



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

VALUE INVESTING

La scelta di investimenti razionali

The choice of rational investments

Relatore:

Prof. Guido Paolucci

Rapporto Finale di:

Marco Bovara

Anno Accademico 2023/2024

*Alla mia famiglia,
i vostri valori e la vostra forza sono
stati per me gli insegnamenti più
preziosi.*

*Al mio maestro,
per assicurarti che i ricordi sono
indelebili nella mia mente e nel
mio cuore.*

*A me stesso,
per ciò che sono e per ricordarmi che
posso raggiungere qualsiasi obiettivo
io desideri.*

INDICE

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO I: IL VALUE INVESTING	2
1.1 FONDAMENTI DEL VALUE INVESTING	2
1.2 METODI DI INVESTIMENTO ALTERNATIVI E DIFFERENZE	3
1.3 RISCHI E LIMITI DEL VALUE INVESTING	5
CAPITOLO II: ASPETTI TECNICI DELL'ANALISI	7
2.1 APPROCCIO DEL VALUE INVESTOR	7
2.2 IL VALORE INTRINSECO E METODI DI STIMA	8
2.2.1 METODI DI VALUTAZIONE RELATIVA	11
2.2.2 LIMITI NELL'UTILIZZO DEI METODI DI VALUTAZIONE RELATIVA	15
2.2.3 METODI DI VALUTAZIONE ASSOLUTA	18
2.2.4 LIMITI NELL'UTILIZZO DEI METODI DI VALUTAZIONE ASSOLUTA	24
2.3 MARGIN OF SAFETY	25
2.3.1 SCELTA DEL MARGIN OF SAFETY	26
CAPITOLO III: APPLICAZIONE PRATICA: IL CASO NETFLIX	28
3.1 LA STORIA DI NETFLIX	28
3.2 IL BUSINESS MODEL	29
3.3 ANALISI DELLA CONCORRENZA	30
3.4 ANALISI FORMALE	31
3.4.1 UTILIZZO DEI METODI DI VALUTAZIONE RELATIVA	33
3.4.2 UTILIZZO DEI METODI DI VALUTAZIONE ASSOLUTA	36
3.5 CONCLUSIONI DEL CASO	38
BIBLIOGRAFIA	40
SITOGRAFIA	40
RIVISTE	40

INTRODUZIONE

Lo scopo di questa Tesi è quello di fornire una chiave di lettura ed una forma di approccio verso una strategia di investimento basata sulla ricerca e valutazione di aziende sottovalutate dal mercato che, nel corso degli anni, è stata oggetto di studio e dibattito in Dottrina e che ad oggi, se applicata correttamente, risulta ancora redditizia nel lungo periodo.

Tale metodo è definito “value investing”.

Il presente Elaborato è focalizzato inizialmente su cosa distingue il value investing dagli altri approcci e quali sono i punti di forza che lo caratterizzano. Inoltre, per fornire una visione il più completa possibile, saranno evidenziati i principali limiti riscontrabili nella sua applicazione e gli errori più comuni che la maggior parte degli investitori si trova a fronteggiare.

Nel secondo Capitolo l’attenzione è rivolta a illustrare cosa rappresenta il valore intrinseco di un’azienda per l’investitore, perché è fondamentale la sua considerazione e quali sono le principali soluzioni (formule e indici) adoperate dai value investor per la sua determinazione e analisi.

Vengono approfonditi i due metodi di valutazione principali (assoluti e relativi), evidenziando con opportune considerazioni i vantaggi e gli svantaggi a loro attribuibili. È, inoltre, illustrato il concetto di margine di sicurezza, come indicatore di affidabilità e sicurezza degli investimenti, soffermandoci sul grado di soggettività nella sua determinazione.

Infine, per rendere maggiormente comprensibili i temi affrontati in questa Tesi, l’ultimo Capitolo è interamente dedicato alla valutazione dell’azienda “Netflix”, come possibile investimento.

L’analisi del caso pratico tiene in considerazione parte degli indici e degli aspetti della valutazione illustrati in precedenza, come il business model e i rischi collegati alla presenza delle imprese concorrenti.

CAPITOLO I: IL VALUE INVESTING

“Price is what you pay, value is what you get” - W. Buffet

1.1 FONDAMENTI DEL VALUE INVESTING

Il value investing è un metodo di investimento elaborato dagli economisti Benjamin Graham e David Dodd tra gli anni '20 e '30 che, tramite l'introduzione di una maggiore consapevolezza negli investimenti, riesce per la prima volta a far fronte all'irrazionalità dei comportamenti degli agenti economici tipica di quegli anni. Uno dei migliori investitori dell'ultimo ventennio, nonché allievo di Graham, W. Buffet ha basato la propria “carriera” da investitore sui principi del value investing.

