



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

# VALUE INVESTING

**Strategie di Investimento e Margine di Sicurezza**

**Investment Strategies and Margin of Safety**

Relatore:

Prof. Guido Polucci -

Rapporto Finale di:

Davide Fuligni

Anno Accademico 2022/2023

*Alla mia famiglia,  
fonte di continua ispirazione.*



# INDICE

INTRODUZIONE	I
1. STRATEGIA DI INVESTIMENTO GENERALE	1
1.1. Strategia generale	1
1.1.1. Tempistiche per l'acquisto	1
1.1.2. Tempistiche per la vendita	3
1.1.3. Domande da porsi nell'acquisto di una azione ordinaria	4
1.1.4. Su chi investire?	7
2. STRATEGIE DI INVESTIMENTO AVANZATE E MARGIN OF SAFETY	9
2.1. Investitore difensivo	11
2.1.1. Componente obbligazionaria per l'investitore difensivo	12
2.1.2. Componente azionaria per l'investitore difensivo	13
2.2. Investitore intraprendente	15
2.2.1. Componente azionaria per l'investitore intraprendente	17
2.3. Margin of Safety	18
3. STRATEGIE DEL VALUE INVESTING APPLICATE A DUE SOCIETÀ MARCHIGIANE	20
3.1. Tod's S.p.A.	22
3.1.1. Analisi	25
3.1.2. Conclusioni su Tod's S.p.A.	27
3.2. Biesse S.p.A.	28
3.2.1. Analisi	31

3.2.1. Conclusioni su Biesse S.p.A.	32
CONCLUSIONI	34
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	35

# INTRODUZIONE

La strategia di investimento denominata "Value Investing" fa parte delle strategie che richiamano la teoria della Firm-Foundation, che spiega come qualsiasi strumento di investimento abbia un legame con l'azienda (firm) denominato "valore intrinseco", il quale può essere determinato con una attenta analisi delle prospettive presenti e future dell'azienda stessa.

Il Value Investing ha iniziato a svilupparsi dalle idee di due professori della Columbia Business School, Benjamin Graham e David Dodd, considerati come i padri fondatori di questa disciplina. Chi applica questa strategia punta ad individuare il valore intrinseco o "book value" di uno strumento finanziario (che sia una azione, un'obbligazione, un bene immobile o molti altri); quando i valori di mercato risultano minori del valore intrinseco si manifesta un'opportunità di acquisto, mentre se il valore di mercato supera il valore intrinseco si apre una possibilità di vendita.

Il valore intrinseco è una misura del valore effettivo di uno strumento finanziario, calcolata mediante modelli finanziari complessi e considerazioni soggettive; dunque, non ricavata dal prezzo di mercato dell'asset. Questo valore può essere calcolato qualitativamente, considerando fattori come la governance, il modello di business oppure i mercati target, oppure quantitativamente concentrandosi su performance finanziaria, analisi dei bilanci e formulazione di indici.

La teoria della Firm Foundation, citata in precedenza, si concentra sul fatto che il valore di una azione dovrebbe essere basato sul flusso di guadagni che una impresa sarà in grado di distribuire in futuro sotto forma di dividendi o stock buybacks. Nel valutare il valore intrinseco di una azione la cosa più importante da fare è individuare proprio questo flusso di rendimenti futuri offerti dall'impresa. Il valore di una quota viene quindi considerato come il valore presente o scontato del cash flow che l'investitore si aspetta di ricevere.

L'analisi va ad individuare ed analizzare le “fondamenta” stesse dell'impresa, in modo da trovare questo valore considerato come asse principale della struttura aziendale. Questa analisi viene effettuata stimando il livello delle vendite dell'impresa, i costi operativi, i costi fiscali, il deprezzamento e i costi sostenuti per ottenere il capitale (costi di indebitamento).

Malgrado le plausibilità scientifiche, ci sono tre potenziali fattori che possono mostrare i difetti dell'analisi fondamentale:

- Le informazioni e le analisi potrebbero non essere corrette;
- L'analisi che porta alla stima del valore potrebbe essere errata;
- Il prezzo dell'azione potrebbe non convergere verso il valore stimato.

Altra considerazione che va contro l'analisi fondamentale è la cosiddetta Teoria del Mercato Efficiente (Efficient Market Hypothesis) di Eugene Fama, la quale sostiene che i prezzi di mercato delle azioni riflettono qualsiasi informazione e non sono dunque possibili ulteriori analisi che permettano di trovare azioni sottovalutate su cui investire, ciò porta all'impossibilità di ottenere sistematicamente risultati migliori di quelli che si potrebbero ottenere investendo in indici azionari<sup>1</sup>.

Qualsiasi strategia applicabile non permette di ottenere rendimenti fissi ogni anno, tantomeno assicurare rendimenti positivi, questo perché bisogna tener conto di fattori come errori di valutazione oppure semplicemente la sfortuna<sup>2</sup>.

Quello che ci permette di ottenere il Value Investing sono possibilità maggiori di successo.

Nella classificazione delle strategie di investimento praticabili consideriamo:

1. Strategia generale;
2. Strategia dell'investitore difensivo;
3. Strategia dell'investitore intraprendente.

La strategia generale si concentra su considerazioni oggettive e facilmente analizzabili che si basano comunque sul concetto cardine di valore intrinseco, ma

---

<sup>1</sup> Questa teoria è stata smentita proprio dai risultati di uno dei più grandi “value investor”, Warren Buffet, allievo di Graham, che ha operato con successo sul mercato per diversi decenni.

<sup>2</sup> Può capitare che a livello di management emergano scandali che rovinino la reputazione dell'azienda e che non potevano essere previsti e analizzati.

si differenzia dalle altre due per tipo di complessità e specificità nella ricerca dei potenziali titoli da acquistare. Le altre due strategie sono caratterizzate da una maggiore attenzione ai particolari (più marcata nella terza), perciò comportano maggior dispendio di energie e tempo nella analisi e valutazione.

Per Graham, attributi fondamentali di un portafoglio di investimento sono generalmente determinati dalla posizione e dalle caratteristiche del proprietario o dei proprietari.

Il tasso di rendimento al quale puntare dovrebbe dipendere dalla quantità di sforzo intelligente che l'investitore è disposto a compiere per raggiungere il suo obiettivo: rendimento minimo all'investitore prudente e passivo, rendimento maggiore all'investitore intraprendente e attento.

Entrando nello specifico, nel Primo Capitolo svolgeremo un'analisi meno dettagliata e più generale, mentre nel Secondo Capitolo proporremo considerazioni più specifiche e illustreremo anche uno dei pilastri dell'argomento in esame, ovvero il margin of safety.

Nel Terzo Capitolo applicheremo il Value Investing nel concreto, prendendo in considerazione due aziende marchigiane:

- Tod's S.p.A.
- Biesse S.p.A.

Queste due società multinazionali sono presenti da molti anni nel territorio e possiedono dimensioni rilevanti, tutto ciò facilita l'analisi e la comprensione. Non andremo ad analizzarne le specificità riguardanti ogni aspetto, ma ci limiteremo a pochi, ma importanti, aspetti delle società.

# **1. STRATEGIA DI INVESTIMENTO GENERALE**

## **1.1. Strategia generale**

Le considerazioni proposte nella nostra Introduzione con riguardo alla strategia generale sono applicabili anche alle altre due strategie: quella dell'investitore difensivo e quella dell'investitore intraprendente.

In materia di acquisto e vendita di strumenti finanziari si hanno tempistiche e procedure conoscitive generali che consentono di ottenere una buona probabilità di compiere un affare. A questo riguardo, distinguiamo due principali variabili:

- Tempismo;
- Domande da porsi.

### **1.1.1. Tempistiche per l'acquisto**

Analizzando la prima variabile, ci poniamo le seguenti domande: quando acquistare e quando vendere?

Se si acquistano e si tengono in portafoglio delle azioni accuratamente selezionate secondo i criteri del Value Investing, si avrà un'alta probabilità di conseguire profitti nel lungo periodo, ma bisogna prendere adeguatamente in considerazione il momento di acquisto.

La tempistica per un investitore dilettante, poco propenso all'attività di analisi, è poco più rilevante di quanto lo sia per un investitore intraprendente (strategia più analitica); se la scelta delle azioni fosse meticolosa bisognerebbe acquistare appena si presenta l'occasione, così facendo l'investitore scommette su qualcosa che conosce anziché su qualcosa di cui sa poco o niente.

Possono manifestarsi opportunità di investimento in aziende dove si registra una forte crescita degli utili non ancora riversatasi sul prezzo dell'azione; in tali situazioni è sempre saggio acquistare andando ad ignorare l'andamento economico, ma resta comunque il rischio che, dopo un forte calo depressivo, l'azione stessa (anche la più sicura) possa perdere il 30% o il 50% del proprio valore azionario<sup>1</sup>.

