



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**Growth investing vs. Value investing: funzionamento
delle strategie di investimento azionario e rischi
associati alle differenti situazioni macroeconomiche.**

**Growth investing vs. Value investing: functioning of
equity investment strategies and risks associated with
different macroeconomic situations.**

Relatore: Chiar.mo
Prof. Attilio Mucelli

Rapporto Finale di:
Andrea Marras

Anno Accademico 2021/2022

Indice

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1 – VALUE E GROWTH INVESTING	2
1.1 – DEFINIZIONE E PRINCIPI CARDINE DEL VALUE INVESTING	2
1.2 – INVESTIMENTO E SPECULAZIONE	5
1.3 – GROWTH INVESTING	10
1.4 – CONDIZIONI MACROECONOMICHE E INFLUENZA SUI MERCATI	13
CAPITOLO 2 – ANALISI FINANZIARIA	20
2.1-INDICI FINANZIARI E MARGINE DI SICUREZZA	21
2.2 – CAPITAL ASSET PRICING MODEL	26
2.3 – CRITERI DI MANAGEMENT	28
CAPITOLO 3 – ANALISI PRATICA	32
3.1 – SETTORE DELLE AUTOMOBILI ELETTRICHE: TESLA	32
CONCLUSIONI	37
BIBLIOGRAFIA	39
SITOGRAFIA	40

INTRODUZIONE

Il saggio di seguito riportato, tratta metodologie d'investimento di lungo termine che hanno avuto molto successo in passato ma continuano a performare in tempi odierni, pur con differenti risultati. Il *Value* e *Growth Investing* permettono, grazie ad analisi sistematiche societarie, di avere una visione del reale valore azionario. Quest'ultimo può divergere dal valore di mercato per vari motivi.

Nel primo capitolo, verranno definiti i principi chiave dei due stili d'investimento, la distinzione tra investitore, speculatore e i comportamenti che li contraddistinguono l'uno dall'altro.

Nel secondo capitolo verranno introdotti gli strumenti per lo svolgimento dell'analisi fondamentale. Non si limiterà al mero calcolo del valore intrinseco ma si estenderà ad una valutazione integrativa dell'azienda nel suo complesso, dell'operato del manager fino ad arrivare alla riclassificazione di bilancio.

Il terzo capitolo, invece, riguarda l'aspetto pratico delle tecniche precedentemente trattate al fine di valutare se un'azione sia *value* o *growth*. L'analisi della situazione economico-finanziaria sarà utile per osservare se sia conveniente o meno inserire il titolo all'interno del portafoglio.

In una situazione instabile dove gli scenari macroeconomici cambiano in continuo, queste strategie d'investimento a lungo termine possono essere considerate un mezzo di rifugio dato il loro minore rischio associato.

CAPITOLO 1 – VALUE E GROWTH INVESTING

1.1 – DEFINIZIONE E PRINCIPI CARDINE DEL VALUE INVESTING

Il *Value Investing* è una tecnica di investimento che prende luce nel 1928 grazie ai principi trasmessi da Benjamin Graham e David Dodd alla Columbia Business School. La prima opera in merito, “*Security Analysis*”¹, fu pubblicata nel 1934.

Negli anni a venire è divenuta una strategia d’investimento sempre più trattata e rinomata.

Il merito di tanto successo può essere correlato a diverse motivazioni, ma due, in particolare, spiccano sulle altre. La prima è rappresentata dall’efficacia dell’analisi del bilancio societario che permette di osservare la solidità economico-finanziaria riducendo i rischi dell’investimento a lungo termine. Il secondo motivo, è che uno dei maggiori esponenti del movimento, Warren Buffet, nonché allievo di Benjamin Graham, acclamato dalla maggioranza come il più grande *value investor* di sempre, ha generato in anni di carriera, grazie al *Value Investing*, un patrimonio di miliardi di dollari. Le sue capacità intellettive e manageriali unite alla medesima strategia d’investimento lo hanno reso uno tra gli uomini più ricchi al mondo, secondo la rivista *Forbes*.

Il *value investor*, in breve, ricerca e seleziona, a seguito di opportune analisi, azioni con un valore di mercato inferiore rispetto al valore intrinseco². Nella

¹ https://it.wikipedia.org/wiki/Security_Analysis

² <https://www.affaridiborsa.com/articoli/184-cos-e-il-value-investing-come-diventare-un-value-investor.html>

situazione appena descritta, i titoli, in quanto sottovalutati, avranno una tendenza a crescere maggiore nel tempo. Graham, nel suo rinomato libro *“The Intelligent Investor”* inserì una formula utile quanto semplificativa per il calcolo del valore intrinseco³:

$$V = [\text{EPS} * (8.5 + 2g) * 4,4] / Y$$

Possiamo osservare come V (valore intrinseco) è il risultato di una combinazione di fattori: EPS (Earnings per share), guadagno atteso nell'anno a venire, “8.5” corrisponde al P/E desiderato per un'azienda che non è in crescita, “g” è il tasso di crescita che, probabilmente, si manifesterà nei successivi 7-10 anni. Rispetto alla formula iniziale, sono stati aggiunti due parametri: la costante “4.4” eguale al rendimento medio delle obbligazioni societarie con un rating AAA e “Y” o rendimento attuale delle obbligazioni societarie AAA.

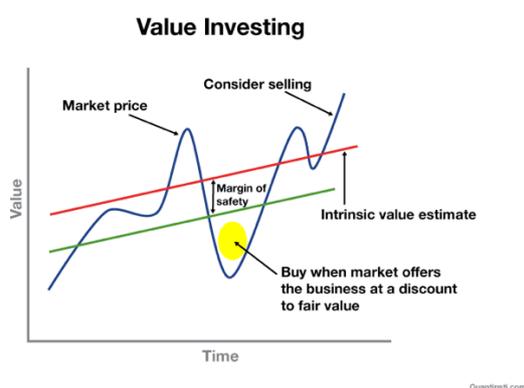
Il limite della formula viene ripreso anche dallo stesso Graham che nella *“Dichiarazione di non responsabilità”* disse *“questo materiale è fornito solo a scopo illustrativo e per l'estrema necessità di analisi di sicurezza per proiettare il tasso di crescita futuro della maggior parte delle aziende studiate”*⁴. Il calcolo del

³ Benjamin Graham, *The intelligent investor*, HarperCollins, New York (1973), p. 307

⁴ <https://www.mercati24.com/value-investing/#:~:text=La%20teoria%20alla%20base%20del,sta%20valutando%20equamente%20o%20meno.>

valore intrinseco non è una scienza esatta e non vi è assoluta certezza che il valore trovato rifletta il reale valore del titolo. Al fine di ridurre il rischio di possibili errori di calcolo, Graham ha stilizzato il margine di sicurezza.

Figura 1.1: Value Investing



Fonte: The Motley Fool, Value: Investing Essentials

L'investitore intelligente è colui che vende agli ottimisti e acquista dai pessimisti⁵. Egli provvederà a detenere il titolo fino al momento in cui prezzi di mercato e di valore convergeranno. L'illustrazione simbolica del *Value Investing* e del perché non sempre i prezzi sono coerenti è rappresentata da Graham con la metafora di Mr. Market: *“Immagina di possedere una piccola quota azionaria di un'azienda privata e di averla pagata \$1.000. Uno dei tuoi soci, chiamato Mr. Market, è un uomo molto solerte. Ogni giorno ti dice quanto pensa che valgano le tue azioni e inoltre si offre di comprartene o vendertene altre sulla stessa base. A volte la sua idea di valore appare plausibile e giustificata dall'andamento e dalle*

⁵ Benjamin Graham, *The intelligent investor*, HarperCollins, New York (1973), p. 2

prospettive dell'azienda per come la conosci. Spesso, invece, Mr. Market lascia che il suo entusiasmo o le sue paure prendano il sopravvento su di lui, e il valore che propone sembra rasentare la follia. Se sei un investitore prudente o un uomo d'affari ragionevole lascerai che la quotazione quotidiana di Mr. Market determini la tua opinione sul valore di mille dollari dell'azienda? Solo nel caso in cui sei d'accordo con lui, o nel caso in cui tu voglia negoziare con lui. Potresti essere felice di vendergli le tue azioni quando ti comunica un prezzo assurdamente alto, e sarai altrettanto lieto di comprare da lui quando il suo prezzo è basso. Ma per il resto del tempo farai meglio a farti delle tue idee sul valore dei tuoi titoli, sulla base di rapporti approfonditi in cui l'azienda comunica le sue attività e la sua posizione finanziaria”⁶.