Questo approccio è basato sulla ricerca del valore effettivo dei prodotti finanziari acquistati e mira all'ottenimento di risultati soddisfacenti attraverso la selezione e l'acquisto di titoli (azioni) la cui quotazione in borsa risulta, tramite un'attenta analisi della società, inferiore rispetto al reale valore. Il valore effettivo può essere misurato tramite dei valori fondamentali dell'azienda come i guadagni, il cash flow e i dividendi deliberati. Difatti, un value investor per acquistare un'azione ragiona, valuta e opera come se stesse acquisendo l'intero business della società.

Il concetto di fondo è sostanzialmente riconoscere che l'azione è una frazione di proprietà della società ed è in virtù di questo che, valutando il business societario nella sua interezza, è possibile determinare in modo razionale il valore della relativa azione il quale, molto spesso, non è rappresentato dal suo prezzo. Il valore intrinseco (che approfondiremo nel 2° paragrafo) è caratterizzato infatti da una maggiore stabilità nel tempo e risponde alla domanda “quanto vale?”; il prezzo del titolo, la cui variazione è fortemente influenzata dalla moralità del mercato, ha invece un andamento più dinamico e risponde alla domanda “quanto costa?”.

Il differenziale negativo tra prezzo e valore è visto come un'opportunità per l'investitore che crede in una futura convergenza tra i due parametri.

Il value investing si contrappone a tecniche basate esclusivamente sulla speculazione: se da un lato si crede nella crescita dell'azienda, agendo in tal

senso da imprenditori, dall'altro si agisce come "giocatori di azzardo", scommettendo sull'aumento del prezzo dell'azione.

In ultima analisi, questa strategia di investimento si caratterizza per la sua prudente natura ed è ispirata ad un sano e comune buon senso, lo stesso che suggerisce, in ogni transazione commerciale quotidiana, che è opportuno valutare la convenienza o meno dell'affare prima di perfezionarlo.

Il comune buon senso consiglia, in altre parole, di avere ben chiara la differenza tra prezzo e valore prima di procedere ad un qualsiasi acquisto¹.

Di seguito è riportata una tabella che evidenzia le principali differenze tra value investor e speculatore:

Che cosa fa lo speculatore?	Che cosa fa l'investitore?
Acquista un titolo nella speranza che il prezzo salga	Acquista un titolo per partecipare al futuro della società
Guarda il prezzo del titolo	Guarda i profitti della società
Scommette sul futuro	Investe per il futuro
Azzarda	Pianifica
Vuole guadagnare tanto subito	Investe per il lungo termine
Basa le decisioni su teorie	Basa le decisioni su attente analisi finanziarie
Si lascia coinvolgere emotivamente	È distaccato emotivamente
Valuta prima la possibilità di guadagno e poi la possibilità di perdita	Valuta prima la possibilità di perdita e poi la possibilità di guadagno
Ama il rischio	Ha un'estrema attenzione al rischio
Agisce su intuizione	Agisce su fatti concreti
Agisce su speranze per il futuro	Agisce su fatti del presente
Accetta (quasi) tutte le opportunità	Sceglie con calma soltanto le migliori opportunità
Crede di poter prevedere il mercato	È indifferente nei confronti del mercato

Fonte: "Value investing: la guida definitiva all'investimento azionario". Di Gianluca A. Ferrari

1.2 METODI DI INVESTIMENTO ALTERNATIVI E DIFFERENZE

Sebbene il value investing sembri il metodo di investimento più prudente e in grado di far ottenere i rendimenti maggiori nel lungo periodo, altre tecniche

¹ Cfr. "Affari di borsa articoli 184 cos'è il value investing come diventare un value investor". <https://www.affaridiborsa.com/articoli/184-cos-e-il-value-investing-come-diventare-un-value-investor.html>

sviluppate e consolidate nel tempo meritano attenzione. Tra i metodi “alternativi” maggiormente redditizi si inquadrano il Growth investing e il Dividend investing.

Growth investing

Questa tecnica di investimento ideata intorno agli anni '30 si basa sull'investire in aziende giovani o a bassa capitalizzazione (small cap) con ampi margini di crescita, i cui guadagni, secondo le previsioni degli investitori, dovrebbero crescere ad un tasso superiore rispetto alla media delle imprese concorrenti.