In campo economico il metodo usato convenzionalmente per scegliere il momento in cui comprare delle azioni consiste nel mettere insieme una serie enorme di dati economici dai quali si traggono conclusioni sul probabile andamento dell'economia nel breve e nel medio periodo<sup>2</sup>, ma questo tipo di metodo è quasi impossibile e sconsigliato da attuare (soprattutto nel Value Investing, dove ciò che veramente conta è il valore intrinseco del titolo) perché si ha l'impossibilità di prevedere eventi certi, ma si possono dare comunque previsioni abbastanza realistiche, non sempre completamente affidabili.

Una considerazione da tenere bene a mente sono le tempistiche insite nella natura stessa dell'azienda di cui si vogliono comprare titoli. Si consideri, ad esempio, il caso di aziende che svolgono attività di ricerca e sviluppo per la progettazione e creazione di prodotti innovativi: il processo che va dall'inizio della progettazione fino alla produzione su vasta scala ha costi che possono erodere sensibilmente i profitti dell'azienda; per la scelta del momento in cui acquistare azioni ordinarie, la fase più critica nello sviluppo di un nuovo processo è quella in cui sta per iniziare la produzione seriale, poichè il periodo di assestamento della produzione sperimentale potrebbe estendersi per diverso tempo; bisogna poi considerare che i profitti generati dai vecchi prodotti possono venire ulteriormente erosi da vendite promozionali e sforzi pubblicitari a sostegno del nuovo prodotto; in generale, più dura il periodo di assestamento, più calano le quotazioni di mercato. Può anche capitare che, se un'impresa è molto conosciuta e un nuovo prodotto è molto aspettato, si abbiano ondate di acquisti che portano il prezzo dell'azione ad aumentare.

---

<sup>1</sup> Questo rischio lo possono assumere gli investitori che hanno scelto con molta cura le imprese su cui investire, come gli investitori intraprendenti.

<sup>2</sup> Investitori più sofisticati guardano di solito anche all'andamento dei tassi di interesse, alla domanda di settore e ai comunicati price sensitive.

Come conclusione riassuntiva, la miglior strategia generale di acquisto è proprio comprare appena si manifesta la possibilità.

### **1.1.2. Tempistiche per la vendita**

Quando parliamo di vendita ci riferiamo a poche occasioni che possono manifestarsi e condurre alla decisione di liquidare la posizione e liberarci delle azioni selezionate.

Può presentarsi l'occasione o necessità quando si è commesso un errore di calcolo o analisi nell'acquisto originario e si capisce che l'andamento di quella azione è molto meno promettente di quanto si fosse previsto.

La corretta gestione di una simile situazione dipende dall'autocontrollo emotivo dello stesso investitore; è necessario sapere quando vendere se si è condotta una analisi sbagliata, inoltre, se gli elementi che hanno causato quest'analisi errata vengono dettagliatamente individuati, è molto improbabile che si manifesti di nuovo tale errore.

Si dovrebbe vendere sempre un'azione che, a seguito del cambiamento della natura dell'azienda o del management, non rispecchia più le caratteristiche individuate al momento dell'acquisto del titolo. Da qui nasce la necessità di restare sempre informati sulle dinamiche e sugli sviluppi delle aziende selezionate.

Si hanno situazioni tipiche, ad esempio, quando si verifica una modifica nel management e i nuovi dirigenti non sono all'altezza dei loro predecessori o cambiano le politiche dell'azienda stessa; un altro esempio si ha qualora, dopo una crescita persistente negli anni, l'impresa non riesce più a crescere e quindi si stabilizza nel mercato, seguendone le oscillazioni o l'andamento dell'economia nazionale in cui opera. Una terza ragione può nascere qualora l'azione acquistata mostri un tasso di crescita futuro minore rispetto a quello previsto, ma soprattutto rispetto a quelli previsti per altre azioni con caratteristiche simili e promettenti.

Un investitore si può ritrovare in una situazione per cui non possiede le giuste quantità di risorse finanziarie per effettuare ulteriori operazioni di acquisto,

specialmente quando ha già investito in differenti azioni; come conseguenza, si sente il bisogno di cambiare obiettivi di investimento e puntare ad altri titoli. Questo approccio, però, potrebbe portare a situazioni identiche a quelle illustrate in precedenza, cioè ad errori di valutazione dei titoli.

Come visto finora, la vendita di un'azione ordinaria può derivare da erronee valutazioni e analisi. In conclusione, possiamo sostenere che, se selezionate minuziosamente secondo i criteri del Value Investing, le azioni non dovrebbero essere mai vendute.

### **1.1.3. Domande da porsi nell'acquisto di una azione ordinaria**

Nel suo libro<sup>3</sup>, Philip A. Fisher suggerisce quindici punti (o domande da porsi) che vengono considerate di estrema utilità nella selezione di azioni ordinarie. In questa sede andremo ad analizzare solo quelle che, secondo il parere dello scrivente, sono considerate più importanti per lo studio di questa disciplina.

*1. L'azienda ha prodotti o servizi il cui potenziale di mercato è sufficiente a generare un sensibile incremento delle vendite per almeno diversi anni?*

È impossibile ottenere un profitto continuativo nel tempo investendo in aziende i cui profitti ristagnano o sono addirittura in tendenza negativa. Si possono verificare situazioni in cui alcune economie operative, date da un miglior controllo e aggiustamenti dei costi operativi all'interno dell'azienda, portino a sensibili aumenti dell'utile netto che si convertono in aumenti del prezzo dell'azione, costituendo ottime occasioni per lo speculatore, ma non per il value investor<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> Cfr. Philip A. Fisher, *Comprare Azioni Ordinarie e Avere Rendimenti Straordinari*, Gribaudo, Edizione 2022.

<sup>4</sup> Un esempio riportato da Fisher nel suo libro riguarda l'enorme sviluppo che hanno avuto i produttori delle radio, durato poco, perché poi sostituite con l'avvento delle televisioni.

2. *Il management è deciso a continuare a sviluppare prodotti o processi che facciano crescere ulteriormente i potenziali complessivi di vendita quando i potenziali di crescita dei prodotti in essere si esauriranno?*

Una considerazione importante è quella riguardante il fatto che le aziende necessitano di un piano per lo sviluppo nel periodo temporale che va dai dieci ai venticinque anni, di modo da avere ottime basi per un importante investimento. Nella maggior parte dei settori sono necessarie attività di ricerca e engineering, che sono i mezzi con cui vengono migliorati vecchi prodotti o creati di nuovi, assicurandosi quindi una potenziale crescita continuativa<sup>5</sup>.

3. *L'azienda ha un margine di profitto adeguato e cosa fa per mantenerlo?*

Il primo passo per un corretto esame dei profitti è analizzare il margine di profitto di un'azienda, cioè quale percentuale del fatturato si traduce in utile operativo. Uno studio di questo tipo dovrebbe inoltre coprire più anni.

Secondo Fisher, i migliori investimenti si ottengono quando non si investe in aziende marginali, che hanno margini di profitto più limitati; tali aziende, quando c'è un mercato rialzista, si ritrovano ad ottenere risultati migliori rispetto alle competitor che hanno costi più bassi, ma nel tempo vedono aumentare i loro margini di profitto in misura minore; le imprese più deboli mostrano quasi sempre un aumento degli utili maggiore della media durante gli anni buoni, ma questi aumenti saranno vanificati subito quando il business tornerà a declinare.

Il potenziale investitore dovrebbe valutare l'impegno profuso dall'azienda nello sviluppo di nuove idee per ridurre i costi e migliorare i margini di profitto, essendo quelli futuri (non tanto i presenti) i più importanti.

4. *Quanto sono attendibili l'analisi dei costi e i controlli contabili dell'azienda?*

Nessuna impresa può avere un successo prolungato se non è in grado di dividere in modo sufficientemente mirato i suoi costi generali e di rilevare analiticamente il costo di ogni singola attività. Solo così il management saprà dove concentrare la

---

<sup>5</sup> L'investitore ottiene solitamente risultati migliori da quelle aziende il cui engineering o la cui ricerca punta prevalentemente su prodotti collegati a prodotti già esistenti.

sua attenzione. Tutto ciò si rispecchia poi sulle analisi e sulle opinioni che abbiamo riguardo all'azienda stessa.

*5. Ci sono altri aspetti del business, specifici del settore in questione, che possono fornire all'investitore indizi importanti su quello che potrebbe essere il vantaggio competitivo dell'azienda?*

Possono essere presenti alcune peculiarità del business che si considerano primarie in quel contesto aziendale, ma sono del tutto secondarie in un altro. Ad esempio, può esserci un'azienda che ha estremo riguardo per quanto concerne la qualità dei suoi crediti, da una parte, e, da un'altra, una che ha priorità diverse.

