

Corso di Analisi Finanziaria a.a. 2013/2014

Dipartimento di Studi su Impresa, Governo e Filosofia



I multipli e gli indicatori di mercato: il valore di un'azienda quotata

Prof. Francesco Ranalli

Prof. Alessandro Giosi

Dott. Gabriele Palozzi

Prof. F.Ranalli, Prof. A.Giosi, Dott. G.Palozzi, *Analisi Finanziaria*, I.G.F.

Agenda

- ✓ il valore di un impresa;
- ✓ i multipli di mercato:
 - *Enterprise Value*;
 - *EV/EBIT, EV/EBITADA, EV/SALES*;
 - *Earning per Share*;
 - *Dividend per Share*;
 - *Dividend Yield*;
 - *Price to Book*;
 - *Capitalizzazione di Borsa / PN*
 - *Price Earning per Share*;
 - *Total Shareholders Return*;
- ✓ i più "comuni" indicatori di Borsa Italiana:
 - *Volatilità*;
 - *Indice di forza relativa; Supporto*;
 - *Resistenza e Supporto*;
 - *Beta*;
- ✓ *bibliografia*.

Il Valore di un'Impresa

“il valore economico del capitale di un'impresa in funzionamento è espressione della complementare utilità economica che tutte le condizioni positive e negative di produzione, unitariamente considerate, riescono ad esprimere in prospettiva.

Tale utilità economica prospettica assume la sostanza di un flusso di redditi futuri, la consistenza e l'entità dei quali determinano l'altezza del capitale economico”.

Prof. Enrico Cavalieri

2

Il Valore di un'Impresa (I)

Pare evidente, pertanto che nel determinare il valore economico di una impresa l'analista debba soffermarsi essenzialmente su tre grandezze:

- Patrimonio dell'impresa;
- I flussi di redditi futuri attesi;
- I flussi di cassa futuri attesi;

potendo utilizzare, ai fini del calcolo del Valore Economico del Capitale di una imprese, i seguenti metodi:

- Patrimoniali;
- Redditali;
- Misti (tra cui anche il c.d. EVA – Economic Value Added)
- Finanziari (tra cui anche il c.d. DCFM - Discounted Cash Flow Model)

3

I multipli di mercato

I multipli di mercato (o moltiplicatori di borsa) sono dei particolari indicatori che esprimono dei rapporti tra prezzo di mercato e specifiche grandezze di bilancio.

L'obiettivo del loro utilizzo, è la stima del valore di un'attività sulla base dei prezzi registrati dal mercato per attività simili; tale stima avviene attraverso l'individuazione, per un gruppo di imprese comparabili, di una relazione fra prezzi e quantità contabili, il cui valore medio si ritiene applicabile all'impresa-obiettivo.

Per fare ciò, si parte dall'ipotesi forte per cui i Prezzi di Borsa, rappresentino la migliore approssimazione del valore dell'impresa;

il metodo, si basa quindi sull'interpretazione dei multipli di mercato, fondati sugli effettivi prezzi di quotazione dei titoli di società comparabili e finalizzati ad individuare le relazioni che legano il prezzo con le variabili economiche aziendali; Tali relazioni, poi, possono essere applicate, alla medesima variabile economica dell'azienda oggetto di valutazione, col fine di determinarne un valore corrente e di scambio.

4

I multipli di mercato (I)

Attenzione:

1. la valutazione tramite multipli si basa sul presupposto che esista un'uguaglianza fra saggi di crescita e rischiosità di aziende quotate appartenenti ad uno stesso settore e dell'impresa oggetto di valutazione;
2. postula che la valutazione sia in correlazione con le variabili assunte come riferimento.

Perciò:

- a) se da un lato il metodo di multipli evita la formulazione di stime su flussi di cassa e l'apprezzamento del rischio di impresa e di settore;
- b) dall'altro, fa proprie, attese e rischiosità del mercato di riferimento;

Quindi:

Dato che i multipli riflettono l'andamento del mercato, il valore stimato dell'impresa (target) risulterà sovrastimato quando il mercato sta sopravvalutando le imprese raffrontabili, (sottostimato per il viceversa).