Un esempio classico di società in grado di generare ampi rendimenti sono le start-up²¹ ed in generale tutte le imprese dove la chiave del business è sviluppare tecnologie e servizi nuovi per i consumatori. Anche in questo caso, il rendimento per l'investitore sarà dato dall'incremento del prezzo dell'azione derivante dalla crescita e dall'espansione della società.

Un P/E elevato, rapporto che approfondiremo nel secondo capitolo, è una caratteristica delle imprese “growth”. Questa peculiarità deriva dal fatto che gli utili sono bassi in quanto vengono reinvestiti di anno in anno per ottenere un maggior vantaggio competitivo rispetto alla concorrenza.

Da qui si comprende la grande differenza con l'approccio Value: mentre nel Value investing si investe in aziende sottovalutate, con un P/E basso, nell'approccio Growth si investe in aziende con elevati potenziali di crescita, caratterizzate da un P/E elevato.

Inoltre, un'altra differenza è data dal fatto che le azioni Growth hanno potenziali di crescita notevolmente superiori rispetto alle azioni Value.

Ovviamente, anche in questo caso vale la regola del rischio-rendimento: maggiori sono i rendimenti potenziali, maggiore è il rischio al quale ci si espone.

² La start-up è un'impresa neonata a forte connotazione innovativa, fondata da uno o più investitori per sviluppare un prodotto o un servizio unico e immetterlo sul mercato. “<https://www.affarieuropei.gov.it/it/comunicazione/euoparole/start-up-o-startup/>.”

Dividend investing

Questa particolare metodologia di investimento si concentra sull'acquisto di azioni di aziende che effettuano una regolare distribuzione dei dividendi nei confronti dei propri azionisti. L'obiettivo è ottenere rendimenti positivi primariamente attraverso la riscossione dei dividendi e anche, come per i metodi visti in precedenza, dall'aumento del prezzo dell'azione.

Investire seguendo il Dividend Investing consente di ottenere un flusso di reddito costante a prescindere dall'andamento dell'azienda nel suo mercato di riferimento.

Il rapporto che sarà maggiormente considerato dagli investitori in questo caso non sarà il P/E, bensì il Dividend Yield³, che indica quanto si guadagna in dividendi all'anno per ogni euro investito in un'azione.

Tuttavia, è importante precisare che la distribuzione costante di dividendi, in alcuni casi, non indica che l'azienda sia stabile e destinata a crescere nel futuro.

Aziende con ampie prospettive di crescita generalmente tendono a reinvestire gli utili nella propria attività, a differenza di aziende la cui domanda di azioni non è elevata e che quindi sfruttano la distribuzione dei dividendi per espandere la loro capitalizzazione "ingannando" l'investitore.

Inoltre, gli investitori che usano questo metodo devono prestare attenzione a non farsi illudere dai periodi in cui l'azienda eroga molti dividendi, in quanto non è detto che seguirà questa politica in futuro. L'azienda potrebbe dover affrontare un momento di crisi, in cui le sue azioni perderanno valore e distribuire i dividendi risulterà insostenibile; in tal caso per l'azionista ci sarà una doppia perdita potenziale: quella dei dividendi e quella della riduzione del prezzo delle azioni.

1.3 RISCHI E LIMITI DEL VALUE INVESTING

Nonostante il value investing, grazie alle innumerevoli serie storiche di rendimenti positivi generate, sia considerata una tra le strategie

³ Dividend yield = dividendi per azione / prezzo per azione; un buon dividend yield è compreso tra il 2% ed il 6%.

maggiormente consigliate in ambito di investimenti, presenta limiti che è necessario avere ben chiari prima di iniziare a impiegarlo per l'acquisto di prodotti finanziari.

Oltre alla possibilità di cadere in una "value trap", concetto analizzato in modo specifico nel secondo capitolo, l'investitore che sceglie di avvalersi di tale metodo dovrebbe essere a conoscenza che mediamente i tempi in cui l'investimento genererà profitto sono piuttosto ampi.

Più il titolo è sottovalutato, più il periodo necessario affinché il mercato riconosca l'effettivo valore dell'azienda, e quindi il suo prezzo si alzi, è elevato.

