellettuali e le tecnologie.

- **Market Value (Valore di Mercato).** Tale valore si ottiene moltiplicando il valore di borsa del titolo per il numero delle azioni emesse. Tale valutazione può essere soggetta a significative distorsioni dovute al momentaneo sentimento del mercato verso la società: ottimista o pessimista in funzione di accadimenti recenti e/o a situazioni specifiche del mercato dovuti a fattori esogeni che poco o nulla hanno a che vedere con la reale situazione presente e futura della società in oggetto.
- **Intrinsic Value (Valore Intrinseco)** ovvero il valore reale della società. È il valore finale a cui si arriva a seguito di una attenta analisi dei fondamentali della società.

Come vedremo in seguito, ciò si compone di una analisi quantitativa e qualitativa delle variabili che compongono il valore della società.

A titolo di esempio possiamo dire che una società con dei buoni fondamentali quantitativi ma che ha un management mediocre non potrà avere un futuro brillante. È anche vero il viceversa. Warren Buffett è solito dire che è improduttivo collocare un ottimo management in una società che ha dei fondamentali mediocri.

Nel medio-lungo periodo il mercato riconoscerà il "vero valore", "l'Intrinsic Value" di una società. È una questione di tempo ma il Market Value e l'Intrinsic Value sono destinati a coincidere nel tempo. L'investitore attento deve acquistare quando il valore di mercato del titolo è inferiore al valore intrinseco ed attendere che aumenti fino a raggiungere il vero valore, l'Intrinsic Value della società. Nella tabella 3 sono presentati gli scenari e le raccomandazioni per l'acquisto o vendita di un titolo in funzione dei valori di mercato e valore intrinseco.

Facciamo ora alcune considerazioni sul rapporto tra Price

## T1) I contenuti di una analisi fondamentale

1° PARTE	2° PARTE	3° PARTE	4° PARTE
NOTE INTRODUTTIVE: LA SECURITY AND EXCHANGE COMMISSION, SEC	L'ANALISI DI SETTORE IL MANAGEMENT	ANALISI DELLO STATO PATRIMONIALE ESEMPLI:	IL FLUSSO DI CASSA
I GENERAL ACCEPTED ACCOUNTING PRINCIPLES, GAAP	LA GOVERNANCE IL BILANCIO DI ESERCIZIO	* FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES * MICROSOFT CORPORATION	INDICI FINANZIARI: * DI REDDITIVITA'
BOOK, MARKET e INTRINSIC VALUE IL MODELLO DI BUSINESS	L'AUDITING		* DI LIQUIDITA' * DI EFFICIENZA * LEVA FINANZIARIA
		ANALISI DEL CONTO ECONOMICO ESEMPLI: * FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES * MICROSOFT CORPORATION	* DI CRESCITA METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE

La tabella elenca i contenuti di una analisi fondamentale. L'esposizione dei contenuti sarà oggetto di 4 articoli che verranno pubblicati in sequenza su Traders' Magazine Italia.

Fonte: elaborazione dell'autore

## T2) Calcolo del Book Value

ASSETS- INTANGIBLES- <u>LIABILITIES =</u> BOOK VALUE	ATTIVO - BENI INTANGIBILI- <u>PASSIVO =</u> VALORE DI LIBRO

La tabella indica il calcolo del book value, il valore di libro, di una società.

Fonte: elaborazione dell'autore

## T3) Raccomandazioni per l'acquisto o vendita di un titolo in funzione del suo valore

VALUE	RECOMMENDATION
MARKET VALUE < INTRINSIC VALUE	BUY
MARKET VALUE = INTRINSIC VALUE	SELL
MARKET VALUE > INTRINSIC VALUE	NO ACTION

La tabella mostra l'indicazione per l'acquisto o vendita di un titolo in funzione del rapporto tra il suo market value e intrinsic value.

Fonte: elaborazione dell'autore

(prezzo) e Book Value (valore di libro), di seguito denominato P/B, con relativi esempi societari.

Come abbiamo visto, il Book Value non include i beni intangibili di una società. In molti casi tali beni hanno un valore molto elevato. Prendiamo ad esempio il caso della Coca-Cola. Il rapporto P/B della Coca-Cola si aggira sempre tra 4 e 5 ossia il Price della società è stimato in 4 o 5 volte il Book Value (valore di libro). Ciò in funzione del fatto che i beni intangibili della società quali il marchio, i