Altro esempio che ci permette di capire questo concetto sono i brevetti, elemento la cui rilevanza può variare da azienda ad azienda. Per le grandi imprese, un gran numero di brevetti è sempre un punto di forza. Di solito mette al riparo certe aree di attività dall'intensa competizione da parte dei concorrenti, che altrimenti potrebbero prevalere ed erodere quote di mercato. Ciò consente di mantenere margini di profitto abbastanza alti. Il brevetto dà un vantaggio tangibile a chi lo possiede perché rende più complicata l'attività di concorrenza da parte degli altri competitor<sup>6</sup>. Bisogna poi evidenziare il fatto che quando la protezione brevettuale scade, il profitto dell'azienda potrebbe risentirne pesantemente. Nel caso di imprese giovani che hanno appena iniziato a organizzare la produzione, la vendita e l'assistenza, e cominciano quindi a farsi un nome, la protezione brevettuale è molto rilevante; senza di essa, infatti, i loro prodotti potrebbero essere copiati da grandi compagnie consolidate che userebbero le loro relazioni con i clienti per mettere ai margini le neonate concorrenti.

L'aspetto dei brevetti, come tanti altri possibili vantaggi competitivi, va perciò studiato e contestualizzato per ricavare una delle informazioni che guidano ad un giusto investimento.

---

<sup>6</sup> Nei tempi attuali accade raramente che le grandi imprese riescano a godere della protezione brevettuale al di fuori di una parte limitata delle loro attività, perciò si preferisce darli in licenza a prezzi bassi e aspettarsi un comportamento analogo dai loro licenziatari.

6. *Nel futuro prevedibile, la crescita dell'azienda richiederà un grosso aumento di capitale, e di conseguenza il maggior numero di azioni finirà per azzerare il beneficio derivante agli attuali azionisti rispetto alla crescita attesa?*

Se la capacità di finanziamento a debito non fosse sufficiente all'impresa per ottenere un aumento del prezzo dell'azione, allora potrebbe attuare un aumento di capitale. In questo caso, l'attrattiva dell'investimento dipende da un calcolo accurato di quanto la diluzione della quota di capitale derivante dal maggior numero di azioni in circolazione inciderà sui benefici di cui gode attualmente l'azionista ordinario. La diluzione del capitale è facilmente calcolabile sia per le azioni privilegiate e sia per le azioni ordinarie.

#### **1.1.4. Su chi investire?**

Per quanto concerne invece la specificità delle macrocategorie di azioni da acquistare abbiamo, ad un estremo della scala, grandi compagnie con eccellenti prospettive di crescita futura e talmente solide dal punto di vista finanziario da essere considerate "investimenti istituzionali". All'altro estremo della scala, ma sempre di particolare interesse per il giusto investimento di lungo termine, troviamo aziende piccole e spesso giovani con un volume di vendite che si aggira su pochi milioni l'anno, ma i cui prodotti potrebbero migliorare sensibilmente il nostro futuro con un conseguente aumento del fatturato e del valore delle azioni, grazie ad una crescita attesa considerevole: l'azione di una giovane azienda in crescita offre di gran lunga la maggiore possibilità di guadagno, in quanto a volte l'incremento del suo valore può arrivare a diverse centinaia o, in casi limiti, anche migliaia di punti percentuali in un decennio.

La regola da seguire per chi investe una somma significativa è quella di mettere la maggior parte dei fondi nel tipo di azienda che rispecchia maggiormente il modello di investimento istituzionale, piuttosto che il modello di azienda piccola e

giovane<sup>7</sup>. Questo perché, per quanto possano manifestarsi consistenti crescite nelle piccole aziende, si hanno allo stesso tempo probabilità, poco trascurabili, che quest'ultime non crescano o peggio ancora falliscano.

---

<sup>7</sup> Per maggior parte dei fondi intendiamo una percentuale che può variare in base alle esigenze, alla età e alla propensione al rischio del singolo individuo

## **2. STRATEGIE DI INVESTIMENTO AVANZATE E MARGIN OF SAFETY**

Come già indicato nell'Introduzione, le strategie di investimento avanzate sono pensate per investitori che possiedono o vogliono impiegare più tempo per le loro analisi. Ci sono due strategie principali:

- Investitore intraprendente: continuare a ricercare, selezionare e monitorare una miscela dinamica di azioni, obbligazioni o fondi comuni (molto tempo, molto sforzo);
- Investitore difensivo: creare un portafoglio permanente che procede “con il pilota automatico” e non richiede ulteriori sforzi (poco tempo, poco sforzo).

Per entrambe le strategie, chi svolge l'analisi fondamentale usa, tipicamente, quattro principali determinanti per aiutarsi a stimare il valore di qualsiasi azione: il tasso di crescita stimato, la distribuzione dei dividendi stimata, il grado di rischio, il livello dei tassi di interesse dei mercati.

Per quanto riguarda il tasso di crescita stimato, un investitore razionale dovrebbe essere disposto a pagare un prezzo maggiore per un'azione che ha un'aspettativa di crescita dei guadagni e dei dividendi maggiore rispetto alla media e che, soprattutto, ha motivo di perdurare.

La distribuzione di dividendi stimata è analizzata sulla base del presupposto che maggiore è il premio in denaro ottenuto tramite la distribuzione di dividendi, maggiore è il valore dell'azione. Tale aspetto va comunque considerato tenendo conto del fatto che un'impresa che distribuisce ottimi dividendi ma ha prospettive di crescita povere, potrebbe rilevarsi un mediocre investimento. Un investitore razionale dovrebbe pagare un prezzo maggiore per un'azione (guardando il

contesto), quanto maggiore è la proporzione di guadagni dell'impresa distribuiti sotto forma di dividendi o usati per effettuare stock buybacks<sup>1</sup>.

Il grado di rischio è importante perché un investitore razionale e avverso al rischio dovrebbe pagare un più alto prezzo di una azione (considerando il contesto), al diminuire del rischio insito nell'azione dell'impresa.

Considerando invece i livelli dei tassi di interesse nei mercati, un investitore razionale dovrebbe pagare un prezzo maggiore per un'azione al diminuire dei tassi di interesse. Questo perché, quando i tassi di interesse sono alti, i mercati obbligazionari possono rappresentare un ottimo sostituto del mercato azionario (a volte superandone anche i rendimenti).

Esistono quattro regole da seguire per Graham nella selezione delle azioni ordinarie:

1. Deve esserci una diversificazione adeguata, ma non eccessiva;
2. Ogni azienda deve essere grande, rinomata e finanziata con prudenza<sup>2</sup>; La gestione finanziaria di un'azienda del settore industriale non è prudente se le azioni ordinarie non rappresentano almeno la metà della capitalizzazione lorda<sup>3</sup>. Le parole "grandi" e "rinomate" descrivono un'azienda di dimensioni ragguardevoli che occupa una posizione di leadership nel suo settore;
3. Ciascuna delle aziende deve avere una storia di dividendi pagati con continuità; (si parla di un minimo di 5 anni, fino ai 20 anni come obiettivo ideale)
4. L'investitore deve imporre un limite al prezzo che è disposto a pagare per un'azione in relazione ai suoi utili medi negli ultimi anni, così vengono escluse gran parte delle growth stock. In sintesi, le azioni selezionate devono avere un moltiplicatore degli utili di entità ragionevole.

Per moltiplicatore degli utili intendiamo una misura finanziaria che considera il prezzo di un'azione in termini di earnings per share (EPS), cioè utili per azione

---

<sup>1</sup> Quando l'azienda riacquista le proprie azioni dal mercato riducendone il numero in circolazione, il principale benefit per l'investitore si ha nell'aumento che si manifesta nel prezzo di riacquisto dell'azione da parte dell'azienda.

<sup>2</sup> Si richiama quanto è stato detto nel Primo Capitolo, riguardo la grandezza delle aziende.

<sup>3</sup> Il valore che Graham prende in considerazione è formato da debito e numero totale di azioni.

(calcolati dividendo il totale degli utili per il numero di azioni). Anche conosciuto come price-to-earning (P/E) ratio, il moltiplicatore degli utili può essere usato per comparare la costosità di azioni di diverse aziende. Può aiutare l'investitore a esprimere un giudizio storico sul prezzo dell'azione (backward looking o trailing P/E), ma permette anche di effettuare eventuali previsioni future (projected looking o forward P/E).

Le precedentemente citate growth stock sono azioni che si scambiano a prezzi alti in relazione agli utili e a multipli molto più ampi dei profitti medi in un periodo del passato (elemento di forte speculazione). Per uno speculatore queste tipo di azioni sono estremamente redditizie se acquistate e vendute con il giusto timing, ma non sono considerate appetibili dal value investor.

Altra considerazione importante riguarda il dollar cost averaging (PAC, piano accumulo capitale). Si tratta di una strategia di investimento che prevede l'acquisto di uno o più strumenti finanziari "a rate", ad esempio acquistandolo ogni mese. Con questa tecnica ci si può salvaguardare da possibili acquisti in momenti sbagliati, in quanto il prezzo di carico viene mediato. Va comunque sottolineato che un acquisto sistematico e uniforme di azioni ordinarie può risultare psicologicamente e finanziariamente complicato per molte persone, che potrebbero ritrovarsi ad effettuare operazioni di acquisto che vanno contro le loro emozioni.