In questi casi, l'emotività⁴ gioca un ruolo cruciale nella buona riuscita dell'investimento. La pazienza è una caratteristica imprescindibile del value investor e più volte sarà messa alla prova dall'andamento del mercato. Periodi momentanei di ribasso, seguiti da prestazioni delle società selezionate ben al di sotto delle aspettative, possono convincere l'investitore a liberarsi dei propri acquisti prematuramente, impedendogli di conseguire rendimenti positivi futuri.

Un altro limite, forse il più rilevante, è dato dalla difficoltà di stima del valore intrinseco dell'azienda in modo accurato e quanto più aderente alla realtà.

Il valore intrinseco, tema centrale del secondo capitolo, è un valore soggettivo e, come tale, un errore nella scelta e nel calcolo dei parametri utili in sede di analisi può comprometterne il risultato.

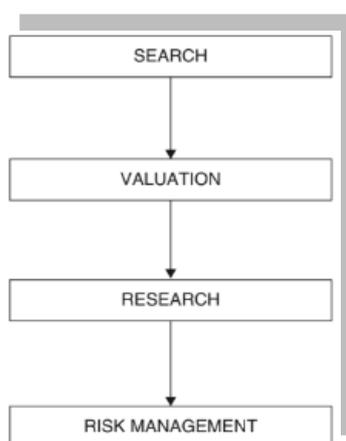
Anche il processo di valutazione di un'azienda da parte del value investor, dunque, richiede un notevole impiego di tempo, motivo per cui molti sono gli esperti che classificano questa attività come un vero e proprio lavoro.

⁴ Grham, in "the intelligent investor", indica la figura dell'investitore vittima dei suoi stessi sbalzi di umore, emotivo piuttosto che razionale, come "Mr. Market" ed evidenzia gli errori più comuni commessi da quest'ultimo.

CAPITOLO II: ASPETTI TECNICI DELL'ANALISI

2.1 APPROCCIO DEL VALUE INVESTOR

Questo paragrafo ha l'obiettivo di ripercorrere le differenti fasi che si celano dietro l'acquisto di titoli finanziari secondo un approccio value. Tali fasi, originariamente individuate da Graham e Dodd, sono rappresentate nella figura seguente e sono quelle che, ad oggi, ogni value investor generalmente segue:



Fonte: "Value investing: from Graham to Buffet and Beyond"

Tutto inizia dalla definizione di una strategia di ricerca e selezione del campione di aziende su cui ci si intende focalizzare. Il punto di partenza per trovare imprese da inserire all'interno del campione è rappresentato dalla comprensione della natura dell'attività da loro svolta.

Una volta visualizzato il campo in cui opera l'azienda (settore tecnologico, fruizione di servizi, alimentare, ecc.), viene effettuato uno screening preventivo per evidenziare le società che più di altre hanno caratteristiche compatibili con l'idea di investimento prevista dall'investitore. Saranno proprio loro a formare il campione oggetto di analisi.

Il secondo step concerne l'identificazione delle aziende che, all'interno del campione, sono effettivamente da prendere in considerazione ai fini dell'investimento; si effettuano dunque valutazioni più approfondite.

I metodi di valutazione delle imprese sono soggettivi, infatti ogni investitore utilizza tecniche rispondenti alle proprie esigenze; si presta attenzione alla frequenza di distribuzione di dividendi, piuttosto che alle politiche di acquisizione di altre società, all'integrità del management, ecc.

Data l'incertezza riguardo l'effettivo valore intrinseco dell'azienda, dovrà poi essere definito un sistema di ricerca attiva che sia in grado di monitorare le variabili aleatorie che influenzano tale valore.

Questo consentirà all'investitore di proiettare una serie di avvenimenti nel futuro e di ridefinire la propria strategia prima che si verifichino eventi inattesi. Anche le variabili⁵ che si decidono di monitorare, per garantire l'efficacia di questa fase, devono essere coerenti con l'investimento programmato.

Per concludere, il processo di risk management attiene alla comprensione dell'impatto che il potenziale investimento avrà sugli investimenti già in essere. Incrementa l'esposizione al rischio del proprio portafoglio di titoli? Serve invece per bilanciare la rischiosità del proprio programma di investimenti? È utile per aumentare la diversificazione del portafoglio e ottenere una maggiore sicurezza riguardo eventuali crisi di settore o di azienda?

Si presuppone che prima di acquistare il titolo si abbiano chiare in mente le ragioni per le quali si intende procedere, per evitare di assumere decisioni infondate e sprovviste di una strategia portante. È per questo che in tutte le fasi analizzate è necessario agire in considerazione dei motivi di fondo alla base dell'investimento.