5

I multipli di mercato: Enterprise Value

“È il prezzo che dovrebbe pagare chi volesse acquisire l'impresa senza debiti”

Può essere espresso nei seguenti modi, a seconda che l'impresa oggetto di valutazione sia o meno indebitata:

- A) impresa indebitata: $EV = \text{capitalizzazione di borsa} + \text{indebitamento netto}$;
- B) impresa non indebitata: $EV = \text{capitalizzazione di borsa} - \text{liquidità netta}$.

quindi, in generale:

$$EV = \text{capitalizzazione di borsa} + \text{indebitamento netto} - \text{liquidità netta}$$

Il valore della società (EV) deve essere pari al valore di mercato del capitale di debito e del capitale proprio, al netto delle liquidità nette disponibili.
Ciò implica pertanto, nel caso di una ipotetica cessione, che il valore totale generato dalle attività operative e di investimento di un'impresa deve essere suddiviso tra i vari portatori di capitale.

6

I multipli di mercato: EV/EBIT, EV/EBITDA, EV/SALES.

EV/EBIT: esprime il rapporto tra il valore economico del capitale di una impresa (percepito dal mercato) e la sua redditività operativa, considerate tutte condizioni di funzionamento in un determinato istante temporale.

EV/EBITDA: esprime il rapporto tra il valore economico del capitale di una impresa (percepito dal mercato) e la propria capacità di produrre autofinanziamento, ovvero di trasformare in liquidità future i proventi della propria gestione operativa.
Rispetto al precedente non sconta politiche di bilancio da parte degli amministratori.

EV/SALES: esprime il rapporto tra il valore economico del capitale di una impresa (percepito dal mercato) ed il proprio fatturato, ovvero con la capacità dell'impresa di penetrare il mercato.

Attenzione! Tutti gli indicatori:

- in linea teorica, possono variare da $-\infty$ a $+\infty$;
- esprimono percezioni del mercato rispetto a variabili di origine contabile;
- la significatività dei valori espressi, dipende esclusivamente dalle aspettative e dalle intenzioni degli operatori di mercato.

7

I multipli di mercato: Earnings per Share

EPS = Ut.netto*/n°di azioni ordinarie

*al netto dei dividendi su az.privilegiate

È il c.d. Utile per Azione, e si riferisce ad una misura dell'utile netto disponibile per gli azionisti ordinari;

è una misura della profittabilità di una azione per il sistema aziendale;

può essere pertanto:

-“basic”, quando al denominatore del rapporto si utilizza la media ponderata delle azioni ordinarie in circolazione, considerandone la variazione nell'esercizio.

-“diluted”**, quando al denominatore del rapporto si usa il numero complessivo di azioni ordinarie ritenute in circolazione, considerando anche quelle derivanti dall'esercizio della conversione di titoli a loro equivalenti.

**il diluted EPS può essere a sua volta calcolato sotto un'ipotesi restrittiva dell'esercizio del diritto di opzione (“primary”), ovvero ipotizzando la conversione in azioni di tutti i diritti di opzione emessi (“fully”).

8

I multipli di mercato: Dividend per Share – Pay Out

DPS = Dividendi*/n°di azioni ordinarie

*al netto di quelli “speciali”

È il totale dei dividendi emessi, o annunciati, in un intero anno, includendo anche quelli in corso d'esercizio (al netto di speciali dividendi “una tantum”, di natura occasionale o legati a specifici eventi), divisi per il numero di azioni (ordinarie) in circolazione.

Molto spesso il numero di azioni espresse al denominatore, è considerato come media ponderata delle azioni quotate nell'intero periodo.

NB

Il DPS esprime, la profittabilità di una azione per gli azionisti e per il mercato, pertanto elevati dividendi emessi dovrebbero mostrare una convinzione da parte del management di credere in una crescita sostenibile dell'impresa.

Tuttavia spesso i manager, al fine di mantenere elevato la quotazione di un titolo, facendo leva sulla percezione di una elevata remuneratività dell'azione, tendono a distribuire dividendi indipendentemente dall'ammontare e dal segno dell'Utile.

Se DPS>EPS, il management sta distribuendo RISERVE.