In sostanza, le fluttuazioni di prezzo sono opportunità che l'investitore dovrà cogliere per comprare e vendere, quando i prezzi, rispettivamente, scenderanno o saliranno. In momenti differenti, però, dovrà considerare il mercato azionario solo ai fini dei dividendi e dei risultati operativi delle società in cui ha investito.

Si è soliti conoscere il prezzo di tutto ma il valore di niente. Il prezzo va osservato in relazione al valore, senza di esso sarà solo un numero⁷.

1.2 – INVESTIMENTO E SPECULAZIONE

Un elemento essenziale per affrontare la dinamica degli investimenti è

⁶ Benjamin Graham, *The intelligent investor*, HarperCollins, New York (1973), p. 205

⁷ Gianluca Ferrari, *Value Investing*, Hoepli, Milano (2015), p. 19

introdurre una severa distinzione tra due termini: investimento e speculazione. Spesso nel gergo comune vengono intercambiati tra loro sebbene la loro differente accezione. Non esiste una chiara definizione di investimento, lo stesso Graham fornisce una sua interpretazione a riguardo: *“Un’operazione di investimento è un’attività che, dopo un’analisi approfondita, promette la sicurezza del capitale e un rendimento adeguato. Le operazioni che non soddisfano questi requisiti sono speculative”*⁸. Valutando nello specifico la terminologia utilizzata: la “analisi approfondita” rispecchia la decisione d’investimento attraverso i dati di bilancio societari, la “sicurezza” osserva la minimizzazione della perdita di capitali derivante dal rischio d’acquisto di azioni. L’ultimo elemento, il “rendimento adeguato”, dipende dal tasso che ogni investitore ritiene soddisfacente.

Da uno studio interessante di Jeremy Siegel si evince che il rendimento azionario in un periodo di detenzione di circa venti anni, non sia mai stato negativo. È rassicurante pensare che il rischio di investire in azioni possa essere, in parte, colmato da una prospettiva temporale a lungo termine. *“Le azioni sono l’investimento a lungo termine storicamente più sicuro”*⁹.

Tornando al concetto di investimento e d’investitore intelligente, si incombe in una situazione profittevole in due casi:

1. *Timing*, ricerca del momento idoneo per attuare operazioni di

⁸ Benjamin Graham, *The intelligent investor*, HarperCollins, New York (1973), p. 22

⁹ <http://www.crusoe.it/investimenti-life-cycle-per-i-fondi-pensione-fondamenti-ed-analisi/>

compravendita anticipando, così, la direzione futura del mercato. Un *Value Investor* non dovrebbe curarsi troppo del *timing*, tuttavia, avere la capacità di individuare momenti idonei può essere rilevante sia nel breve periodo per difendersi da un mercato in crisi sia nel lungo per ottenere rendimenti composti interessanti;

2. *Pricing*, altro non è che il principio di fondo del *Value Investing*, acquisto di titoli sottovalutati rispetto al loro valore intrinseco.

Ogni operazione di investimento ha una componente speculativa che in base alla situazione, può essere più o meno preponderante. L'investitore preso in esame, avendo una prospettiva differente dagli speculatori, ha il compito di ridurre tale componente¹⁰.

Graham, tuttavia, ritiene la speculazione necessaria e inevitabile per lo sviluppo e la crescita di tutte quelle aziende, con un ottimo potenziale ma che alle spalle non hanno, poiché da poco sul mercato, dati di bilancio di riferimento. La speculazione, così come l'investimento, può essere intelligente o meno. Nel secondo caso diversi sono gli elementi rappresentativi di carenza intellettuale:

1. confondere l'investimento con la speculazione;
2. speculare senza le competenze necessarie;
3. rischiare con la speculazione più disponibilità di quante si abbiano¹¹.

¹⁰ <https://thefinanceblogs.com/investimento-vs-speculazione/>

¹¹ Benjamin Graham, *The intelligent investor*, HarperCollins, New York (1973), p. 24

In conclusione, il fine dell'investimento e della speculazione è analogo. Esse, infatti, sono operazioni di compravendita titoli finalizzati alla realizzazione di profitto.

La differenza è data dalle modalità di decisione per l'impiego del denaro su differenti orizzonti temporali.

L'investitore acquisendo la proprietà del titolo diviene anche socio per un lungo periodo ed è suo interesse ragionare da imprenditore, sia per una valutazione efficiente delle risorse impiegate dalla società sia per la realizzazione dei profitti (*"Investment is most intelligent when it is most businesslike"*¹²).

Lo speculatore, invece, ha un'indole orientata alla scommessa sulla direzione del titolo. Ogni persona ha delle doti che lo distinguono e differenziano da altri. Non tutti gli investitori hanno le stesse competenze di compravendita sui mercati, la stessa passione o semplicemente il tempo libero da dedicare alla formazione autonoma del proprio portafoglio.

È per queste divergenze che gli investitori si dividono in due categorie:

1. Investitore difensivo (passivo);
2. Investitore intraprendente (attivo).

Entrambi gli investitori partono da una base comune di investimento. Dividere il capitale in azioni e obbligazioni high-grade acquisite a prezzi ragionevoli.

¹² Benjamin Graham, *The intelligent investor*, HarperCollins, New York (1973), p. 286

Seguendo lo studio di Morningstar, gli investitori americani hanno depositato circa 207 miliardi di dollari in fondi passivi e 174 miliardi in fondi attivi¹³.

L'investitore passivo è colui che per, alcuni o tutti, i motivi precedentemente elencati, utilizza le proprie disponibilità per replicare l'andamento di un indice di mercato¹⁴. Esistono diversi prodotti che possono essere acquistati e venduti in borsa. In riferimento agli investitori passivi, la maggioranza dei prodotti negoziati, la fanno gli ETF con le cosiddette operazioni di *index investing*. Con l'obiettivo di replicare un indice di mercato (es: *S&P 500*), sono un ottimo metodo per ottenere utili nel lungo termine senza la necessità di avere conoscenze particolari o di dover seguire meticolosamente l'andamento delle attività finanziarie. La replica di un ETF indicizzato e del suo l'indice di riferimento, avviene grazie ad un attento studio del portafoglio titoli, alla singolarità degli stessi e alla loro percentuale di composizione¹⁵.

Le caratteristiche di punta di una strategia passiva si estendono su tre campi. Il primo si riferisce al costo più basso per commissioni (automazione dei processi) e costi di transazione inferiori per il numero minore di operazioni di trade. Il secondo elemento è dato dalla diversificazione dei fondi composti da asset di ogni tipo. Infine, abbiamo la flessibilità nella composizione dei fondi in base alle esigenze dell'investitore¹⁶.

¹³ <https://summitry.com/blog/2020/02/06/index-investing/>

¹⁴ <https://blog.moneyfarm.com/it/finanza-personale/tre-ragioni-passare-agli-investimenti-passivi/>

¹⁵ <https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/gestione>

¹⁶ <https://blog.moneyfarm.com/it/finanza-personale/tre-ragioni-passare-agli-investimenti-passivi/>

Una volta osservata, genericamente, l'ottica dell'investitore passivo e la gestione dei relativi fondi, si può passare all'approccio attivo per coloro disposti a dedicare maggiore attenzione all'investimento con la finalità di “battere il mercato”.