2.2 IL VALORE INTRINSECO E METODI DI STIMA

Un concetto cardine del value investing è il valore del titolo. Per comprendere appieno la logica di un value investor nella selezione e acquisto di un'azione

⁵ le variabili più importanti sottolineate dal libro "value investing: from Graham, to Buffet and beyond" sono: la vendita del CFO di una parte della sua partecipazione, la domanda e l'offerta riguardo le azioni della società e le aspettative riguardo l'andamento del titolo.

è quindi necessario comprendere come questo parametro viene calcolato, interpretato e valutato.

Questo valore, così come il margin of safety che analizzeremo più avanti, se correttamente stimati, possono fornire il giusto grado di sicurezza circa l'affidabilità e la capacità del titolo di produrre futuri rendimenti positivi. Un'attenta e precisa analisi, seguita da opportune conclusioni, è dunque alla base di scelte sagge e razionali.

La determinazione del valore intrinseco del titolo, e quindi dell'azienda, rappresenta il punto di partenza per future considerazioni circa l'adeguatezza dell'operazione di investimento.

Suddetto parametro non è una semplice cifra astratta, ma rappresenta l'effettivo valore aziendale ricavabile tramite accurate e approfondite valutazioni delle operazioni societarie.

Le principali analisi effettuate riguardano l'insieme di documenti contabili racchiusi nel bilancio, la capacità dell'impresa di gestire in modo ottimale le risorse finanziarie a propria disposizione, il business model/plan comparato con i limiti e le opportunità offerte dal settore in cui opera l'azienda e la vision.

Analisi di bilancio

Consente di ottenere una visione generale dello stato di salute dell'azienda con riferimento alla sua situazione patrimoniale, economica e finanziaria tramite la valutazione dei documenti di Stato patrimoniale, Conto economico e Rendiconto finanziario. La situazione patrimoniale rappresenta il grado di solidità raggiunto dall'azienda e quindi l'equilibrio tra fonti (entrate) e uscite (impieghi). L'aspetto economico sottolinea invece l'attitudine a creare ricchezza e il grado di raggiungimento e mantenimento dell'equilibrio economico. Il profilo finanziario riguarda la capacità delle entrate monetarie di far fronte alle uscite monetarie e la capacità di ottenere preferibilmente dei margini di profitto.

Analisi gestione finanziaria

Consente di misurare il grado di efficienza raggiunto dall'azienda nell'utilizzo delle proprie risorse. A tal proposito, vengono analizzati i tassi di rendimento

sugli investimenti, la gestione e l'eventuale eccessiva esposizione al debito e al ricorso della leva finanziaria e la liquidità aziendale.

Analisi del business plan e del business model

Per comprendere le potenzialità e l'iniziativa economica dell'impresa, sono fondamentali i piani con i quali quest'ultima intende raggiungere i suoi obiettivi e, in generale, la solidità del management. Il business plan è un documento dinamico che solitamente include una panoramica dell'azienda, le strategie di marketing, un piano operativo, finanziario ed un'attendibile analisi dei rischi. Parallelamente, ci si concentra sul business model, che indica sostanzialmente il modo in cui l'azienda intende generare, distribuire, raccogliere valore e quanto quest'ultima è orientata all'innovazione.

Analisi del settore in cui opera l'azienda e le prospettive future

Riuscire a collocare l'attività aziendale all'interno di un determinato settore e studiarne i punti di forza e debolezza consente la formazione di un'idea sul posizionamento futuro dell'azienda e la valutazione degli eventuali punti di contatto con la vision societaria. È tramite la comprensione del posizionamento dell'azienda nel suo mercato di riferimento che si evidenzia come questa possa essere influenzata da nuove policy governative, nuove regolamentazioni, dal subentro di nuovi concorrenti e dalla capacità di accogliere l'innovazione e le tecnologie emergenti. L'influenza di tali fattori sull'attività aziendale può essere positiva nel momento in cui questi la orientano verso nuove opportunità, verso la generazione di valore; può essere negativa, un vero e proprio limite, qualora l'azienda perda competitività nel mercato, quando nuove leggi dovessero limitare la sua libertà di azione e in tutti i casi in cui vengano a peggiorare le prospettive future.

Ricordando che il valore intrinseco è un valore soggettivo la cui stima può variare da soggetto a soggetto, possiamo ad analizzare come viene calcolato il valore di un'azione da un punto di vista formale.

Esistono svariati approcci di calcolo e, di fatto, la scelta tra un metodo ed un altro dipende esclusivamente dalle esigenze del value investor.