## T4) Il modello di business

<b>PARTNERS</b>	<b>ATTIVITA'</b>	<b>OFFERTE</b>	<b>RELAZIONE</b>	<b>SEGMENTI</b>
<b>PRINCIPALI</b>	<b>PRINCIPALI</b>	<b>DI VALORE</b>	<b>CON I CLIENTI</b>	<b>DELLA CLIENTELA</b>
<i>(KEY PARTNERS)</i>	<i>(KEY ACTIVITIES)</i>	<i>(VALUE PROPOSITIONS)</i>	<i>(CUSTOMER RELATIONSHIP)</i>	<i>(CUSTOMER SEGMENTATION)</i>
Quali sono i principali partners?	Quali attività sono richieste	Che valore aggiunto consegnamo	Che tipo di relazione abbiamo	Per chi creiamo valore aggiunto?
Quali sono i principali fornitori?	dalla nostra offerta?	al cliente?	con il nostro cliente ?	Chi sono i principali clienti?
Risorse principali dai partners?	Quali canali di distribuzione?	Quali problemi del cliente risolviamo ?	Quante ne abbiamo stabilite?	Agiamo in mercato di massa,nicchia,
Quali sono le principali attività dei partners?	Quale relazione con i clienti?	Quali insiemi di prodotti e servizi offriamo?	Sono integrate con il nostro business model?	o segmentato?
	Quali ricavi sono previsti?	Quali necessità dei clienti soddisfiamo?	Quale è il loro costo?	
<b>RISORSE</b>	<b>CANALI</b>	<b>STRUTTURA</b>	<b>FLUSSO</b>	
<b>PRINCIPALI</b>		<b>DEI COSTI</b>	<b>DEI RICAVI</b>	
<i>(KEY RESOURCES)</i>	<i>(CHANNELS)</i>	<i>(COST STRUCTURE)</i>	<i>(REVENUE STREAM)</i>	
Quali risorse richiede la nostra proposta?	Come raggiungiamo i clienti?	Quali sono i costi più importanti?	Per cosa i clienti sono disponibili a pagare?	
I nostri canali di distribuzione?	I canali sono integrati?	Quali risorse sono più costose?	Come stanno pagando?	
Le relazioni con i clienti?	Quali funzionano meglio?	Quali attività sono più costose?	Come preferirebbero pagare?	
	Quali sono i più economici?			

La tabella sintetizza le 9 componenti del modello di business proposto, unitamente ai quesiti sul contenuto di ogni componente.

Fonte: Prof. Alex Osterwalder e elaborazione dell'autore

## T5) Elementi del valore

<b>SMARTPHONES</b>	<b>SMARTPHONES</b>
QUALITY	QUALITÀ
REDUCES EFFORT	RIDURRE SFORZI
ORGANIZES	VARIETÀ
CONNECT	ORGANIZZAZIONE
	CONNETTIVITÀ
<b>TV SERVICE PROVIDERS</b>	<b>SERVIZI TV</b>
QUALITY	QUALITÀ
VARIETY	VARIETÀ
REDUCES COST	RIDUZIONE COSTI
DESIGN/AESTHETICS	DESIGN/ESTETICA
FUN/ENTERTAINMENT	INTRATTENIMENTO
<b>FOOD/BEVERAGES</b>	<b>CIBO/BEVANDE</b>
QUALITY	QUALITÀ
SENSORY APPEAL	RICHIAMO SENSORIALE
VARIETY	VARIETÀ
DESIGN/AESTHETICS	DESIGN/ESTETICA
THERAPEUTIC VALUE	VALORE TERAPEUTICO
<b>CONSUMER BANKING</b>	<b>BANCHE</b>
QUALITY	QUALITÀ
PROVIDE ACCESS	ACCESSIBILITÀ
HEIRLOOM	STABILITÀ
AVOIDS HASSLES	ELIMINARE FASTIDI
REDUCE AXIETY	RIDURRE ANSIA

La tabella indica quali valori sono preponderanti in 4 tipologie di prodotto e servizi: smartphones, servizi tv, cibi e bevande, banche.

Fonte: Harvard Business Review/Bain & Company e elaborazione dell'autore

canali di distribuzione, la posizione competitiva, hanno un alto valore e sono considerati importanti per la produzione futura degli utili societari.

Per motivi analoghi altre società hanno un rapporto P/B elevato: citiamo ad esempio la Johnson&Johnson, Procter&Gamble, PepsiCola. Per motivi che si riferiscono più alla tecnologia, società che hanno un rapporto P/B superiore a 4 sono, ad esempio Apple, Microsoft e Oracle. Considerazioni diverse valgono per il settore bancario. Poiché gli attivi, gli assets, di una banca sono costituiti principalmente da crediti, la parte intangibile è minima. Ovvero 1 dollaro o 1 euro di attivo vale all'incirca 1 dollaro o 1 euro. Per questo molte banche hanno un rapporto P/B prossimo ad 1. Wells Fargo ha un P/B pari a 1,5, Bank of America 0,9, Credit Suisse un P/B pari a 0,7. Nei momenti di economia debole tali società, in funzione di un deterioramento della qualità dei crediti, possono avere un P/B addirittura inferiore ad 1, giacché la perdita del valore degli attivi, assets, non è arginata dal valore dei beni intangibili perché di relativa entità economica.