## **2.1. Investitore difensivo**

Secondo Graham, la necessità di essere più o meno difensivi non dipende tanto dalla tolleranza al rischio, quanto dall'impegno e dal tempo che siamo disposti a concedere al nostro portafoglio.

Prima di entrare nel dettaglio dei metodi di selezione impiegati da un investitore difensivo è necessario fare alcune precisazioni.

Uno dei punti cardine della filosofia dell'investitore difensivo, ma anche di quello intraprendente, è quella di dividere in due parti principali il proprio portafoglio: una componente liquida (possono essere obbligazioni o titoli più liquidi) e una

componente azionaria. Per Graham, la divisione avviene nettamente considerando una percentuale del 25% per le obbligazioni e del 75% per le azioni<sup>4</sup>. La componente obbligazionaria funge da ammortizzatore che permette di proteggersi dalla volatilità delle azioni<sup>5</sup>. È inoltre importante, nel corso degli anni in cui si mantiene un portafoglio di investimenti attivo, riequilibrare il proprio target con un ritmo prevedibile; per capire meglio, consideriamo un esempio: partendo da una situazione in cui il nostro target si divide in 70% azioni e 30% obbligazioni, se il mercato azionario cresce del 25% e le obbligazioni restano stabili, ci ritroveremo con poco meno del 75% in azioni e 25% in obbligazioni, con la necessità di riequilibrare.

### **2.1.1. Componente obbligazionaria per l'investitore difensivo**

Per Graham, la scelta di emissioni da inserire in questa componente del portafoglio ruota intorno a due principali fattori: la tassazione e la distinzione tra breve e lungo termine. Considereremo solo il secondo fattore, tenuto conto che, per quanto riguarda il primo, il periodo di scrittura e il contesto economico erano diversi da oggi<sup>6</sup>.

La scelta di scadenze brevi o lunghe richiede una considerazione importante:

- L'investitore vuole proteggersi da un calo del prezzo delle sue obbligazioni ma a costo di un rendimento annuo inferiore e la perdita delle possibilità di un guadagno apprezzabile nel valore del capitale?

Nel suo libro, Graham parla dei titoli obbligazionari emessi da Paesi sovrani, ne esistono di molti tipi in molti Paesi. Graham li considera per il basso rischio dato

---

<sup>4</sup> Graham aveva un'opinione diversa da quella che si è sviluppata nel tempo, come la divisione delle componenti del portafoglio in base all'età secondo la quale, partendo da 100, sottraggo la mia età e ottengo le percentuali di composizione.

<sup>5</sup> La composizione può non essere fissa in determinati casi e variare in base a differenti esigenze che si presentano nella vita dell'individuo, come la necessità di poter ritirare i propri risparmi quando si può, e questo porta a non poter scommettere tutto sulle azioni.

<sup>6</sup> Graham si riferisce a obbligazioni tassabili oppure tax-free, perciò, visto la differenza normativa tra i Paesi, non entriamo nei dettagli.

solo dalla possibilità di insolvenza dei Paesi stessi, che molto spesso risulta remota<sup>7</sup>. Nel nostro Paese le principali obbligazioni statali sono le obbligazioni zero coupon, quelle a tassi variabili e quelle a tasso fisso. Quelle considerate relativamente più sicure e più redditizie sono i Buoni del Tesoro Poliennali, ossia i BTP a tasso fisso con differenti scadenze, di cui esistono anche tipologie con tassi variabili, come i BTP indicizzati all'inflazione italiana o anche a quella europea<sup>8</sup>. Consideriamo anche la tipologia di obbligazioni societarie: emesse dalle società, queste obbligazioni possono essere considerate un buon investimento in base al loro merito creditizio (rating). Le obbligazioni high-grade, considerate da Graham come first-quality, sono quelle che possono vantare un rating elevato (AAA), ma possiedono comunque un basso rendimento. Un investitore può anche rinunciare alla sicurezza in cambio di un rendimento maggiore, scommettendo su quelle considerate meno affidabili che hanno rendimenti via via maggiori, come i precedentemente citati speculative bonds, considerati anche come obbligazioni high-yield.

### **2.1.2. Componente azionaria per l'investitore difensivo**

Nella selezione delle azioni ordinarie su cui investire vanno applicati diversi criteri per ciascun acquisto. Questi criteri servono ad accertarsi di ottenere un minimo di qualità nella performance passata e nella posizione finanziaria attuale dell'azienda e un minimo di quantità in termini di utili e valori patrimoniali per ogni euro di investimento. I principali sono i seguenti:

---

<sup>7</sup> Esistono Paesi che sono considerati più sicuri di altri, ma esistono anche i cosiddetti "junk bonds" o "speculative bonds", letteralmente "obbligazioni spazzatura", che si riferiscono a titoli obbligazionari emessi da società o Governi con un alto rischio di default, un esempio sono i Tango Bond della crisi argentina del 2000.

<sup>8</sup> Sono gli equivalenti di quelli considerati da Graham cioè i TIPS, Treasury Inflation Protected Securities.

- Adeguate dimensioni delle imprese: l'idea è di escludere le piccole aziende che possono essere soggette a vicissitudini superiori alla media, soprattutto nel ramo industriale;
- Situazione finanziaria sufficientemente solida: per le aziende industriali le attività correnti devono essere almeno il doppio delle passività correnti<sup>9</sup>. Inoltre, il debito a lungo termine non deve superare l'attivo corrente netto (capitale circolante);
- Stabilità degli utili: presenti per almeno gli ultimi dieci anni;
- Regolarità dei dividendi: stabili per gli ultimi, circa, venti anni;
- Crescita degli utili: un incremento minimo di almeno un terzo degli utili per azione negli ultimi dieci anni;
- Moderato rapporto prezzo/utili: il prezzo corrente non deve essere superiore a 15 volte gli utili medi degli ultimi tre anni (si fa riferimento al moltiplicatore degli utili precedentemente citato);
- Moderato rapporto prezzo/asset: il prezzo corrente non deve superare una volta e mezzo il book value dichiarato. Tuttavia, un moltiplicatore degli utili inferiore a 15 può giustificare un corrispondente moltiplicatore del valore patrimoniale più elevato. Come una regola generale: il prodotto del moltiplicatore degli utili per il rapporto prezzo/book value non deve essere superiore a 22,5.

Per book value intendiamo il valore contabile, letteralmente “il valore di un'azienda secondo i suoi libri o conti”, come risulta dal suo bilancio. In teoria, corrisponde è quello che gli investitori otterrebbero se vendessero tutti i beni dell'azienda e pagassero tutti i debiti e le obbligazioni. Pertanto, il valore contabile corrisponde all'incirca all'importo che gli azionisti riceverebbero se decidessero di liquidare l'azienda. Si calcola con la seguente formula:

$$\text{Book value} = \text{asset totali} - \text{debiti totali}$$

---

<sup>9</sup> Una cosiddetta current ratio di due a uno.

Questi requisiti sono fissi e specifici per le esigenze dell'investitore difensivo e servono come guida per la creazione di un portafoglio di investimento passivo, ma sicuro.

## **2.2. Investitore intraprendente**

Come sottolineato in precedenza, questo tipo di investitore si differenzia per l'approccio con cui si pone alla ricerca e alla creazione del proprio portafoglio. L'investitore intraprendente deve partire dalla stessa base dell'investitore difensivo, cioè dividere il suo capitale in una componente obbligazionaria, con titoli first-quality, e una componente azionaria, con titoli high-grade acquistati a prezzi vantaggiosi.

Non esiste una modalità di azione ideale o universale. La selezione non deve dipendere soltanto dalla competenza e dagli strumenti a disposizione dell'investitore, ma anche dai suoi interessi e le sue preferenze.

Graham individua alcuni acquisti che l'investitore intraprendente dovrebbe evitare:

- Azioni privilegiate high-grade, le obbligazioni e le azioni privilegiate di tipo inferiore (a meno che non si possano comprare a prezzi molto bassi);
- Emissioni obbligazionarie di altri Paesi;
- Titoli di nuova emissione, che possono risultare difficili da valutare per l'investitore salvo ricorrere a un'attività più attenta e meticolosa<sup>10</sup>.

Parlando ora delle operazioni che potrebbe svolgere l'investitore intraprendente, oltre a quella della semplice selezione di azioni ordinarie, esse si possono classificare in quattro tipologie:

1. Acquistare in mercati bassi e vendere in mercati alti;
2. Comprare growth stock attentamente selezionate;

---

<sup>10</sup> Principalmente perché vengono vendute attraverso il fenomeno dell'underpricing, cioè si riduce il prezzo di emissione rispetto a quello di mercato per invogliare le vendite e ciò non rispecchia il vero valore dell'impresa, oppure vengono vendute con condizioni di mercato favorevoli, ad esempio, usufruendo di picchi nel mercato.