La selezione titoli è strettamente correlata con la filosofia di *value investor* che analizza scrupolosamente, il reale valore dell'indice al fine di investire in azioni sottovalutate.

Nella sfera degli investitori attivi vi rientrano alcune operazioni come i fondi comuni di investimento e gli hedge fund. I fondi, gestiti da professionisti che impiegano denaro per la selezione di un paniere di attività finanziarie in grado di battere il mercato. Nel caso degli hedge fund è riservato a individui o istituzioni che abbiano un patrimonio netto elevato. È un servizio di nicchia offerto da diversi intermediari finanziari (banche, tra essi)¹⁷.

I fondi attivi non devono essere confusi con i fondi passivi. In maniera deduttiva si capisce, infatti, come i primi comportino maggiori costi di commissione. Non sempre, però, i risultati ottenuti combaciano con quelli previsti.

Nel 2016 uno studio di S&P Dow Jones Indices ha riportato che circa il 90% dei gestori di azioni attivi non sono riusciti a battere i propri obiettivi dell'indice. La gestione attiva negli ultimi anni sta ottenendo risultati inferiori a quella passiva.

1.3 – GROWTH INVESTING

Il *Growth Investing* è una strategia d'investimento finalizzata alla ricerca

¹⁷ <https://www.investmentimagazine.it/investimento-attivo-e-passivo/>

di piccole o medie imprese che hanno potenziali di crescita superiori rispetto alla media delle imprese del settore. Le imprese oggetto di studio sono in espansione laddove vi sono servizi o tecnologie in sviluppo.

Una delle principali differenze rispetto al *Value Investing*, è che i profitti non vengono distribuiti ai soci bensì, vengono reinvestiti per l'apprezzamento del capitale. Questo garantisce un rapporto P/E abbastanza elevato, in contropartita ad un *dividend yield* praticamente nullo.

Nel breve periodo potrebbero non esserci guadagni rilevanti, fino alla futura scoperta di brevetti o nuove tecnologie, che diano la possibilità all'impresa di spiccare nei confronti della concorrenza. In comune con il *Value Investing* abbiamo, però, un'ottica d'investimento a lungo termine. Un investitore *growth* deve selezionare aziende con potenziale e procedere con l'analisi della solidità economico-finanziaria. È considerata una strategia molto rischiosa.

Nel *Value*, le società sono già affermate sul mercato e garantiscono maggiore stabilità finanziaria. Nel *Growth Investing* le società non sono consolidate, si trovano in una fase prospettica di probabile ascesa. La situazione d'instabilità caratterizzata, spesso, dalla mancanza di dati di bilancio solidi passati (nel *Value Investing*, le società hanno almeno 5 anni di vita) aumenta il rischio dell'investimento. Come ogni portafoglio titoli, attraverso la diversificazione delle attività finanziarie interne, il rischio può essere ridotto

mediante la creazione di un portafoglio ben bilanciato¹⁸.

Philip Fisher celebre autore per la pubblicazione dell'opera "*Common Stocks and Uncommon Profits*", considerato da molti come il padre del *Growth Investing*, fu un importante spunto anche per Warren Buffet. Quest'ultimo dichiarò come la sua strategia d'investimento sia una combinazione tra *Value* e *Growth investing*.

Secondo Fisher l'azienda deve disporre di "*prodotti o servizi potenzialmente sufficienti a rendere possibile un aumento sostanziale delle vendite per diversi anni consecutivi*"¹⁹.

L'analisi parte dallo studio del P/E fino ad espandersi alla prospettiva manageriale. I tipi di *Growth Investing* si riassumono in:

- azioni *small-caps*: società di piccole dimensioni quotate in borsa. Hanno una ridotta capitalizzazione. I parametri adottati per differenziare le dimensioni societarie sono diversi da paese a paese. Negli Stati Uniti rientrano le società con una capitalizzazione tra 250 milioni e 1 milione di dollari. In Italia, invece, il range parte dai 50 fino a un massimo di 250 milioni di euro²⁰. Le aziende appartenenti a tale categoria si trovano spesso nella loro fase di crescita iniziale, e statisticamente registrano rendimenti

¹⁸ <https://www.investopedia.com/terms/g/growthinvesting.asp>

¹⁹ Philip Fisher, *Common Stocks and Uncommon Profits and Other Writings*, Wiley, Hoboken (2003), p. 16

²⁰ https://www.treccani.it/enciclopedia/small-cap_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

elevati nel lungo termine associati però, ad un elevato grado di rischio ;

- azioni tecnologiche e sanitarie: sviluppano tecniche non presenti sul mercato, hanno ampi margini di crescita e possono essere molto remunerativi come investimenti;
- investimenti speculativi: per gli amanti del rischio a cui si contrappongono in casi di successo alti rendimenti. Rientrano le “penny stock”, futures e speculazioni nel settore immobiliare²¹.

Warren Buffet sul *Growth Investing*: “*It’s far better to buy a wonderful company at a fair price than a fair company at a wonderful price*”²².” Con l’obiettivo di scommettere sulla crescita di un’azienda, l’investitore non dovrà puntare sul prezzo delle azioni, ma sul potenziale societario. Il valore intrinseco in questo caso ha un ruolo marginale²³.

1.4 – CONDIZIONI MACROECONOMICHE E INFLUENZA SUI MERCATI

L’economia reale di un paese, la sua dimensione in un dato periodo di tempo, i suoi alti e bassi vengono, indicativamente, quantificati con i dati del PIL (Prodotto Interno Lordo)²⁴. In ottica d’investimento assume importanza la crescita costante

²¹ <https://www.investimentoinborsa.com/guida-al-growth-investing-linvestimento-di-qualita/>

²² <https://longviewassets.com/buy-at-a-wonderful-price-or-buy-a-wonderful-company/#:~:text=As%20Warren%20Buffett%20once%20said,company%20at%20a%20wonderful%20price.%E2%80%9D>

²³ <https://www.mercati24.com/growth-investing/>

²⁴ Rudiger Dornbush, *Macroeconomia*, McGrawHill, Milano (2018), p.5

del PIL.

La sua crescita improvvisa e prolungata porterà, però, ad un aumento del livello dei prezzi che le banche attraverso politiche monetarie cercheranno di frenare con l'aumento dei tassi d'interesse. Tassi elevati, a loro volta, avranno conseguenze immediate sui mercati finanziari. Di solito una forte crescita del PIL ha effetti positivi sulle azioni, sebbene non vi sia una relazione diretta tra i due elementi.

Dopo la crisi del 2008 l'indice S&P 500 è sceso drasticamente, da allora i prezzi delle azioni sono cresciuti, ma la crescita del PIL è stata più contenuta. La mancata correlazione tra le due variabili è influenzata da differenti ragioni. Le grandi società, spesso, ampliano i propri affari in paesi esteri. Per questo motivo la salute societaria sarà influenzata, maggiormente, dall'andamento delle economie estere più che da quelle interne. In una situazione in cui il PIL del proprio paese si trova in stallo, ma si ha in ogni caso una crescita di valore azionario, questa potrebbe dipendere dal PIL di economie correlate alla società. È solo uno dei vari motivi per spiegare l'eventuale divergenza tra rendimenti finanziari e PIL²⁵.

In un contesto macroeconomico sempre più instabile forgiato da un fenomeno singolare come il COVID-19, gli elementi di valutazione aziendale come analisi settoriale, screening d'azienda e titoli sono state messe in discussione.

Le aziende più forti nel settore lo diventano ancora di più. I player non di spicco a causa di un eccessivo monte spese sono costrette a chiudere riducendo la

²⁵ <https://admiralmarkets.com/it/education/articles/fundamental-analysys/andamento-pil-borsa>

concorrenza settoriale. Il COVID-19 rappresenta una rampa per tutte quelle società che grazie ad una situazione finanziaria stabile hanno potuto impiegare le proprie risorse in un processo di rinnovamento interno.