9

I multipli di mercato: Dividend Yield

Yield = DPS / Prezzo di mercato

È il rapporto tra l'ultimo dividendo annuo (corrisposto o annunciato) per azione, e il prezzo in chiusura dell'anno di un'azione ordinaria.

È un indicatore del rendimento immediato, e indipendente dal corso del titolo azionario tra chiusura e distribuzione dei dividendi; esprime in percentuale, quanto rende un'azione; per questo motivo nell'analisi borsistica comparata permette di confrontare il posizionamento di un'impresa rispetto ai concorrenti.

NB

Più è elevato lo Yield, migliore è il giudizio che viene espresso circa la capacità dell'impresa di remunerare il capitale investito.

Per questa ragione investitori avversi al rischio tendono a privilegiare imprese con Yield elevati, perché legati ad un più veloce recupero dell'investimento.

In ogni caso lo Yield rappresenta una misura statica del rendimento senza tener conto minimamente del rischio d'impresa.

10

I multipli di mercato: Price to Book

Price to Book = $P/BVps$

dove $BVps = \text{equity} / n^{\circ} \text{azioni ordinarie}$

definito come rapporto tra il Prezzo di un'azione e il Valore contabile dell'azione stessa, esprime quanto la Borsa moltiplica il Valore Contabile di una singola azione; fornisce, cioè, un confronto diretto tra il valore di bilancio e il valore di mercato del patrimonio della società, mettendo in relazione la valutazione che il mercato dà di una società ed il valore contabile della società stessa:

- se > 1 , il titolo è considerato "growth", cioè l'aspettativa del mercato è di una consistente crescita del valore di bilancio della società in futuro;
- se < 1 , gli investitori sono convinti che le attività della società siano state sopravvalutate rispetto alla propria reale situazione patrimoniale e finanziaria.

Vantaggi:

- Il BV è misura facilmente paragonabile a P;
- Sotto l'ipotesi di uniformità dei criteri, il rapporto P/BV è altamente significativo nei confronti tra imprese differenti;
- *frazionamento* delle azioni nel b/p.

Svantaggi:

- Sfasamento temporale tra P e BV;
- il BV è facilmente influenzato da politiche di bilancio;
- non sempre i valori contabili patrimoniali rappresentano appieno il valore di un'impresa.

11

I multipli di mercato: Capitalizzazione di Borsa / Patrimonio Netto

Capitalizzazione di Borsa/Patrimonio Netto

Esprime a livello complessivo quanto espresso dal Price to Book;
In particolare, il numeratore del rapporto, la Capitalizzazione di borsa, altro non è che:

Prezzo * N° di azioni

Tuttavia le azioni possono essere le seguenti:

1. ordinarie;
2. di risparmio;
3. privilegiate;
4. di godimento.

Quindi si presenta il problema di quali azioni considerare nel calcolo.

Per prassi si considerano solo le **azioni ordinarie**,
oppure si opera una **ponderazione tra le azioni emesse su mercato**.

12

I multipli di mercato: Price Earnings per Share

PES = Prezzo azione/EPS

Il **P/E** è il rapporto fra il prezzo corrente di un titolo azionario e l'utile per azione, realizzato negli ultimi 12 mesi.

Rappresenta, pertanto, "quanto" il mercato crede che sia ripetibile nel tempo la redditività dell'impresa.

Attenzione; *nella percezione di un investitore avverso al rischio:*

la convenienza di un titolo cresce al decrescere del PES; infatti ad esempio:

- se $P/E=10$, il titolo quota 10 volte l'utile: quindi l'EPS = 10,00% del prezzo;
- se $P/E=20$, il titolo quota 20 volte l'utile: quindi l'EPS = 5,00% del prezzo;
- se $P/E=30$, il titolo quota 30 volte l'utile: quindi l'EPS = 3,33% del prezzo;

ma al contrario, **un PES elevato è un segnale di fiducia da parte del mercato.**

NB.