3. Comprare bargain issues di vario tipo;
4. Comprare durante le situazioni speciali.

La prima tipologia di operazione prende il nome di “formula timing”: individuare mercati bear e bull ricorrenti e acquistare nei primi e vendere nei secondi. Si tratta di un approccio semplice, ma considerato difficilmente applicabile nonostante siano state inventate molte formule basate su dei parametri per cercare di trovare il momento migliore per l’operazione. Questa operazione è diversa dall’attività di pricing, che consiste nel comprare titoli ad un prezzo minore di quello che valgono.

La seconda operazione è l’investimento in growth stock: la selezione risulta effettivamente complicata da applicare e spesso viene sconsigliata. Questo perché si può presentare l’occasione di comprare growth stock quando alcune imprese consolidate con un buon passato di guadagni alle spalle sono vendute ad un prezzo pieno o magari troppo alto. Va comunque sottolineato che una crescita insolitamente rapida può non riproporsi nel futuro: dopo che un’azienda ha già registrato una brillante espansione, l’aumento delle sue dimensioni rende più difficile una ripetizione dei successi passati.

Graham ha comunque identificato la seguente formula per la valutazione delle growth stock:

$$\text{Valore} = \text{utili correnti} \cdot (8,5 + \text{il doppio del tasso di crescita annua atteso})^{11}$$

Il valore assegnato al tasso di crescita deve essere quello atteso nei successivi 7 o 10 anni.

Come terzo punto abbiamo le operazioni che riguardano i bargain issues, ovvero tutti quei titoli che, grazie a dati emersi dall’analisi, vengono acquistati al di sotto del loro valore intrinseco comportando un guadagno, in quanto, se l’azienda viene gestita in modo corretto, si avrà la possibilità che il prezzo aumenti e vada ad allinearsi con il valore intrinseco o lo superi. Secondo Graham, si hanno queste

---

<sup>11</sup> 8,5 rappresenta il moltiplicatore degli utili medi per le aziende ai tempi di Graham.

occasioni quando, generalmente, il valore calcolato (intrinseco) non è superiore al prezzo di almeno il 50%. Ci sono due metodi per individuare un'azione bargain:

- Metodo della valutazione: si basa su una stima degli utili futuri, che poi verranno moltiplicati per un fattore appropriato al singolo titolo;
- Test che riguarda il valore dell'azienda per un proprietario privato: anche questo metodo è spesso determinato dalle aspettative dei proventi futuri, ma qui è più probabile che si presti attenzione al valore realizzabile degli asset, con un'enfasi particolare sugli attivi correnti netti o capitale circolante.

L'ultima operazione riguarda le situazioni speciali: si tratta di situazioni in cui, anche se risultano titoli low-grade, si trovano ottime opportunità di investimento dati i prezzi estremamente bassi. Queste situazioni, per quanto comportino maggiore rischio, sono comunque affari troppo rilevanti per non essere presi in considerazione<sup>12</sup>.

### **2.2.1. Componente azionaria per l'investitore intraprendente**

Considerando che l'investitore intraprendente spende maggiori energie nella ricerca e nello studio del benessere dell'azienda e nelle sue prospettive di crescita, Graham pone l'attenzione su specifici criteri, simili a quelli dell'investitore difensivo ma meno severi, cioè meno limitati perché comportano una analisi più approfondita. I criteri sono i seguenti:

- Condizione finanziaria: attività correnti pari ad almeno 1,5 volte le passività correnti, debito non superiore al 110% delle attività correnti nette;
- Stabilità degli utili: nessuna perdita negli ultimi cinque anni;

---

<sup>12</sup> Graham fa riferimento al possibile acquisto di obbligazioni di aziende a rischio di fallimento che, se si riprendessero, permetterebbero di ottenere ottimi rendimenti.

- Storico dei dividendi: occorre che venga distribuito un dividendo ogni anno da almeno venti anni;
- Crescita degli utili: deve presentarsi una crescita minima di almeno 1/3 degli utili per azione negli ultimi dieci anni;
- Prezzo: meno del 120% delle attività tangibili nette per azione<sup>13</sup>.

Per quanto riguarda invece i moltiplicatori degli utili per le azioni ordinarie, specifiche valutazioni non sono possibili, dato che non è possibile ideare formule o fissare parametri che diano il preciso valore intrinseco di qualsiasi azione nel mercato<sup>14</sup>.

### 2.3. Margin of Safety

Il margine di sicurezza nell'acquisto di un titolo è il margine che permette di assorbire eventuali sviluppi negativi. Permette di assicurarsi, in un certo modo, sul rischio di essersi sbagliati.

Per Graham, generalmente, un margine di sicurezza adeguato a un titolo si ha quando il prezzo di mercato è minore di almeno 2/3 rispetto al valore intrinseco.

Il margine di sicurezza nelle obbligazioni può essere calcolato confrontando il valore intrinseco totale dell'impresa con l'ammontare del debito (ad esempio, se l'azienda ha un debito di 5 milioni e un valore intrinseco di 15 milioni, c'è margine per un calo di valore di due terzi prima che l'obbligazionista inizi a subire perdite).

Un titolo può essere considerato solido anche quando dispone di un margine di sicurezza ampio come quello di una buona obbligazione. Capita, ad esempio, quando un'impresa ha in circolazione solo azioni ordinarie che in una fase depressiva sono quotate per un valore inferiore alla quantità di obbligazioni che si potrebbero emettere in sicurezza a fronte dei suoi beni e della sua capacità di

---

<sup>13</sup> Sono quelle attività che possono essere convertite in denaro, ad esempio si escludono l'avviamento e le immobilizzazioni immateriali.

<sup>14</sup> Per Graham, le formule puramente numeriche non funzionano, dato che esiste troppa variabilità negli utili che le singole aziende guadagnano. Tuttavia, Graham fornisce una valutazione massima dei P/E e sostiene non possano superare il valore di 20.

generare utili (earnings yield). Le azioni ordinarie acquistate secondo queste circostanze forniranno una combinazione ideale di sicurezza e opportunità di utili. Nell'azione ordinaria comprata per investimento in condizioni normali, il margine di sicurezza sta in un earnings yield atteso molto al di sopra del rendimento corrente per le obbligazioni.

La nozione di margin of safety diventa molto più evidente quando la applichiamo al caso di titoli sottovalutati o di bargain issues. Qui abbiamo, per definizione, una differenza favorevole tra il prezzo di mercato e il valore intrinseco stimato. Questa differenza può assorbire gli effetti di un errore di calcolo o di una situazione sfavorevole. L'acquirente di titoli bargain pone l'accento sulla capacità di far fronte a sviluppi negativi, spesso perché non eccessivamente entusiasta dal titolo stesso.

Il margine di sicurezza non rende impossibile una perdita, aumenta solo le probabilità di un guadagno. In qualsiasi investimento è necessaria la diversificazione che permette di ottenere rischi via via minori. Diversificazione e margine di sicurezza sono i pilastri per investimenti prudenti.

### **3. STRATEGIE DEL VALUE INVESTING APPLICATE A DUE SOCIETÀ MARCHIGIANE**

In questo Capitolo ci concentreremo sull'analisi basata sui criteri precedentemente illustrati, distinguendo le opportunità di investimento offerte da due aziende reali: Tod's S.p.A. e Biesse S.p.A.

Ricordiamo, preliminarmente, che esistono dei fattori che influenzano il tasso di capitalizzazione:

- Prospettive generali di lungo termine: opinioni di analisti e investitori sono diverse e la maggior parte si basa su differenziali tra il rapporto prezzo/utigli delle singole aziende e dei gruppi di settori;
- Il management: è lecito ipotizzare che un'azienda di straordinario successo abbia una dirigenza straordinaria. Sarà evidente dai risultati passati e risulterà evidente dalle stime per i successivi anni. La tendenza a considerarlo come un motivo di ottimismo può condurre facilmente a pericolose sopravvalutazioni. Il fattore manageriale è da tenere in considerazione quando ancora non si sono verificate le conseguenze dell'entrata di uno o più nuovi manager all'interno dell'azienda;
- La forza economica e la struttura del capitale: le azioni di un'azienda con surplus di liquidità e nient'altro che equity in bilancio sono chiaramente un acquisto migliore (a parità di prezzo) rispetto alle azioni di un'altra azienda con gli stessi utili per azione ma ingente indebitamento bancario e titoli senior<sup>1</sup>;

---

<sup>1</sup> Un titolo senior è quello che occupa il posto più alto nell'ordine di rimborso, in caso di liquidazione, prima che gli altri detentori di titoli ricevano un pagamento.

- Lo storico dei dividendi: uno dei test più persuasivi di alta qualità è una storia ininterrotta di dividendi pagati nell'arco di molti anni;
- Il payout: quanto effettivamente viene distribuito agli investitori.

Partendo da questi semplici presupposti, andiamo ad analizzare il caso delle due società prese in esame, presentandone prima le caratteristiche e la storia.

Per entrambe, andremo ad estrapolare dal bilancio d'esercizio le informazioni necessarie per costruire dati di supporto per l'analisi. Ci baseremo su dati riguardanti i bilanci di tre anni differenti: 2019, 2014 e 2009. Non andremo ad analizzare le società nel 2020 e negli anni successivi, vista la situazione pandemica globale e le difficoltà incontrate, ma ci si baserà comunque anche su alcuni dati recenti per vedere se le società hanno mantenuto le aspettative delle analisi che andremo ad effettuare.