Generalmente, tali metodi vengono raggruppati in due macro-classi: Metodi di valutazione relativa e assoluta.

2.2.1 METODI DI VALUTAZIONE RELATIVA

Questi metodi si basano sulla relazione e quindi sul confronto tra l'azienda ed altri elementi come settori di mercato, altre aziende o la stessa azienda considerata in periodi di tempo differenti. Il principale metodo appartenente a questa macro-classe è il P/E ratio.

Price to Earnings ratio

$$PE\ ratio = \frac{Price\ Per\ Share}{Earnings\ Per\ Share}$$

Questo metodo pone al numeratore il prezzo di un'azione o dell'intera azienda e al denominatore gli utili per azione o gli utili aziendali ed indica l'importo che un investitore è disposto a investire in una società per ricevere 1 euro degli utili della società.

È definito il multiplo del prezzo, in quanto mostra quanto gli investitori sono disposti a pagare per ogni euro di utile⁶.

Es.: dato il prezzo di un'azione dell'impresa X pari a 1.000 e l'utile per azione pari a 10, avremmo un P/E pari a 100.

È grazie a questo ratio che l'investitore può valutare se il prezzo a cui in un preciso istante è possibile acquistare un'azione sia ragionevole o meno. Un valore elevato può indicare che il titolo è sopravvalutato (growth stock), ovvero gli investitori sono mediamente disposti a offrire un prezzo superiore in rapporto agli utili conseguiti dall'azienda in ragione del fatto che si aspettano maggiori guadagni rispetto a quelle con un P/E più basso. Viceversa, un valore

⁶ Graham raccomanda, soprattutto agli investitori alle prime armi, di limitarsi ai titoli il cui prezzo corrente non sia più di 15 volte la media degli utili degli ultimi tre anni. "l'investitore intelligente", edizione italiana a cura di Paolo Basilico".

basso (value stock) è spesso sintomo di un titolo che è sottovalutato dal mercato e quindi è appetibile per l'investitore value che spera in un futuro apprezzamento e nella possibilità di generare profitti.

Un approfondimento di questo ratio può avvenire con il rapporto "forward P/E ratio", che differisce dalla classica versione per il fatto che al denominatore sono collocati gli utili futuri. È interessante rilevare che Graham sconsigli l'utilizzo di questo rapporto, in quanto non trova un fondato motivo nel dividere il prezzo conosciuto attuale delle azioni per gli utili futuri, che sono mere previsioni e sono dunque incerti e di fatto sconosciuti⁷.

Confrontando i P/E di più aziende è possibile valutare quale sia "più cara" in proporzione all'utile⁸. Per giungere a conclusioni ragionevoli è fortemente consigliato operare il confronto con aziende che operano nello stesso settore e con modelli di business simili.

Tuttavia, calcolare il valore di un'azione, limitandosi esclusivamente al calcolo di questo indice, può condurre a conclusioni approssimative o per giunta errate. Ciò deriva principalmente dal fatto che il valore ottenuto pone attenzione esclusivamente sull'utile, tralasciando altre caratteristiche rilevanti dell'azienda.

La prima caratteristica trascurata dal tradizionale rapporto PE è il livello di indebitamento dell'azienda. Una politica irresponsabile nella gestione del debito può determinare l'incapacità dell'azienda di generare profitti e, se il grado di indebitamento è elevato, l'azienda avrà, con molte probabilità, utili per azione inferiori, con conseguente aumento del ratio.

Altro aspetto da considerare riguarda il fatto che questo metodo non tiene conto delle effettive prospettive di crescita della società. Qualora l'azienda non dovesse dimostrare di avere potenziale di crescita nel futuro, risulterà avere un basso P/E dovuto ad una mancanza di fiducia da parte degli

⁷ Una ricerca effettuata dal noto investitore David Dreman ha mostrato che il 59% delle previsioni sugli utili di Wall Street sottostima/sopravaluta gli utili poi dichiarati di almeno il 15%. Cfr. "L'investitore intelligente", edizione italiana a cura di Paolo Basilico".

⁸ Il P/E medio a lungo termine per l'S&P 500 è di circa 17,6, il che significa che i titoli che compongono l'indice hanno collettivamente un prezzo più di 17 volte maggiore della loro media ponderata degli utili. Questa media può servire come punto di riferimento per stabilire se il mercato è valutato più alto o più basso rispetto alle norme storiche. "investopedia price-earnings ratio".

investitori nei confronti del suo business. Acquistare azioni di tali aziende si può rilevare un investimento poco ragionevole, in quanto sarà difficile che si prospetti un aumento del prezzo del titolo.