Con una crisi di tale portata non si può non parlare di inflazione. L'andamento della stessa influenza vari aspetti dell'economia. James Athey ha dichiarato: *“Tendenzialmente, anche se non sempre, le valutazioni salgono quando l'inflazione è bassa, ma in aumento. Se l'inflazione è alta e in aumento o bassa e in calo, questo tende ad essere negativo per il mercato azionario”*²⁶. Il bull market (mercato rialzista), ha avuto enorme successo negli ultimi anni grazie ad una dinamica dei prezzi favorevole dovuta all'inflazione quasi inesistente.

In casi di risalita dell'inflazione, entrando nello specifico, la Banca Centrale provvederà ad alzare i tassi d'interesse per frenare questa panoramica macroeconomica. Elevati tassi d'interesse inficiano negativamente sui titoli a prezzi elevati, a causa di un incremento dei tassi di sconto.

In una situazione, caratterizzata da inflazione alta è conveniente investire sui titoli *Value* che tendono a performare meglio dei titoli *Growth*. La considerazione di base per la relazione inflazione e azioni, è l'ottica temporale. Se nel breve periodo da un aumento dei prezzi abbiamo una situazione negativa, nel lungo periodo, invece, sono uno strumento di tutela dalla dinamica inflattiva e dall'aumento dei

²⁶ <https://www.investiremag.it/investire/2021/05/14/news/cambia-l-impatto-dell-inflazione-sui-mercati-azionari-58846/>

prezzi al consumo. Il consiglio è di puntare su titoli di società con flussi di cassa solidi e dividendi distribuiti sul lungo periodo²⁷. Occorre tempo per potere vedere dei risultati sugli investimenti, nel frattempo ci si espone al rischio.

Con lo stile Value si dimostra come nonostante periodi di instabilità congiunturale si possa ottenere nel lungo periodo (10 anni) un risultato migliore. Dal 1990 *Value* è stato il criterio d'investimento che ha ottenuto le migliori performance battendo il *Growth* e il *Momentum*. Quest'ultima, incentrata sull'acquisto di azioni in rapida crescita e vendita di azioni a crescita lenta, è un indicatore rappresentativo della velocità del trend dell'attività finanziaria. Può essere relativo o assoluto.

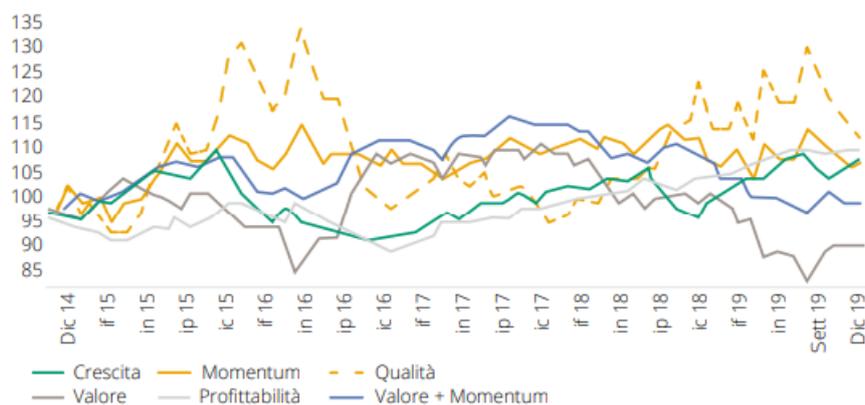
Comprare un titolo con ottimi dati di bilancio e un prezzo di mercato che non rispecchia il suo reale valore, tipico del *Value Investing*, è una strada differente da quella intrapresa dal *Momentum*. Non si compra in una situazione stabile, bensì, si acquista in momenti di euforia con l'idea che l'entusiasmo non cesserà. Il rischio, non trascurabile, di cascare in una bolla speculativa è molto alto.

Chiudendo questa piccola parentesi, la percentuale dei mesi positivi è più alta sia per il *Value* che per il *Momentum*. Negli ultimi 5 anni, la tendenza si è, però, invertita. Il *Value* in termini di performance ha visto un forte fase di crisi. Attraverso la combinazione delle due strategie appena citate, la tendenza al ribasso del *Value* è rallentata. D'altronde le due strategie sono "complementari", nel breve periodo il

²⁷ <https://www.ftaonline.com/inflazione-azioni-mercato.html>

Momentum domina, ma quando i prezzi divengono sempre più irrazionali è lì che tornano i fondamentali per l'analisi di bilancio.

Figura 1.2: Performance settoriale storiche



Fonte: SG Global Quantitative Research

Negli ultimi 10 anni lo scenario è mutato per tre elementi cardine che lo contraddistinguono:

1. la crisi della Lehman Brothers ha modificato l'approccio agli investimenti dopo il fallimento e le performance negative degli *hedge funds*;
2. la ZIRP (*Zero Interest Rate Policy*), a seguito della politica monetaria espansiva, si è arrivati ad una situazione in cui i tassi d'interesse rasentavano lo zero. Questo ha modificato i criteri di valutazione basati sul confronto con i tassi d'interesse free risk positivi.
3. il successo degli ETF ha generato flussi automatici sugli indici di mercato prescindendo, così, dalle caratteristiche dei singoli titoli. Ha ridotto l'efficacia dei fattori tradizionali.

Dopo il 2008 il *Value*, nella sua tradizionale forma, non è più in grado di battere il mercato di riferimento, in modo prolungato e soprattutto consistente nel tempo. Devono essere apportate delle modifiche. Il gestore del portafoglio titoli deve essere in grado di unificare varie tipologie di approcci²⁸.

In epoca contemporanea stiamo vivendo un periodo di sovraperformance della strategia *Growth* rispetto al *Value*. Dal 2008 le azioni *value* hanno visto un misero apprezzamento, in media, del 2%. Mentre i titoli *growth* del 152%. Potrebbe sembrare che sia il capolinea per la strategia *Value*, ma si pensava così anche prima della bolla del 2000. In quel periodo le azioni sebbene fossero scontate, a seguito della rottura della bolla i rendimenti delle azioni *value* tornarono in vantaggio. Se ci apprestassimo ad una nuova fase con crescite più controllate e tassi d'interesse più elevati, allora il *Value Investing* potrebbe spiccare come in passato. Oggi ci troviamo con tassi d'interesse negativi per stimolare una situazione stagnante dell'economia. Questo porta, allo stesso tempo, ad una serie di conseguenze negative.

I minori guadagni delle banche a causa di tassi sui mutui più bassi vengono girati sui risparmiatori e sulle aziende. I tassi sui depositi tenderanno, così, ad aumentare portando i soggetti a detenere minore liquidità. Quest'ultima impiegata, in grandi quantità, sul mercato finanziario determinerà ripercussioni sul valore delle azioni. Siamo in una situazione in cui gli indici sono ai loro massimi assoluti. Il

²⁸ Francesco D'Arco, Value Investing, Allegato ad AP ADVISOR PRIVATE n.23 (2018), p. 83

mercato azionario è *over-valued*. In questo contesto di incertezza l'investimento di lungo periodo è una strategia prudentiale su cui puntare.

CAPITOLO 2 – ANALISI FINANZIARIA

La base di una ricerca deduttiva prevede una visione che parte dal generale per entrare nello specifico. Prima di trattare l'insieme della attività per lo studio del prezzo delle azioni e la conseguente valutazione di convenienza dell'investimento bisogna partire dal modello di business, dall'analisi settoriale e soltanto allora arrivare alla valutazione dei dati di bilancio.

Lo stesso Graham nella sua opera “*The Intelligent Investor*”, una volta definito il profilo di investitore attivo, intelligente e di valore, procede nel fornire un set di regole per l'identificazione di un potenziale investimento.