Gli elementi individuati dai bilanci civilistici delle società sono:

- Prezzo, numero e valore totale di mercato delle azioni;
- Book value: il valore contabile ricavabile con la seguente formula: “(capitale sociale + riserve + utili non distribuiti) / numero azioni in circolazione”; fornisce una misura relativamente stabile e intuitiva del valore da paragonare con il prezzo di mercato;
- Debito e capitale: capire l'entità dell'indebitamento di lungo periodo e di breve termine, comparandolo con l'attivo corrente e non corrente;
- Fatturato e utile: utilizzabili per misurare il rendimento del fatturato, cioè dei ricavi delle vendite;
- EPS (earnings per share o utili per azione) e loro crescita: permettono di misurare la profittabilità della società e vederne lo sviluppo nel tempo;
- Tasso dividendo annuale e dividend yield: mostra quanto l'investimento renderebbe se si bassasse solo sugli utili distribuiti e quindi ricevuti dall'investitore.

Da questi dati poi ricaveremo rapporti come:

- Moltiplicatore utili (vedi Capitolo 2);
- Rapporto P/B (prezzo/book value per share): permette di confrontare i rapporti P/B di aziende simili, così da individuare indizi di sopra o sottovalutazione;

- Margine di profitto: indica in percentuale quanto il business sia redditizio, al netto dei costi fissi e variabili. La redditività è direttamente proporzionale alla percentuale: maggiore la percentuale, maggiore la redditività;
- Current ratio: indice che esprime il rapporto tra attività e passività correnti, in modo da identificare la capacità dell'azienda di sostenere gli esborsi previsti nel breve periodo<sup>2</sup>.

### **3.1. Tod's S.p.A.**

Società fondata nel 1900, produce calzature di lusso Made in Italy.

Tod's sviluppa il suo vantaggio basandosi su valori quali la tradizione, la qualità, l'etica e l'eccellenza. Negli anni è diventata una multinazionale, vantando più di 400 boutique sparse per il mondo. Uno dei punti forza è il management, che è rimasto nell'ambito familiare dalla nascita della società fino al periodo attuale, mantenendo gli stessi valori e credenze.

---

<sup>2</sup> È necessario che non sia minore di 1.

Tabella 3.1. Aspetti contabili Tod's S.p.A.

Tod's S.p.A.	2019	2014	2009
Prezzo fine dicembre	41,22	91,00	47,67
Numero azioni ordinarie	33.093.539	30.609.401	30.609.401
Valore di capitalizzazione	1.8734.336.677	2.867.731.491	1.500.123.145
Debito	509.221.000	82.276.000	40.973.000
Capitale circolante netto	331.548.000	418.682.000	373.392.000
Valore contabile per azione	31,28	23,84	18,93
Fatturato	915.983.000	965.532.000	713.135.000
Utile netto d'esercizio	45.659.000	97.114.000	85.668.000
Utili per azione	1,37	3,17	2,80
Tasso di dividendo annuale	1,00	2,7	1,25
<b>Dividendi dal: 2009</b>			
Moltiplicatore utile (prezzo/utile)	30,1 x	28,70 x	17,02 x
Prezzo/Book Value	131%	381%	251%
Dividend yield	2,31%	2,70%	3,19%
Margine di profitto (utile netto/fatturato)	4,98%	10%	12%
Utile/valore contabile	4,37%	13,29%	14,79%
Quoziente di disponibilità o current ratio (attività correnti/passività correnti)	1,79	2,71	3,54
Crescita utili per azione			
2019 contro 2014		-56%	
2019 contro 2009		-51%	

È una società che distribuisce dividendi dal 2009, quindi non oltre l'orizzonte temporale richiesto per essere considerata un buon investimento sia nella logica difensiva, sia in quella intraprendente, ma comunque con una continuità abbastanza rilevante. I tassi di dividendo annuale sono medio-alti e comunque sopra la media del mercato italiano; nonostante abbiano registrato alti e bassi, il tasso medio nei dieci anni esaminati si attesta a circa 1,65; il dividend yield risulta sempre soddisfacente ma con un trend al ribasso.

La società ha raddoppiato la quantità di debito a medio-lungo termine in cinque anni per poi ritrovarsi nel 2019 con un debito maggiore di poco più di 6 volte il debito del 2014, perciò una crescita di dodici volte e mezzo in dieci anni, concentrata soprattutto nella seconda parte del decennio considerato. Tutto ciò potrebbe essere interpretato come un aspetto negativo, ma bisogna anche considerare che l'azienda ha raddoppiato le proprie attività non correnti in cinque anni, e le ha triplicate in dieci, con un rapporto tra le attività non correnti e le passività non correnti pari a 2,47, un ottimo indicatore di solidità che, se unito con il current ratio, che mostra come le attività correnti nel 2019 siano maggiori delle passività correnti di 1,79 volte, di 2,71 volte nel 2014 e di 3,54 volte nel 2009, dà ulteriori conferme della situazione finanziaria di questa società; nonostante anche qui sia presente un trend negativo negli anni, i rapporti sono comunque considerati molto positivi.

Il fatturato ha mostrato una crescita del 35% nei primi cinque anni, ma poi si è abbassato di nuovo di un modesto 0,052%; sono numeri importanti, ma va considerato che il margine di profitto, misurato rapportando l'utile netto al fatturato, è costantemente diminuito nei dieci anni, passando da un 14% di utile sul fatturato, ad un 4,37%. Questo ci fa capire come la società nel tempo è riuscita a trasformare il fatturato in utile sempre in minori quantità, per quanto siano sempre risultati soddisfacenti.

Altro aspetto considerevole sono gli utili per azione, che hanno avuto lo stesso andamento degli utili; infatti, risultano minori nel 2019.

Il valore contabile per azione della società ha visto una crescita sostenuta nel tempo; questo è positivo perché essendo, da una prospettiva contabile, il valore

base di una società, significa che il titolo ha rafforzato la sua posizione riguardo gli asset che lo garantiscono (asset backing)<sup>3</sup>.

Arrivando ora all'aspetto principale, quello della quotazione, rileviamo che l'azione ha avuto un'oscillazione con picchi concentrati soprattutto nei primi periodi dell'ultimo decennio: partendo da un prezzo di 47,67 nel 2009, ha raggiunto il massimo a 141,5 nel 2013, ristabilizzandosi poi sul livello di 41,22 nel 2019; nel frattempo, è stato anche eseguito un aumento di capitale nel 2016, che si potrebbe associare con la diminuzione della quotazione del titolo nel periodo successivo: si passa da un prezzo di 81 a metà 2015 a una quotazione pari a 61 alla fine del 2016, questo perché le azioni totali sono state diluite dall'emissione di nuove azioni<sup>4</sup>.

### 3.1.1. Analisi

Da un punto di vista di investitore difensivo, questo tipo di titolo rispecchia alcuni delle considerazioni importanti o criteri descritti nel Capitolo 2:

- Adeguate dimensioni dell'impresa: la società considerata è più che promettente in questo ambito, essendo una multinazionale;
- Situazione finanziaria sufficientemente solida: dai dati riportati dalla tabella 3.1 notiamo che la società possiede una forte prevalenza di attività sulle passività, considerando sia quelle correnti sia quelle non correnti. I criteri dell'investitore difensivo richiedono un current ratio pari almeno a 2, e tale situazione si ritrova nelle prospettive del 2009 e in quelle del 2014, ma non in quella del 2019. Altro aspetto da considerare è che il capitale circolante non deve essere superato dal debito a medio-lungo termine, situazione che si manifesta in due degli anni presi in considerazione, specificatamente nel 2014 e nel 2009, ma non nel 2019.

---

<sup>3</sup> Questo concetto può essere capito meglio considerando l'esempio di un fallimento con conseguente liquidazione: per ogni azione posseduta si ottiene una quantità di denaro pari al valore contabile per azione, perciò una crescita nel tempo è un segnale positivo.

<sup>4</sup> Va considerato che questa variazione nel prezzo ha effetti di breve termine e non ha orizzonti temporali estesi.

- Stabilità degli utili: i criteri richiedono una presenza continua di utili negli ultimi dieci anni, e qui la società rientra perfettamente, non avendo mai subito perdite;
- Regolarità dei dividendi: la società distribuisce utili agli azionisti sotto forma di dividendi da più di dieci anni, non da venti, come richiesto nei criteri difensivi;
- Crescita degli utili: come deducibile dalla tabella 3.1, la società ha registrato una diminuzione degli utili per azione del 56% dal 2014 al 2019 e del 51% nei dieci anni complessivi;
- Moderato rapporto prezzo/utigli: i moltiplicatori negli anni 2019 e 2014 sono quasi il doppio del tetto massimo di 15 volte gli utili per azione, mentre nel 2009 ci si avvicina ma comunque non lo supera;
- Moderato rapporto prezzo/asset: il prodotto del moltiplicatore degli utili per il rapporto P/B è pari a 39,4 nel 2019, a 109 nel 2014 ed infine a 42,7 nel 2009, inoltre il prezzo è sempre superiore ad una volta e mezzo il valore contabile.