Da un ultimo punto di vista, il P/E mostra limiti nella comparabilità di aziende che operano in settori diversi, in quanto risulteranno avere guadagni differenti oltre alle già citate diverse prospettive di crescita. Un'azienda giovane specializzata nel campo dell'intelligenza artificiale può avere un rapporto P/E più elevato rispetto a società ormai consolidate che si trovano nel mercato da anni, in quanto ha un potenziale di crescita maggiore. Ciò, tuttavia, non indica necessariamente che la prima società sia sopravvalutata e la seconda sottovalutata.

È per le ragioni sopra citate che è opportuno effettuare le valutazioni confrontando e calcolando più rapporti.

Ancora tra i metodi di valutazione relativa troviamo: PEG ratio, P/S ratio, P/FCF ratio, EV to EBITDA ratio e il P/B ratio.

Price to Earning Growth ratio

$$PEG\ ratio = \frac{PE\ Ratio}{Earnings\ Growth\ Rate}$$

Mentre al numeratore si trova il P/E tradizionale, al denominatore viene collocato il tasso di crescita degli utili previsto per l'azienda sottoposta ad analisi.

Il PEG ratio, a differenza del precedente indice, tiene conto delle future aspettative di crescita dell'azienda, quindi, può rappresentare uno strumento di valutazione più accurato.

Un valore pari ad uno indica un rapporto perfetto tra il valore di mercato dell'azienda e le sue prospettive di crescita. Valori inferiori ad uno sono spesso sintomo di un titolo sottovalutato e quindi di una possibile opportunità per l'investitore; al contrario, valori maggiori di uno suppongono un titolo sopravvalutato. È suggerito l'utilizzo nel confronto di aziende simili, ma con diverse prospettive di crescita.

Price to Sales Ratio

$$PS\ ratio = \frac{Share\ Price}{Total\ Sales}$$

In questo rapporto troviamo al numeratore il prezzo dell'azione e al denominatore il fatturato; è anche chiamato "revenue multiple" o "sales multiple". È definito come il valore che il mercato ha attribuito a ciascun euro ricavato dalle vendite o dai ricavi di un'azienda. In altri termini, indica quanto gli investitori sono disposti a pagare per un euro di vendite.

È utilizzato nel caso di aziende che non registrano utili o nel caso di aziende che si trovano in forte crescita e aumentano esponenzialmente il fatturato di anno in anno.

Riguardo al valore assunto da tale indice, vale ciò che è stato detto per il rapporto precedente.

Price to Cash Flow Ratio

$$P / FCF\ Ratio = \frac{Share\ Price}{Cash\ Flow\ Per\ Share}$$

Al numeratore troviamo il prezzo dell'azione e al denominatore il flusso di cassa disponibile.

Questo indice misura il valore del prezzo di un titolo rispetto al suo flusso di cassa operativo netto per azione.

Rispetto al tradizionale P/E ratio risulta maggiormente affidabile, in quanto generalmente la manipolazione dei flussi di cassa è più difficile da mettere in atto rispetto a quella degli utili. Il valore dell'utile, infatti, può essere influenzato dagli ammortamenti, dagli accantonamenti, dalle svalutazioni e, più in generale, da tutti quei costi che non determinano una corrispondente uscita monetaria.

EV to EBITDA ratio

$$EV\ to\ EBITDA\ ratio = \frac{Enterprise\ Value}{EBITDA}$$

Al numeratore troviamo il valore della capitalizzazione di mercato di un'impresa comprensivo del debito al netto della liquidità.

Al denominatore abbiamo il Margine operativo lordo, ovvero l'utile al lordo di interessi, tasse, deprezzamenti e ammortamenti.

Questo indicatore misura il ritorno che l'azienda trae dai propri investimenti di capitale ed è utile impiegarlo in virtù dell'attenzione prestata all'indebitamento della società.

Tuttavia, dato che l'EV to EBITDA ratio non tiene conto di spese in conto capitale (acquisto di immobilizzazioni come strumenti per l'azienda), potrebbe risultare un valore più basso e quindi maggiormente favorevole di tale indice, soprattutto in aziende che operano in settori dove queste spese sono mediamente più frequenti che in altri.

Price to Book Value Ratio

$$PB \text{ ratio} = \frac{\text{Market Price Per Share}}{\text{Book Value Per Share}}$$

Al numeratore troviamo il prezzo dell'azione, al denominatore il Patrimonio Netto.