Definite come le 7 regole d'oro per lo screening delle aziende di valore, prevedono:

1. un'adeguata dimensione economica. Fatturato superiore ai 100 milioni, elimina, così, le piccole società;
2. una situazione finanziaria solida con un totale all'attivo almeno il doppio del debito. Questo viene chiamato *current ratio* o indice di liquidità generale ed è dato dal rapporto tra attività correnti e passività correnti. Esprime la capacità della società di far fronte alle passività a breve termine attraverso le rispettive entrate. Non è da confondere con il *quick ratio*, somma delle liquidità immediate con le liquidità differite rapportate alle passività correnti. La differenza tra i due indici è data dalla mancanza, nel *quick ratio*, delle rimanenze che rappresentano la posta attiva con minor grado di

- liquidità;
3. utili stabili, aver generato negli ultimi 10 anni profitti;
 4. dividendi distribuiti con continuità negli ultimi 10 anni, *dividend yield* alto, sinonimo di capacità dell'impresa di remunerare il capitale investito;
 5. crescita degli utili, negli ultimi 10 anni, superiore al 3%;
 6. un moderato rapporto P/E (prezzo/utili) che non deve essere superiore a 15;
 7. il rapporto P/B (prezzo/valore contabile) non superiore a 1,5.

Queste regole sono solo delle ipotesi suscitate da Graham che, se rispettate, avrebbero garantito un investimento proficuo. Negli anni molte cose sono cambiate portando a continue modifiche ed evoluzioni. I parametri definiti in maniera rigida da Graham, godono, in realtà, di una certa flessibilità. In alcuni contesti, infatti, i multipli possono assumere valori più alti. Questo perché il *Value Investing* si professa come una filosofia d'investimento più che un algoritmo.

2.1 - INDICI FINANZIARI E MARGINE DI SICUREZZA

Selezionata l'azienda, si provvede all'analisi degli indici finanziari. Per la ricerca di stock sottovalutate si studia la situazione economico-finanziaria dell'impresa attraverso la riclassificazione di bilancio.

Per lo Stato Patrimoniale la riclassificazione, fondata sul criterio finanziario, prevede l'esposizione dei valori patrimoniali in base al grado di liquidità (attività) e esigibilità (passività). Il prospetto si presenta a sezioni divise e contrapposte che

accolgono gli Impieghi e le Fonti, rispettivamente, in base al grado di liquidità e di esigibilità. In questa prospettiva, le poste attive e passive vengono ordinate secondo il grado di monetizzazione (liquidità ed esigibilità decrescente)²⁹.

Attenendoci al Conto Economico assumiamo due modalità di riclassificazione: a Costo del Venduto e a Valore Aggiunto. Entrambi i prospetti sono strutturati a forma scalare. Il primo mette in luce il margine lordo industriale, sottraendo da esso i costi commerciali e amministrativi per l'ottenimento del risultato operativo caratteristico. L'ultimo evidenzia il valore che l'azienda aggiunge, attraverso il processo produttivo, al valore dei beni e servizi per la formazione del reddito d'esercizio³⁰.

Introdotti i principali metodi di riclassificazione, i dati presenti verranno utilizzati per il calcolo degli indici finanziari.

La valutazione del valore intrinseco, lo studio e l'analisi degli indici è lo stesso per entrambe le metodologie d'investimento. La differenza, tuttavia, sta nell'interpretazione dei dati. Gli indici di verifica sono:

1. rapporto Prezzo/Utile, come citato nel capitolo 1, non è altro che il prezzo delle azioni dell'azienda diviso il profitto realizzato in un dato intervallo di tempo (espresso anche come rapporto tra capitalizzazione di borsa e utili conseguiti). Abbiamo un rapporto tra impiego dell'investimento e profitto ottenuto in un anno. Per l'assunzione di significato, il P/E verrà messo a

²⁹ Riccardo Silvi, *Analisi di bilancio: la prospettiva manageriale*, McGrawHill, Milano (2012), p. 51

³⁰ Elisa Menicucci, *Casi ed applicazioni di analisi di bilancio*, FrancoAngeli, Milano(2016), p. 9

confronto con i rispettivi ottenuti da altre aziende dello stesso settore. Una ratio alto può significare che il valore di mercato è alto rispetto ai guadagni. Questo può essere un segnale di sopravvalutazione. Gli investitori saranno propensi a pagare una quota maggiore poiché la società in futuro riporterà utili superiori. Solitamente alti rapporti di multipli sono tipici di un'azione *growth*: tassi di crescita e P/E elevati con ampi margini di crescita. Nei tempi odierni questa situazione si manifesta, spesso, nel ramo della tecnologia e dell'informatica. Si investe perché si crede nel potenziale del business. I dividendi non verranno distribuiti ma reinvestiti dalla compagnia. Viceversa, un valore basso, che richiama la filosofia del *Value Investing*, è un segnale di sottovalutazione. Sono società stabili con business affermati che producono utili con meno potenziale di crescita ma che nel lungo periodo garantiscono stabilità e sicurezza agli investitori. Considerando al denominatore i guadagni storici vediamo un importante limite del P/E. Gli utili futuri sono difficili da ottenere. Le aspettative degli analisti potrebbero essere sbagliate. Il P/E valuta la società sulla base degli utili di fine esercizio. Nel momento in cui viene fatta la valutazione potrebbe non essere aggiornato. Nello specifico, gli analisti ovviano a tale problema grazie al *Trailing Price Earnings*³¹. Al denominatore al posto dell'utile di fine

³¹ <https://www.affaridiborsa.com/articoli/133-il-rapporto-prezzo-utili-price-earnings-5-cose-da-sapere-sul-principale-ratio-per-valutare-una-societa.html>

esercizio, viene inserita la somma degli utili dei quattro trimestri più recenti. L'ultimo problema del rapporto Prezzo/Utili è che non tenendo conto dell'indebitamento societario non permette la comparazione tra due società con differenti leve finanziarie. Per questo motivo subentra nella scena anche l'*Enterprise Value/Net income* che considera la capitalizzazione accresciuta dai debiti finanziari della società.

2. rapporto price to book ratio (P/B), al numeratore vede il prezzo di mercato di un'azione mentre al denominatore il valore del capitale proprio della società³². I titoli sottovalutati sono quelli il cui rapporto è inferiore a 1 e viceversa, per valori maggiori di 1 abbiano una situazione di sopravvalutazione.
3. rapporto di indebitamento (D/E), al numeratore abbiamo il totale delle passività mentre al denominatore i mezzi propri³³. Evidenzia quanta parte del capitale investito viene coperta dal capitale proprio e quanta da quello di terzi. Tanto più l'indice è superiore a 1, maggiore sarà il ricorso ai debiti, di conseguenza avremo una situazione di rischiosità finanziaria³⁴.
4. *free cash flow* o flusso di cassa disponibile (FCF), è dato dalla differenza tra il flusso di cassa delle attività operative e quello per investimenti in capitale fisso. Mostra come una compagnia possa remunerare, dopo aver sostenuto

³² <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/price-book-value.html>

³³ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/rapporto-di-indebitamento.html>

³⁴ Riccardo Silvi, *analisi di bilancio: la prospettiva manageriale*, McGrawHill (2012), p. 180

spese per operazioni di finanziamento e spese in conto capitale, i propri soci attraverso i dividendi. L'investitore pone attenzione al FCF di una società poiché se aumenta, grazie alla crescita delle vendite o alla riduzione dei costi, allora l'aumento dei flussi di cassa liberi potrebbe premiare in futuro gli investitori. Quando il prezzo delle azioni è basso e il FCF in aumento, le probabilità che entrambi i valori appena citati crescano sono alte³⁵. Il *price-to-cash-flow* (P/CF) esprime la quantità di denaro generato dalla compagnia rispetto al prezzo delle azioni. Un valore basso può essere sinonimo di impresa sottovalutata e viceversa per valori alti, abbiamo il caso opposto di impresa sopravvalutata.

5. *price/earnings-to-growth* (PEG), rapporto tra l'indicatore P/E e il tasso di sviluppo annuale previsto per gli utili di una società. È stato introdotto per quei settori in continuo sviluppo. Un'azione con un PEG inferiore a 1 è considerata sottovalutata rispetto ai guadagni futuri che potrà generare. Viceversa, se il PEG è superiore a 1 avremo una situazione di sopravvalutazione. La differenza tra PEG e P/E è che il primo considera anche i guadagni futuri, permettendo all'analista di avere una visione più completa per la valutazione intrinseca dell'azione.