Come evidenziato in precedenza, questi criteri sono fissi e specifici per un portafoglio passivo; essendo così rigidi, se non fossero tutti contemporaneamente soddisfatti, potrebbe non essere un buon affare nella visione di Graham.

Prendendo ora in considerazione il punto di vista dell'investitore intraprendente, troviamo che i criteri sono considerati più soddisfabili (vedi Capitolo 2), essendo meno specifici e più elastici, ma comunque vengono utilizzati come linee guida:

- Condizione finanziaria: come richiesto dai criteri, le attività correnti superano le passività correnti di almeno 1,5 volte in tutti e tre gli anni. Aspetto secondario è che il debito non deve essere superiore al 110% delle attività correnti, e anche qui la società nei tre anni ha ottimi risultati: nel 2019 il debito è il 68% rispetto alle attività correnti, nel 2014 il 12% ed infine nel 2009 il 7,8%;
- Stabilità degli utili: non ha subito perdite, supera di molto il limite dei cinque anni;

- Storico dei dividendi: i dividendi vengono distribuiti dal 2009, un orizzonte temporale lungo che ma che non raggiunge i venti anni; quindi, il criterio non è soddisfatto;
- Crescita degli utili: nonostante siano presenti da sempre, la crescita non si è verificata, perlomeno negli ultimi dieci anni presi in considerazione, cioè dal 2009;
- Prezzo: meno del 120% delle attività tangibili nette per azione (NTAPS)<sup>5</sup> nei tre anni; più specificatamente, nel 2019 le NTAPS valevano 14,96, quindi il prezzo è il 275% di questo valore; nel 2014 corrispondevano a 20,28, quindi si aveva un prezzo pari al 455% delle NTAPS; durante il 2009 avevano un valore pari a 15,30, con una percentuale del prezzo pari al 303%. Dunque, tutti e tre gli anni non sono considerati meritevoli in base a questo criterio.

Dal punto di vista “aggressivo” questo titolo non soddisfa tutti i criteri, com’è difficile che sia, ma allo stesso tempo buona parte sono considerati ottimi, come i primi due.

### **3.1.2. Conclusioni su Tod’s S.p.A.**

Guardando gli andamenti del prezzo del titolo possiamo capire se l’acquisto sia stato un affare.

Nel 2009 la situazione è caratterizzata da considerevoli aspetti positivi: una società multinazionale con un moltiplicatore degli utili pari a 17, un current ratio molto promettente pari a 3,54, un margine di profitto pari al 12%, un tasso di dividendo annuale sopra la media pari a 1,25.

Per l’investitore difensivo questo titolo soddisfa pienamente i criteri di dimensione, di stabilità finanziaria e degli utili, ma non gli altri tre. Ricordiamo che l’investitore difensivo richiede poco sforzo e una sicurezza totale e garantita, ma i criteri non rientrano tutti nei valori ottimali; dunque, questo tipo di

---

<sup>5</sup> Net tangible asset per share

investitore preferirebbe non investire in tale titolo, anche se potrebbe farlo visto la solidità finanziaria e il poco indebitamento rapportato alle attività possedute.

Discorso diverso per l'investitore intraprendente, che è più elastico e, nonostante i criteri soddisfatti rispetto all'investitore difensivo siano gli stessi, potrebbe considerare di investire in questa società in misura maggiore rispetto all'investitore difensivo, che non considera analisi più dettagliate della società ma guarda più in superficie.

Per quanto concerne il margine di sicurezza, non possiamo analizzarlo perché tutti i prezzi, dei diversi anni, sono maggiori dei loro rispettivi valori contabili.

Considerando ora il prezzo, notiamo che chi avesse deciso di investire nel 2009 in questa società e di posizionarla così nel proprio portafoglio, nel 2014 si sarebbe trovato con un aumento del prezzo dell'azione pari a circa 44 punti base, ottenendo un guadagno del 90% sul suo investimento iniziale, ma con una perdita del 13% nel 2019.

Negli ultimi anni il titolo ha raggiunto un massimo di 65,35 e un minimo di 17,80, attestandosi ora, a metà 2023, al prezzo di circa 39<sup>6</sup>. Nel complesso, il titolo azionario ha mostrato risultati mediocri e non ha soddisfatto le aspettative, nonostante esse fossero comunque basse considerando i criteri del value investing.

### **3.2. Biesse S.p.A.**

Società internazionale di Pesaro fondata nel 1969, opera in diversi settori ma è specializzata nella produzione e distribuzione di sistemi e macchine per la lavorazione di diversi materiali come legno, pietra, vetro, metalli e materiali plastici. I suoi valori fondamentali sono la soddisfazione del cliente, lo sviluppo delle persone e la creazione del valore. Nel 1989 inizia l'espansione all'estero con la prima filiale negli USA e ad oggi possiede 39 filiali nel mondo, con più di 300 agenti e rivenditori in 120 Paesi. Il management è rimasto nell'ambito familiare, e, nonostante il passaggio generazionale, la cultura è rimasta quella tradizionale.

---

<sup>6</sup> L'oscillazione, sia positiva che negativa, è derivata da fattori esterni alla società.

Tabella 3.2. Aspetti contabili Biesse S.p.A.

<b>Biesse S.p.A.</b>	<b>2019</b>	<b>2014</b>	<b>2009</b>
<b>Prezzo dicembre 2019</b>	16,39	9,38	5,3
<b>Numero azioni ordinarie</b>	27.393.042	26.824.000	26.951.000
<b>Valore di capitalizzazione</b>	491.403.648	315.867.120	176.605.300
<b>Debito</b>	42.431.690	64.258.000	33.765.000
<b>Capitale circolante netto</b>	50.752.000	123.190.000	9.497.000
<b>Valore contabile per azione</b>	7,47	4,58	4,6
<b>Fatturato</b>	705.872.000	427.144.000	286.006.000
<b>Utile netto d'esercizio</b>	13.027.000	13.766.000	26.696.000
<b>Utili per azione 2019</b>	0,48	0,50	0,99
<b>Tasso di dividendo</b>	0,48	/	/
<b>Dividendi dal: 2016</b>			
<b>Moltiplicatore utile (prezzo/utile)</b>	34,14 x	18,76 x	5,35 x
<b>Prezzo/Book Value</b>	228%	204%	115%
<b>Dividend yield</b>	2,83%	/	/
<b>Margine di profitto (utile netto/fatturato)</b>	1,84%	3,22%	9,33%
<b>Utile/valore contabile</b>	6,42%	10,91%	21,52%
<b>Quoziente di disponibilità o current ratio (attività correnti/passività correnti)</b>	1,15 x	1,29 x	1,31 x
<b>Crescita utili per azione</b>			
<b>2019 contro 2014</b>		-4%	
<b>2019 contro 2009</b>		-51%	

La società, come possiamo notare, distribuisce dividendi dal 2016. Nel 2019 il tasso di dividendo era pari a 0,48 euro ad azione, con un dividend yield del 2,83%; si tratta di numeri comuni per il mercato italiano, non eccellenti e comunque soddisfacenti, ma non per l'orizzonte temporale richiesto dai criteri sia difensivi che intraprendenti.

Dal punto di vista del debito troviamo una situazione crescente per i primi cinque anni, per poi andare in un trend al ribasso; analizzandolo con le attività non correnti notiamo come la società si è sempre tenuta al sicuro e non si è mai sovra indebitata. Nel 2009 le attività non correnti erano pari a 117 milioni, nel 2014 a 131 milioni ed infine nel 2019 a 238 milioni. Notiamo che il rapporto tra attività non correnti e debito a medio-lungo termine sia sempre stato molto soddisfacente. Discorso analogo vale per il capitale circolante netto che, nonostante abbia avuto una sensibile oscillazione, risulta sempre alto. Considerando ora il quoziente di disponibilità, quest'ultimo resta sempre sopra la soglia di 1, ma non raggiunge mai i livelli della prima società analizzata.

Il fatturato è cresciuto stabilmente nel tempo, con una crescita del 49% circa nei primi cinque anni, ed una crescita totale pari al 146,5%. Situazione non identica si registra per gli utili, che si sono manifestati minori negli anni successivi al 2009, attestandosi all'incirca sullo stesso livello negli ultimi anni presi in considerazione; tutto ciò ha portato ad una diminuzione del margine di profitto, dal 9,33% del 2009 fino all'1,84% del 2019; possiamo dedurlo dalla crescita del fatturato accompagnata da una diminuzione degli utili netti conseguiti.

Così come la diminuzione degli utili manifestatasi, si è anche rilevata una diminuzione degli utili per azione, pari al 51% in dieci anni e al 4% in cinque anni; gli ultimi dati sono stati anche influenzati da un aumento di capitale nel 2018, che ha portato all'aumento del numero delle azioni in circolazione.