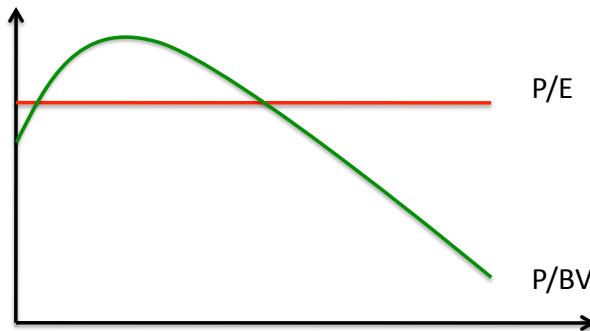
L'indicatore **Price Cash Flow per Share**, assume esattamente lo stesso significato del PES, con la differenza che al denominatore del rapporto esprime i Cash Flow disponibili per gli azionisti (approccio anglosassone), anziché gli Utili Netti.

13

I multipli di mercato: PES vs Price to Book

Tendenzialmente i rapporti **P/E** e **P/BV**, dovrebbero avere degli andamenti simili, essendo due indicatori legati, che esprimono lo stesso fenomeno da un punto di vista patrimoniale e reddituale.

tuttavia è possibile tale situazione:



È la fattispecie per cui gli utili subiscono una netta flessione, e il prezzo rimane stabile.

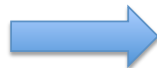
Le spiegazioni possono essere:

- I manager mantengono alto il prezzo delle azioni attraverso la distribuzione di dividendi ($P/E = \text{cost}$).
- Il Book Value, eroso dalle perdite e dalla distribuzione di riserve, può essere oggetto di politiche di ristrutturazione finanziaria che portano a ridurre il leverage, attraverso una ricapitalizzazione dell'impresa ($P/BV < 1$).

14

I multipli di mercato: Total Shareholders Return

$$TSR = (P_f - P_i + Div) / P_i$$



$$TSR = \text{Yield} + \text{Capital Gain \%}$$

Dove:

- **Yield** = $DPS / \text{Prezzo mercato}$
- **Capital Gain** = $\Delta P\% = P_f - P_i / P_i$

È la misura completa del valore creato da un'impresa per i suoi azionisti;

Mostra il tasso di rendimento annuo per un investitore che abbia acquistato un titolo in data X e lo abbia venduto in data Y, considerando tutti i dividendi pagati, reinvestiti nel titolo alla data di stacco della relativa cedola.

È rappresentato quindi dalla sommatoria dello **Yield** e del **Capital Gain**, definito come il guadagno in conto capitale, ovvero la differenza tra il prezzo di acquisto e quello di vendita di uno strumento finanziario.

15

Gli indicatori di Borsa Italiana: Volatilità

“Indicatore che misura l’incertezza o la variabilità del rendimento di un’attività finanziaria”

Al crescere della volatilità cresce la probabilità che la performance risulti molto elevata oppure molto contenuta, ossia cresce la possibilità che i movimenti di prezzo siano molto ampi, sia in aumento che in diminuzione.

La volatilità risulta essere molto utile nella definizione del rischio di un titolo, ma va in ogni caso commisurata al rendimento del titolo stesso; è pertanto un indicatore comparabile solo tempo e non nello spazio.

Viene infatti calcolata come la deviazione standard del tasso di rendimento del bene o dell’attività finanziaria.

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n u_i^2}$$

16

Gli indicatori di Borsa Italiana: Indice di Forza Relativa

“Oscillatore matematico e indicatore puntuale (di momentum) utilizzato nell’analisi tecnica che segnala situazioni di ipercomprato e ipervenduto”

Segnala la forza interna di un titolo di resistere in un trend (crescente o decrescente), mettendo in relazione la media delle chiusure al rialzo con la media delle chiusure a ribasso in un determinato range temporale.

Consente, quindi, di individuare una possibile inversione del trend borsistico.

Calcolato come $RSI = 100 - \frac{100}{1 + RS} *$

oscilla tra 0 e 100 **, ed in particolare:

- è 0, quando la media degli incrementi del valore del titolo nel periodo considerato è 0; (ipervenduto)
- è 100, quando la media dei decrementi è pari a 0 (ipercomprato).