³⁵ <https://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/09/five-must-have-metrics-value-investors.asp>

I multipli sopra elencati vanno considerati nell'aspetto assoluto e relativo alla loro storia. La stessa attività può assumere valori inferiori al passato, occorre, però, tener presente il contesto in cui una società opera e i competitors del settore³⁶.

Un altro punto fondamentale che influenza le decisioni di investimento e ha il fine di proteggere l'investitore è il margine di sicurezza. Introdotto da Graham e Dodd nell'opera *Security Analysis* rappresenta la differenza tra il valore di un'azienda e il prezzo di mercato, in termine percentuale. Questa divergenza di valore ha due funzioni: cuscinetto e profitto. Nel primo caso per rispondere all'instabilità delle fluttuazioni dei prezzi delle azioni. Se si compra a sconto si hanno minori rischi di perdita poiché il valore tangibile, tranne casi eccezionali, rimane integro. Il margine assicura buoni profitti nell'istante in cui si manifesta convergenza tra valore intrinseco e prezzo di mercato. Riassumendo il tutto in una formula:

$$Ms = [(V - BEP) / V] * 100$$

V esprime il volume delle vendite a cui si sottrae il Breakeven point. L'investitore paziente attenderà il momento idoneo per l'acquisto del titolo.

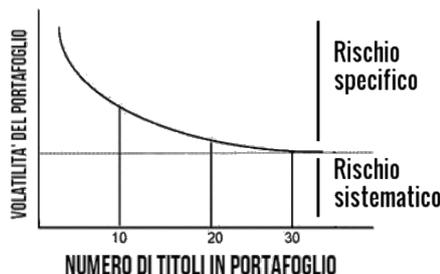
2.2 – CAPITAL ASSET PRICING MODEL

Nella fase di acquisizione del titolo si va in contro a due rischi, diversificabile e sistematico. Il rischio diversificabile può essere eliminato investendo in attività finanziarie differenti tra loro. I fondi d'investimento sono il riflesso per la soluzione

³⁶ Francesco D'Arco, Value Investing, Allegato ad AP ADVISOR PRIVATE n.23 (2018), p. 40

al problema; il secondo o rischio di mercato è correlato al rischio derivante dall'acquisto di un'attività finanziaria.

Figura 2.1: Rischio specifico e sistematico



Fonte: <https://www.dedaloinvest.com/education/didattica-investimenti/capm>

Il CAPM (Capital Asset Pricing Model) elaborato da William Sharpe è un modello matematico che attraverso il fattore di rischio (beta) definisce la relazione tra rendimento di un titolo e la sua rischiosità³⁷. Evolutosi nel tempo come metodo per il calcolo del rischio sistematico, è ampiamente usato per la valutazione dei titoli rischiosi e i rendimenti generati, dato il rischio delle attività e il costo del capitale. Analiticamente la formula può essere sintetizzata:

$$ER_i = R_f + \beta_i(ER_m - R_f)$$

ER_i (*expected return of investment*) o rendimento atteso vede come componenti, R_f (risk-free rate), β_i (beta of the investment), $ER_m - R_f$ (market risk premium). Gli investitori pretendono di essere ricompensati per il rischio. Il tasso di rischio *free-rate* rappresenta il tasso prodotto da un investimento con assenza d'incertezza associata ai flussi di cassa prodotti. Le altre componenti riguardano i rischi

³⁷ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/capm.htm>

aggiuntivi a cui un investitore va in contro per l'acquisto di attività finanziarie. Il beta quantifica, invece, la sensibilità di una AF rispetto al portafoglio di mercato. Quest'ultimo contiene solo il rischio sistematico, avremo quindi un beta minore di 1 per tutti quei titoli che hanno un rischio sistematico inferiore a quello del portafoglio di mercato e viceversa. Il rendimento atteso di conseguenza è legato al beta, poiché se il beta è alto (rischio sistematico alto), l'investitore sarà disposto a detenere questa tipologia di portafoglio solo se il rendimento atteso a sua volta sarà elevato³⁸. Analiticamente la formula del beta:

$$\beta = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

σ_{im} = covarianza fra i rendimenti dell'azione i e i rendimenti del mercato;

σ_m^2 = varianza dei rendimenti del mercato.

Il *Value* mostra sempre meno rischio del *Growth*, tranne casi particolari associati alla crisi finanziaria.

2.3 – CRITERI DI MANAGEMENT

Un investitore non può limitarsi ad osservare soltanto le fluttuazioni di prezzo delle azioni, deve scavare a fondo e considerare la qualità della dirigenza a capo della società in cui vorrà investire. W. Buffet sostiene che le aziende in cui si hanno

³⁸ <https://www.dedaloinvest.com/education/didattica-investimenti/capm>

delle partecipazioni azionarie devono essere gestite da manager competenti e affidabili. *“Non ci interessa lavorare con persone che non posseggono queste caratteristiche, non abbiamo mai fatto buoni affari con cattive persone”*³⁹.

Un manager deve avere tre caratteristiche, essere razionale, trasparente nei confronti degli azionisti e saper resistere all'imperativo istituzionale. La destinazione degli utili, in termini allocativi spetta al manager, poiché il capitale determinerà in futuro un maggiore valore in mano agli azionisti.

Un dirigente è trasparente sulle comunicazioni aziendali e dei risultati ottenuti. Che sia un successo o meno, va comunicato per evitare rapporti annuali falsati. L'ultimo osserva la capacità imitativa di una società nei confronti dei modelli di business dei competitor. L'imitazione non deve essere assoluta, a nessuno interesserebbe un business identico in tutto e per tutto ad un altro già presente sul mercato, per questo non si parla di copiare ma di prendere spunto. Non traslare il tutto ad una cieca imitazione degli altri. Valutare il manager attraverso questi tre principi, data la loro componente umanistica, diviene più complesso rispetto ad una valutazione delle prestazioni finanziarie. Quest'ultima è pur sempre un importante forma di valutazione da non sottovalutare, bensì da integrare a quella umanistica.

Nel calcolo delle prestazioni finanziarie, Buffet preferisce concentrarsi non sui rapporti annuali, bensì sulle medie degli ultimi 5 anni. Si sofferma sul ROE (*return on equity*), l'*owner earning*, i margini di profitto e la regola del dollaro. Il ROE dato

³⁹ R. G. Hagstrom, *Il metodo Warren Buffet*, HOEPLI, Milano (2014), p. 55

dal rapporto tra il reddito netto e i mezzi propri, rileva la performance di un'impresa dal punto di vista dei proprietari (categoria di individui portatori di fattori produttivi e remunerati solo in casi di disponibilità e dopo gli altri portatori di interesse⁴⁰). Non è solo determinato dalle decisioni della gestione caratteristica, ma anche da quelle della gestione finanziaria e patrimoniale. Per valutare il significato del ROE, viene confrontato con il rendimento *risk-free*. La differenza tra i due indici determina il premio al rischio. Maggiore sarà il ROE, maggiore sarà l'attrattività che la società nutre sul mercato azionario. Gli *owner earning*, partendo dalla loro composizione, rappresentano gli utili dichiarati a cui si aggiunge l'ammortamento e le variazioni del capitale circolante netto. A questo si sottrae l'importo medio annuo delle spese capitalizzate per immobilizzazioni materiali che la società sostiene per mantenere la sua posizione competitiva nel lungo termine.