Il valore contabile dell'azione invece ha registrato un modesto aumento nei primi cinque anni, accompagnato da uno più importante negli ultimi 5 presi in analisi. Come già detto in precedenza, è un buon indizio di stabilità finanziaria.

Il prezzo dell'azione presenta un buon andamento, con un aumento costante nei dieci anni, raggiungendo un massimo storico pari a 53,75 all'inizio del 2018 ed un minimo pari a 2,18 verso la fine del 2011. Nel febbraio del 2018 il prezzo era pari

a 45,28: l'aumento di capitale, come nell'altra società, ha portato ad una prevedibile diminuzione della quotazione, ma comunque nel 2019 arriviamo ad un livello di prezzo pari a 16,39, quindi, dal 2009, un aumento pari a circa il 220%.

### **3.2.1. Analisi**

Andando ora a considerare l'ottica dell'investitore difensivo troviamo che la società rientra perfettamente, come la precedente, in alcuni criteri:

- Adeguate dimensioni delle imprese: come la precedente, anche questa è una multinazionale;
- Situazione finanziaria sufficientemente solida: nel 2009 troviamo una situazione migliore di quella della società precedente per l'investitore difensivo, troviamo infatti una società con buoni rapporti attività e passività, anche se non rientranti nel limite di due a uno voluto dal criterio, ma comunque sintomo di solidità finanziaria;
- Stabilità degli utili: come la precedente società, nemmeno questa ha subito perdite negli ultimi dieci anni;
- Moderato rapporto prezzo/utili: questo vale solo per l'anno 2009, quando la società possedeva un moltiplicatore degli utili pari a 5,35;
- Moderato rapporto prezzo/asset: il prezzo è superiore a una volta e mezzo il valore contabile nel 2019 e nel 2014, ma non nel 2009; inoltre, sempre in questo anno il prodotto tra il moltiplicatore degli utili e il rapporto P/B porta a un valore decisamente inferiore a 22.5, cioè pari a 6,20, mentre considerando gli altri anni ciò non avviene.

In sintesi, risultano alcuni criteri non soddisfatti, come la regolarità dei dividendi e la crescita degli utili.

Considerando il 2009, abbiamo un buon margine di profitto e il rapporto P/B mostra che il prezzo, nonostante sia superiore al valore contabile, non è eccessivamente alto.

Per gli altri due anni ci ritroviamo in una situazione per cui le prospettive sono relativamente peggiori per l'ottica difensiva, con moltiplicatori degli utili alti,

bassi margini di profitto e prezzi rapportati al book value più alti, ma comunque ottimi rapporti tra attività e passività per entrambi gli anni.

Andando ora ad analizzare il punto di vista di un ipotetico investitore intraprendente, riscontriamo la seguente situazione:

- Condizione finanziaria: le attività correnti, in questa società, non sono almeno 1,5 volte le passività correnti, il debito invece solamente nel 2009 supera la soglia del 110% delle attività correnti nette (capitale circolante netto), con un valore pari a circa il 250%, mentre per gli altri anni abbiamo un debito pari al 83,5% del CCN nel 2019 e pari al 52,1% nel 2014;
- Stabilità degli utili: anche in quest'ottica, questo criterio viene soddisfatto;
- Storico dei dividendi: la distribuzione di dividendi non è abbastanza soddisfacente, essendo presente continuità in pochi anni;
- Crescita degli utili: è assente, in quanto nell'arco di tempo considerato abbiamo una diminuzione degli utili e degli utili per azione;
- Prezzo: per i 2009 le NTAPS valgono 4,94 euro per azione, quindi, il prezzo è pari al 330% di questo valore; nel 2014 abbiamo le NTAPS pari a 2,63 euro per azione, con un prezzo che si attesta al 357%; infine, nel 2009 il prezzo è pari al 169% delle NTAPS, pari a 3,18 euro per azione. In sintesi, nessuno dei tre anni aveva un prezzo rientrante nella soglia di questo criterio.

### **3.2.1. Conclusioni su Biesse S.p.A.**

Considerando la situazione finanziaria di questa società, la stabilità degli utili, i rapporti e le dimensioni, si hanno maggiori prospettive di investimento per colui che applica una strategia di tipo difensiva rispetto alla precedente società, ma allo stesso tempo non vengono soddisfatti i criteri di regolarità dei dividendi e di crescita degli utili, entrambi molto importanti per lo sviluppo e le prospettive di espansione.

Come detto in precedenza, l'investitore difensivo cerca sicurezza e crescita: la prima è presente, ma la seconda non lo è; considerando ciò, non avrebbe preso in

considerazione questa società in un ipotetico investimento nel 2009, tantomeno negli anni successivi.

Anche qui, come per Tod's, l'ottica dell'investitore intraprendente cambia l'esito della valutazione: per quanto per quest'ultimo i criteri soddisfatti siano solamente due, ciò potrebbe non comportare che non effettui l'acquisto dell'azione, in quanto, soprattutto nel 2009, considerando solo quell'anno, un investitore intraprendente avrebbe trovato un buon bilancio con prospettive di crescita modeste; discorso diverso per gli altri anni, che non presentano le stesse caratteristiche.

Va inoltre considerato che non è presente nemmeno qui un margine di sicurezza abbastanza ampio per considerare l'investimento sicuro.

Investendo nel 2009, ci saremmo comunque ritrovati con una crescita pari al 77% nel 2014 e del 208% nel 2019; a metà del 2023 ci saremmo trovati di fronte a una quotazione pari a 12,49 euro. In questi ultimi 4 anni, il titolo ha raggiunto un massimo di 34,14 nel 2021 ed un minimo di 9,03 all'inizio del 2020, dunque ha registrato un'oscillazione abbastanza marcata, conseguenza più dell'euforia e della paura nei mercati piuttosto che dei fondamentali della società. Come per Tod's, anche questa società risulta sopravvalutata e dunque non un ottimo affare.

## CONCLUSIONI

L'obiettivo di questo Elaborato è quello di illustrare quali siano le principali strategie del Value Investing e svolgere, brevemente, un'analisi di due società marchigiane.

È stato visto come tali strategie siano riconducibili principalmente a due tipologie e come queste siano facilmente applicabili, portando a risultati concreti, mediante l'analisi dei fondamentali di una società sulla base delle informazioni deducibili dal bilancio d'esercizio.

Ciò che è stato ricavato dal nostro studio sono informazioni che permettono di prendere una decisione sull'acquisto o meno di una azione, ma, come noto, i prezzi di queste ultime sono molto influenzati anche da aspetti legati alle aspettative degli investitori, i quali sono spesso motivati più dall'emotività che dalla razionalità.

Altra considerazione riguarda il fatto che, mentre ai tempi di Graham le informazioni erano molto meno accessibili alle persone comuni, oggi, anche grazie alla nascita e all'evoluzione di internet, le informazioni che prima potevano dare un vantaggio solido all'investitore professionale ora sono più facilmente reperibili da un vasto pubblico di risparmiatori. Recenti ricerche di Eugene Fama e Kenneth French, principali sostenitori della Efficient Market Hypothesis, hanno rilevato che i rendimenti derivanti dall'applicazione del value investing sono diminuiti drasticamente nella seconda metà del periodo 1963-2019. Questo ci fa capire come il value investing sia stato relativamente più efficace prima che acquistasse notorietà.

Il value investing resta comunque una tecnica di investimento molto utilizzata, che rispecchia lo stato di salute di una società, mostrandone i punti di forza e i punti di debolezza.

## BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Benjamin Graham, *L'Investitore Intelligente*, Hoepli, Edizione 2020.

Philip A. Fisher, *Comprare Azioni Ordinarie e Avere Rendimenti Straordinari*, Gribaudi, Edizione 2022.

Christopher H. Browne, *The Little Book of Value Investing*, John Wiley & Sons Inc, Edizione 2006.

Burton G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street: The Time-Tested Strategy for Successful Investing*, WW Norton & CO, Edizione 2020.

---

<https://www.todsgroup.com/it/investor-relations/documenti-finanziari>

[https://www.biessegroup.com/it/andamento annuale di biesse/documenti finanziari](https://www.biessegroup.com/it/andamento_annuale_di_biesse/documenti_finanziari)

## **RINGRAZIAMENTI**

Sentiti ringraziamenti al professore Guido Paolucci per il supporto e contributo fornitormi nella stesura di questo Elaborato.

Ringrazio mio padre Fabio, mia madre Cristina e mio fratello Luca, i quali, grazie ai loro sacrifici e alla costante presenza e fiducia, mi hanno permesso di diventare la persona che sono, rendendo raggiungibile ogni traguardo.

Ringrazio Perla, sulla quale so di poter sempre contare e che giorno per giorno mi spinge a migliorare, grazie al suo insostituibile affetto e supporto.

Ringrazio inoltre tutte le persone che sono state sempre presenti in questi anni.