NB

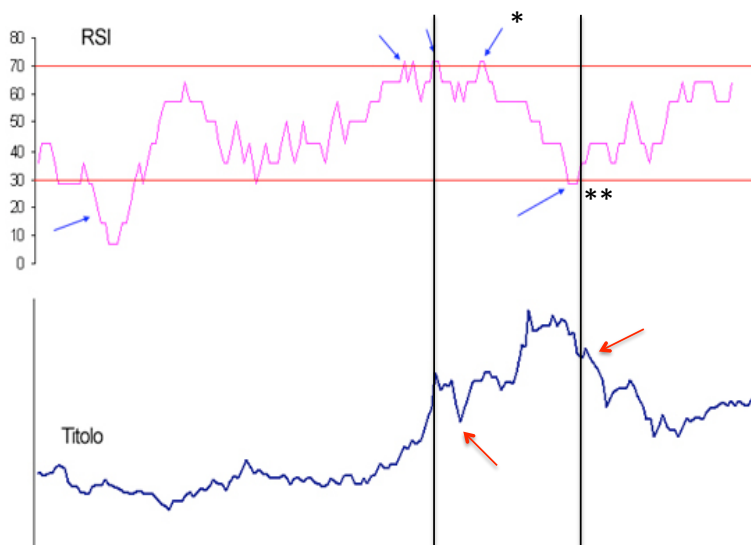
La scelta del numero di giorni è da considerare un problema piuttosto delicato (14gg. per prassi) poiché al crescere del numero di giorni si hanno 2 effetti:

- positivo; diminuiscono i falsi segnali;
- negativo; minore reattività dell’indicatore

* RS= n° giorni di rialzo / n° giorni di ribasso

** 360 se usato l’anno commerciale

Gli indicatori di Borsa Italiana: Indice di Forza Relativa (I)



N.B. Il **momentum** di un titolo è semplicemente la differenza fra due prezzi, posti uno all'inizio e uno alla fine, di un intervallo di tempo predeterminato.

*** ipercomprato:** c'è una forte pressione all'acquisto; il livello dei prezzi è ritenuto dal mercato troppo elevato e ci si aspetta, quindi, un successivo ribasso delle quotazioni.

**** ipervenduto:** c'è una forte pressione alla vendita; il livello dei prezzi è ritenuto dal mercato troppo basso e ci si aspetta, quindi, un successivo rialzo delle quotazioni.

18

Gli indicatori di Borsa Italiana: Resistenza e Supporto

Resistenza

"Livello al quale il prezzo di una attività finanziaria in tendenza crescente interrompe il movimento a rialzo a causa di un forte aumento delle vendite"

Indica il livello di prezzo di un titolo, in cui si attende che una tendenza a rialzo subisca una temporanea interruzione a causa di una concentrazione di offerta. A tale livello, infatti, la quotazione del titolo ha difficoltà a salire ulteriormente, in quanto essendoci un prezzo di cessione elevato, i venditori sono più inclini a vendere, e gli acquirenti meno inclini a comprare; perciò ci si può attendere un movimento del prezzo a ribasso.

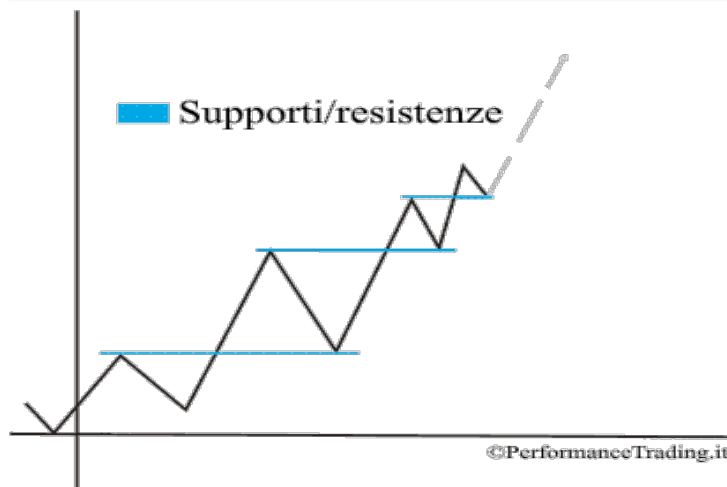
Supporto

"Livello al quale il prezzo di una attività finanziaria in tendenza decrescente interrompe il movimento a ribasso a causa di un forte aumento degli acquisti"

Indica il livello di prezzo di un titolo, in cui si attende che una tendenza ribassista subisca una temporanea interruzione a causa di una concentrazione di domanda. A tale livello, infatti, la quotazione del titolo ha difficoltà a diminuire ulteriormente; in quanto essendo più economico, gli acquirenti sono più inclini a comprare e i venditori meno inclini a vendere; perciò ci si può attendere un movimento del prezzo al rialzo.