Il flusso di cassa che utilizza Warren Buffet per la ricerca del *fair value* è più un *Free Cash Flow* piuttosto che *Cash Flow Operativo*, comunemente utilizzato nel DCF. Tutto questo perché il flusso di cassa viene decurtato dalle spese che la società sostiene per garantire il continuo dell'attività⁴¹. La società deve essere in grado, inoltre, di produrre margini di profitto elevati e sostenibili. Infine, la regola del dollaro. Ogni anno si decide quanta parte dell'utile (se c'è) debba essere trattenuto e quanto distribuito sotto forma di dividendi. La parte reinvestita, se impiegata bene,

⁴⁰ Riccardo Silvi, *Analisi di bilancio: la prospettiva manageriale*, McGrawHill, Milano (2012), p.145

⁴¹ <https://www.affaridiborsa.com/articoli/182-owner-earnings.html>

riconoscerà un incremento di valore societario e del titolo. Un buon manager è colui che sappia destinare e sfruttare nel migliore dei modi le risorse disponibili. Sono da considerare quelle aziende che per ogni dollaro trattenuto sono state in grado di generarne un ulteriore per una maggiore capitalizzazione di mercato del titolo⁴². Sulla base delle componenti umanistiche e finanziarie possiamo valutare i risultati dell'operato passato e delle potenzialità, in capo al manager, di far crescere l'azienda.

⁴² R. G. Hagstrom, *Il metodo Warren Buffet*, HOEPLI, Milano (2014), p. 70

CAPITOLO 3 – ANALISI PRATICA

3.1 – SETTORE DELLE AUTOMOBILI ELETTRICHE: TESLA

Il mercato dei veicoli elettrici è notevolmente in crescita, secondo diverse stime nel 2030 la richiesta di mercato coprirà il 50% della domanda del settore automobilistico⁴³. Alla base di questo successo non solo vi sono le moderne normative sulla sicurezza e sulle emissioni dei veicoli, ma anche il cambiamento nei gusti dei consumatori ormai soggetti ad un settore sempre più standardizzato. In un settore in stallo, l'elettrico può affermarsi con ampi margini di crescita, rispettando, inoltre, l'ambiente nel futuro. Nell'ultimo decennio sempre di più sono le case automobilistiche che hanno deciso di investire e affermarsi nel settore. Dalla Fiat che con la proposta di nuovi modelli fino ad arrivare, alle più conosciute per la loro totalitaria produzione dell'elettrico come Tesla o Nio. Un modello di business avvincente, un prodotto che sappia differenziarsi e prospettiva di crescita elevate fanno di Tesla un colosso per le auto elettriche. L'attuale CEO Elon Musk ha portato la società sempre sulla bocca di tutti.

Il business in sé non si fonda sulla creazione di auto economiche prodotte in serie bensì sulla produzione di auto differenti da quelle presenti sul mercato. Le altre case automobilistiche utilizzano reti di commercializzazione e vendite, attraverso concessionari la cui possibilità di esporre il marchio e poter vendere i prodotti di una specifica società sono attribuiti grazie ai contratti di franchising, Tesla, invece, vende

⁴³https://www.huffingtonpost.it/dossier/terra/2022/02/22/news/2030_il_sorpasso_dell_auto_elettri-ca-8810513/

direttamente ai consumatori con showroom di proprietà dell'azienda. A tutto questo si aggiunge la creazione di stazioni di ricarica ad alta velocità, con marchio Tesla, che danno la possibilità in poco tempo e in maniera gratuita a qualsiasi cliente di usufruire del servizio. Tesla per il suo carattere innovativo viene, inoltre, molto apprezzata dai giovani in quanto clienti di oggi e di domani.

Figura 3.1: Ricavi bilancio Tesla

<i>Ricavi</i>	2021 FY		2020 FY		Delta	
	musd	%	musd	%	musd	%
Automotive segment	51.034	94,8%	29.542	93,7%	21.492	72,8%
Automotive sales	44.125	82,0%	24.604	78,0%	19.521	79,3%
Automotive leasing	1.642	3,1%	1.052	3,3%	590	56,1%
Servizi e altro	5.267	9,8%	3.886	12,3%	1.381	35,5%
Energy generation and storage	2.789	5,2%	1.994	6,3%	795	39,9%
Totale	53.823	100,0%	31.536	100,0%	22.287	70,7%

Fonte: <https://www.analiscorporate.net/tesla-bilancio-2021/>

A conferma di quanto appena riportato la gran parte del business aziendale è orientato al settore automobilistico e servizi ad esso correlato. Solo una piccola percentuale è generata da investimenti nel settore dell'energia rinnovabile⁴⁴. Avendo introdotto brevemente il settore delle auto elettriche e il modello di business, passiamo all'analisi dei dati di bilancio. In questo momento Tesla (01/01/2022) ha una capitalizzazione di 868,47 miliardi di dollari, con un valore di mercato per ogni azione di 277.16 dollari e un P/E di 33,46. I dati di bilancio dal 2017 ad oggi, mostrano una panoramica interessante (i dati sono espressi in migliaia):

⁴⁴ <https://businessmodelanalyst.com/tesla-business-model/> - Teslas Competitors

Tabella 3.1: Performance Tesla dal 2018-2021

Anno	Vendite	Utili	FCF	N. azioni	FCF/share	P/E	EPS
2018	21.461.268	-976.091	-221.714	2.589.039	0,0000	0,00	-0.38
2019	24.578.000	-862.000	968.000	2.715.931	0.3564	0,00	-0.33
2020	31.536.000	690.000	2.701.000	2.880.000	0,9378	187,47	0.25
2021	53.823.000	5.519.000	3.483.000	3.099.000	1,1239	118,00	1.87

Fonte: elaborazione propria su dati tratti da Yahoo Finance

Negli ultimi quattro anni si può vedere come il fatturato sia aumentato notevolmente fino ad arrivare, nell'ultimo bilancio annuale redatto, ad una crescita superiore al doppio del valore riportato nel 2018. Nonostante un fatturato di miliardi di tale spessore, Tesla è riuscita a generare utili soltanto dal 2020 portando per la prima volta un bilancio all'attivo. D'altronde la citazione di Doholis Lambert afferma: *“Revenue is Vanity. Profit is sanity. Cash is reality”*⁴⁵. Analogamente abbiamo una situazione simile per il *free cash flow*. Aumenti di capitale grazie ad emissioni azionari e un P/E con un picco nel 2020 fino alla sua discesa odierna a 33,46.

Tabella 3.2: Indici correnti

CURRENT RATIO	1,38
QUICK RATIO	1,08
DEBT/EQUITY	0,17

Fonte: elaborazione propria su dati tratti da Yahoo Finance

⁴⁵ <https://www.doholis-lambert.com/blog/revenue-is-vanity-profit-is-sanity-but-cash-is-king>

Le attività correnti sono sufficienti a coprire le passività correnti sebbene non diano molta sicurezza. Il debito, però, equivalente al 17% dell'equity è un buon valore di copertura finanziaria. Per la stima del valore intrinseco useremo non la formula citata nel capitolo 1, ma un metodo molto utilizzato dagli analisti in tempi odierni. Il *Discounted Cash Flow* attualizza al costo medio ponderato del capitale (WACC) i FCF per la valutazione aziendale. La differenza tra il risultato ottenuto e il valore del capitale di debito rappresenta il valore intrinseco delle azioni. Questo, a sua volta, dovrà essere rapportato al numero di azioni totali erogate dalla società. Otteniamo, così, il valore intrinseco della singola azione⁴⁶.