Il rapporto P/B è utile per confrontare società che agiscono nello stesso settore ma non per società che operano in settori diversi vista la diversità delle variabili in essere. Per concludere questa sezione, segnalo che le società che dispongono di un valore elevato di beni intangibili hanno la capacità di generare proporzionalmente utili più elevati rispetto a società con bassi valori degli stessi. Tale capacità è riflessa nel ROA, Return on Assets, mentre il ROA di società come Coca-Cola è di circa l'8%, il ROA di Wells Fargo è di circa l' 1,5%.

# » Warren Buffett: è improduttivo collocare un ottimo management in una società che ha dei fondamentali mediocri «

## Il modello di business

Sono state proposte molte definizioni riguardo il significato del termine "modello di business", "business model".

In sostanza il modello di business è il modo in cui una azienda genera ricavi ed utili dalla propria attività. Un modello di business può essere strutturato in vari modi. Un metodo esaustivo e comprensibile è quello ideato dal Prof. Alex Osterwalder.

Tale modello si compone di 9 campi, come rappresentato nella tabella 4. Nell'ordine:

1. **Partners principali (Key partners).** Contiene le principali attività terzerizzate e le risorse provenienti dall'ambiente esterno.
2. **Attività principali (Key activities).** Sono le attività necessarie per arrivare a costruire l'offerta di valore.
3. **Offerte di valore (Value propositions).** È ciò che l'azienda offrirà al mercato e che avrà valore per i clienti.
4. **Relazione con i clienti (Customer relationship).** Come la società si relazionerà con ciascun segmento della clientela.
5. **Segmenti della clientela (Customer segmentation).** Quali segmenti di clientela sarà oggetto della società.
6. **Risorse principali (Key resources).** Sono le risorse necessarie per espletare le attività principali.
7. **Canali (Channels).** Come il cliente acquista e riceve il prodotto/servizio.
8. **Struttura dei costi (Cost structure).** Sono i costi necessari affinché l'intera struttura funzioni.
9. **Flusso dei ricavi (Revenue stream).** Sono le forme per ottenere ricavi per mezzo della proposta del valore.

È di fondamentale importanza che nel campo Value Propositions (Offerte di valore) la società inserisca i valori verso i quali i potenziali clienti siano realmente sensibili nel settore specifico.

Uno studio effettuato da Eric Almquist e Nicolas Bloch di Bain & Company, e pubblicato sulla Harvard Business Review, mostra i valori verso i quali i consumatori dimostrano maggiore sensibilità in funzione del tipo di settore. Nella tabella 5 vengono riportati tali valori relativi al settore degli smartphones, cibi e bevande, tv e banche.

Il modello di business di una azienda non sempre è stabile nel tempo ma può variare in funzione di cambiamenti interni e/o esterni. È il caso dell'IBM che nel corso del tempo

ha più volte modificato il proprio modello passando da produttore di hardware, a leaser (il leaser è colui che fornisce beni in leasing - ndr) di grandi computers e pc, a fornitore di servizi e consulenza.

Altri 2 casi di modelli di business che si sono modificati nel tempo sono:

- Amazon: nata per essere una internet company con lo scopo di offrire negli USA libri a prezzo scontato tramite la disintermediazione delle librerie, è oggi la multinazionale multi prodotto/multi mercato che conosciamo.
- Facebook: ideata per collegare via internet gli alunni della Harvard University è oggi il colosso che domina il mondo dei social.

Ci possono essere dei modelli di business facilmente comprensibili ed altri solo in apparenza. È il caso di McDonald's il cui modello è di facile comprensione: produzione e vendita di hamburgers, drinks ed altro su scala internazionale. Diverso è stato il caso della Boston Chicken Inc. che operava con una vasta rete di franchising ed era negli anni '90 una stella di Wall Street, con vendite che arrivarono a 1 miliardo di dollari. In realtà la società realizzava utili solo dalle royalties degli affiliati a cui tra l'altro faceva prestiti assai onerosi. La conseguenza era che tutti gli affiliati operavano in perdita ed al contempo la società madre non realizzava nessun utile nel core business, la vendita di chicken. Gli analisti persero la fiducia nella Boston Chicken e nel suo errato modello di business che portò la società al fallimento.

## Conclusioni

Si è visto come l'analisi fondamentale abbia una componente qualitativa ed una quantitativa.

La presenza della Security and Exchange Commission, la propria banca dati EDGAR unitamente alle rendicontazioni trimestrali 10Q, ed annuali 10K, costituiscono fonti di informazione importanti per l'analisi fondamentale di società quotate al NYSE e Nasdaq.

In questa prima parte si è analizzata principalmente la componente qualitativa dell'analisi fondamentale che verrà completata nel prossimo articolo con l'analisi di settore, il management e la governance.

Successivamente analizzeremo in modo dettagliato le componenti quantitative dell'analisi fondamentale e cioè i bilanci societari ed il flusso di cassa.