19

Gli indicatori di Borsa Italiana: Resistenza e Supporto (I)



-Il **supporto** è un livello di prezzo che si oppone al proseguimento di un trend discendente.

- la **resistenza** è un livello di prezzo che ostacola il proseguimento di un trend ascendente.

Esiste un ruolo di alternanza tra supporto e resistenza; quindi, quando quest'ultima viene superata, diventa un livello di supporto per i successivi trend a ribasso, così come un supporto, una volta attraversato, diventa un livello di resistenza per i rialzi.

Gli indicatori di Borsa Italiana: Resistenza e Supporto (II)



Spesso i livelli di supporto e resistenza corrispondono a cifre "tonde", in quanto rappresentano prezzi psicologici, ossia soglie di prezzo su cui gli investitori basano le loro decisioni.

Quando si ha la violazione di un livello di supporto/resistenza, si assiste solitamente ad una accelerazione del movimento del trend principale. Infatti:

- la violazione di un Supporto ha implicazioni negative; una volta sconfitte "le forze" (compratori) che si opponevano alla discesa del titolo, la percezione del mercato sullo stesso volge rapidamente al negativo provocando una accelerazione della discesa.
- la violazione di una Resistenza ha implicazioni positive; una volta sconfitte "le forze" (venditori) che si opponevano al rialzo del titolo, la percezione del mercato sullo stesso volge rapidamente al positivo provocando una accelerazione della salita.

Gli indicatori di Borsa Italiana: Beta

“Coefficiente che definisce la misura del rischio sistematico di una attività finanziaria, ovvero la tendenza del rendimento di una attività a variare in conseguenza di variazioni di mercato”

Beta, viene misurato come il rapporto tra la covarianza del rendimento di una attività i -esima con il rendimento di mercato, e il rendimento di mercato stesso;

$$\beta = \text{Cov}(R_i, R_M) / \text{Var}(R_M)$$

mette, cioè, in relazione il rendimento di un titolo, rispetto al rendimento del mercato di riferimento.

Misura la rischiosità sistematica dell'azione, confrontando la variazione attesa del rendimento del titolo, per ogni variazione percentuale del rendimento di mercato.

N.B.

β e **rendimento atteso del titolo** variano linearmente.

Gli indicatori di Borsa Italiana: Beta (I)

ATTENZIONE

*Il Beta si muove tra **0** e **$+\infty$** :*

- azioni con un beta superiore ad 1 tendono ad amplificare i movimenti di mercato, ovvero l'attività è più rischiosa in media del mercato di riferimento;
- azioni, invece, con un beta compreso tra 0 e 1 tendono a muoversi nella stessa direzione del mercato, con cui condividono struttura del rischio e rendimenti.

Considerando, quindi, diverse opportunità di investimento, un investitore richiede un tasso di rendimento più alto per gli investimenti considerati più rischiosi.

N.B.

In particolare, in un ipotetico portafoglio di investimento, il **beta complessivo (β_p)**, sarà semplicemente la media ponderata dei beta dei singoli titoli che lo compongono, dove le ponderazioni sono i pesi di portafoglio, ovvero la porzione del valore di portafoglio investita in ogni differente titolo.

Bibliografia

- Pedriali F., "Analisi Finanziaria e valutazione aziendale", Hoelpi, Milano, 2006, cap. 4, pag 151 e ss.
- Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., "Indici di Bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale", Giuffrè, Milano, 2003, cap. 19, pag 473 e ss.
- www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossarySearch
- www.finanzaonline.com
- it.finance.yahoo.com