Iniziamo con l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri ad un dato tasso di sconto (WACC) (i calcoli verranno fatti sulla base dei dati raccolti⁴⁷). Il WACC di Tesla ad oggi è di 13,47%. Procedendo con la formula di seguito riportata per l'attualizzazione dei FCF futuri (fino al 2030):

$$E = \sum_{t=1}^n \frac{FDCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{Terminal\ Value}{(1+WACC)^n}$$

$$2023 = 5.390$$

$$2024 = 7.871$$

$$2025 = 9.777$$

$$2026 = 11.499$$

$$2027 = 12.993$$

⁴⁶ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/discounted-cash-flow.html>

⁴⁷ <https://www.infrontanalytics.com/fe-it/50658NU/Tesla-Motors-Inc/Beta>

2028 = 14.261

2029 = 15.331

2030 = 16.238

Otteniamo un valore attuale di 38 miliardi di dollari. Nella seconda parte dell'equazione dovrà essere attualizzato il valore terminale. Valore terminale:

$$FC_{2030} \times (1 + g) / (\text{Tasso di sconto} - g)$$

$$16238000000 \times (1 + 3,32\%) / (13,47\% - 3,32\%) = 165 \text{ miliardi}$$

$$\text{Attualizziamo il valore terminale: } 165 \text{ miliardi} / (1 + 13,47\%)^8 = 60 \text{ miliardi}$$

Il valore dell'azienda dato dalla somma tra 60 e 38 miliardi di dollari è di 98 miliardi di dollari. L'equivalente azionario è 32 euro per azione. Il suo valore in borsa, invece, è di 277 euro a prova che è estremamente sopravvalutata. Tale divergenza è dovuta al sentiment del mercato e dall'influenza mondiale provocata, soprattutto, dal suo CEO Elon Musk. Non è conveniente avere nel proprio portafoglio il titolo Tesla acquistato ad un prezzo così elevato. Nell'analisi SWAT di alcuni analisti, tra i punti di debolezza di Tesla, viene indicato Elon Musk poiché imprevedibile e causa di possibili instabilità tra il valore di mercato e il reale valore della società.

CONCLUSIONI

L'obbiettivo dell'elaborato è di esporre i punti cardine di funzionamento della strategia *Value* e *Growth Investing*. Due strategie d'investimento con forti radici passate ma che negli anni, pur con qualche modifica, hanno continuato ad essere utilizzate.

In un'epoca telematica in cui ogni soggetto ha la possibilità di acquistare un'attività finanziaria, questo ha inficiato molto sulla formazione dei rispettivi prezzi di mercato.

Nella teoria dei mercati efficienti, gli agenti operano in maniera razionale, il prezzo di mercato riflette il reale valore societario. Tuttavia, questa ipotesi non è rappresentativa della realtà. L'abbiamo visto ripercorrendo alcuni eventi storici come le bolle scoppiate nel corso degli anni 2000 fino a quella più recente del 2008. Questa situazione non si verifica solo in eventi estremi, ma dipende anche dal sentiment del mercato.

L'aspetto teorico della divergenza tra i prezzi di mercato e il valore intrinseco è stata spiegata a livello di analisi fondamentale nel secondo capitolo.

Nell'ultimo capitolo, da un semplice esempio pratico di studio ed analisi societario, si richiama il punto cardine di un mercato non efficiente fatto di operatori non razionali. Tutti questi segnali sono il simbolo di un mercato che tutto è tranne che efficiente. Viviamo in una società in cui soggetti senza competenza speculano sull'andamento dei titoli cercando di ottenere ritorni inimmaginabili,

condizionando l'andamento del mercato mediante acquisti in fasi di eccessiva euforia e vendendo in situazioni di crisi già avviate. In un'ottica in cui il trading viene proclamato come il metodo più facile e rapido per guadagnare, è qui che le strategie di lungo termine hanno una funzione di rifugio dagli andamenti congiunturali e dai rischi sistematici di mercato nel breve termine.

Il *Value* e il *Growth* hanno la stessa finalità di creazione del profitto. Selezionano e acquistano titoli, prendendo simili indici di riferimento ma interpretandoli in differente modo. Non vi è una strategia definitiva che possa prevalere sull'altra, poiché a seguito di cicli economici altalenanti ci saranno periodi in cui il *Value* ottiene risultati migliori e viceversa. Nel lungo termine entrambe le strategie se portate avanti con discrezionalità garantiranno comunque risultati positivi. L'investimento (prendendo come riferimento l'indice S&P) su un arco temporale di almeno venti anni ha sempre portato risultati positivi. In conclusione, ognuna delle due ha i propri punti di forza e debolezza e non si può sancire una strategia migliore dell'altra, dipenderà tutto dai bisogni dell'investitore, dall'orizzonte temporale considerato e dal contesto di mercato.

BIBLIOGRAFIA

D'Arco Francesco, Value Investing, Allegato ad AP ADVISOR PRIVATE n.23 (2018)

Dornbush Rudiger, Macroeconomia, McGrawHill, Milano (2020)

Ferrari Gianluca, Value Investing, Hoepli, Milano (2015)

Fisher Philip, Common Stocks and Uncommon Profits and Other Writings, Wiley, Hoboken (2003)

Graham Benjamin, The intelligent investor, HarperCollins, New York (1973)

Hagstrom Robert, Il metodo Warren Buffet, HOEPLI, Milano (2014)

Menicucci Elisa, Casi ed applicazioni di analisi di bilancio, FrancoAngeli, Milano (2016)

Silvi Riccardo, Analisi di bilancio: la prospettiva manageriale, McGrawHill, Milano (2012)

SITOGRAFIA

https://it.wikipedia.org/wiki/Security_Analysis

<https://www.affaridiborsa.com/articoli/184-cos-e-il-value-investing-come-diventare-un-value-investor.html>

[https://www.mercati24.com/value-](https://www.mercati24.com/value-investing/#:~:text=La%20teoria%20alla%20base%20del,sta%20valutando%20equamente%20o%20meno.)

[investing/#:~:text=La%20teoria%20alla%20base%20del,sta%20valutando%20equamente%20o%20meno.](https://www.mercati24.com/value-investing/#:~:text=La%20teoria%20alla%20base%20del,sta%20valutando%20equamente%20o%20meno.)

<http://www.crusoe.it/investimenti-life-cycle-per-i-fondi-pensione-fondamenti-ed-analisi/>

<https://thefinanceblogs.com/investimento-vs-speculazione/>

<https://summitry.com/blog/2020/02/06/index-investing/>

<https://blog.moneyfarm.com/it/finanza-personale/tre-ragioni-passare-agli-investimenti-passivi/>

<https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/gestione>

<https://blog.moneyfarm.com/it/finanza-personale/tre-ragioni-passare-agli-investimenti-passivi/>

<https://www.investmentimagazine.it/investimento-attivo-e-passivo/>

<https://www.investopedia.com/terms/g/growthinvesting.asp>

https://www.treccani.it/enciclopedia/small-cap_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

<https://www.investimentoinborsa.com/guida-al-growth-investing-linvestimento-di-qualita/>

<https://longviewassets.com/buy-at-a-wonderful-price-or-buy-a-wonderful-company/#:~:text=As%20Warren%20Buffett%20once%20said,company%20at%20a%20wonderful%20price.%E2%80%9D>

<https://www.mercati24.com/growth-investing/>

<https://admiralmarkets.com/it/education/articles/fundamental-analysys/andamento-pil-borsa>

<https://www.investiremag.it/investire/2021/05/14/news/cambia-l-impatto-dell->

[inflazione-sui-mercati-azionari-58846/](#)
<https://www.ftaonline.com/inflazione-azioni-mercato.html>
<https://www.affaridiborsa.com/articoli/133-il-rapporto-prezzo-utili-price-earnings-5-cose-da-sapere-sul-principale-ratio-per-valutare-una-societa.html>
<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/price-book-value.html>
<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/rapporto-di-indebitamento.html>
<https://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/09/five-must-have-metrics-value-investors.asp>
<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/capm.htm>
<https://www.dedaloinvest.com/education/didattica-investimenti/capm>
<https://www.affaridiborsa.com/articoli/182-owner-earnings.html>
¹https://www.huffingtonpost.it/dossier/terra/2022/02/22/news/2030_il_sorpasso_dell_auto_elettrica-8810513/
https://businessmodelanalyst.com/tesla-business-model/ - Teslas_Competers
<https://www.doholis-lambert.com/blog/revenue-is-vanity-profit-is-sanity-but-cash-is-king>
<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/discounted-cash-flow.html>
<https://www.infrontanalytics.com/fe-it/50658NU/Tesla-Motors-Inc-/Beta>