Fornisce un'indicazione circa il valore attribuito dal mercato per ogni euro di Patrimonio Netto. È possibile, quindi, fare riferimento al valore assunto da questo indicatore per comprendere il valore che gli operatori economici attribuiscono al Patrimonio Netto dell'azienda rispetto al valore desumibile dai prospetti contabili.

È utilizzato soprattutto per il confronto di società con elevate quantità di attività, come società finanziarie o società immobiliari. Risulta infatti meno utile l'impiego di tale indicatore in società di servizi, caratterizzate da una bassa presenza di attività tangibili nei loro bilanci.

2.2.2 LIMITI NELL'UTILIZZO DEI METODI DI VALUTAZIONE RELATIVA

Nonostante questi metodi siano noti per la loro intuitività e semplicità di impiego, presentano alcune limitazioni.

È opportuno ribadire che per un'analisi esaustiva e affidabile non si possono calcolare e valutare solo questi indici, ma è necessario il confronto con più rapporti.

Il principale limite è rappresentato dal fatto che forniscono informazioni solo in riferimento alla situazione passata o presente dell'azienda considerata, distogliendo completamente l'attenzione dal possibile mutamento nei prossimi esercizi. Non potendo effettuare considerazioni su ciò che sarà il futuro della società, risulterà difficile e irrazionale programmare strategie di investimento orientate al lungo termine.

Il secondo svantaggio riscontrabile nell'utilizzo di tali metodi è il fatto di poter confrontare solo aziende simili in riferimento al settore in cui operano, al modello di business e all'organizzazione aziendale in generale. Tuttavia, identificare un gruppo di confronto appropriato può risultare difficile e la comparazione di unità organizzative che solo all'apparenza risultano simili potrebbe indurre a valutazione errate. Inoltre, per rendere il loro impiego efficace non si può limitare l'analisi esclusivamente a due società, ma occorre estenderla a campioni più ampi.

Nell'utilizzare questi rapporti è opportuno effettuare analisi approfondite circa i valori da loro assunti, in quanto tali valori potrebbero trarre in inganno l'investitore. Analizziamo due casi:

- Value trap;
- Presenza di una bolla.

Value trap

I casi di value trap si hanno quando il valore basso di uno dei rapporti sopra menzionati permane per lunghi periodi e non indica un titolo sottovalutato, ma un'azione di una società la cui vita si stima non essere longeva, ovvero si trova in uno stato di crisi da cui difficilmente riesce ad uscirne nel breve periodo⁹.

⁹ Nokia è un esempio classico. Fu leader nel settore dei telefoni cellulari fino a quando si sono affacciati sul mercato gli smartphone (da questo momento il prezzo delle azioni inizia ridursi). Era necessario un cambio di rotta del business drastico e repentino che però non è mai avvenuto. La nuova concorrenza (principalmente Apple e Samsung) ha spodestato Nokia, la quale dal 2010 ha subito un declino significativo nei suoi affari principali. "Digital Flow, l'arroganza che conduce al fallimento, il caso Nokia".

L'investitore intraprendente dovrà riconoscere questi casi tramite studi approfonditi, una dettagliata analisi di bilancio e prestando molta attenzione al contesto macroeconomico¹⁰ in cui opera l'azienda. Segnali di uno stato di crisi sono dati, ad esempio, da una società che non reinveste i profitti nella ricerca e sviluppo, da eventuali variazioni nella struttura organizzativa dell'azienda quali il cambio del management, del personale addetto alla direzione e anche di eventuali piani aziendali.

Presenza di una bolla

Il caso della presenza di una bolla fa riferimento ad un'azienda, o aziende che operano in un settore specifico, il cui prezzo per azione è "inflazionato" rispetto al valore intrinseco. In altri termini, la bolla finanziaria è data dall'incremento rapido del prezzo dell'azione, che si traduce in una quotazione insostenibile sulla base dei dati fondamentali riportati dall'azienda e che è destinata ad "esplodere".

L'esplosione della bolla avviene in seguito alla drastica e altrettanto rapida caduta dei prezzi delle azioni dovuta ad un rallentamento dell'euforia iniziale e ad una vendita di massa da parte degli operatori economici, in conseguenza della radicale variazione delle prospettive di crescita dell'azienda.

Scelte irrazionali assunte dai soggetti esposti prima dell'esplosione, una volta che quest'ultima si è verificata, potrebbero tradursi in forti perdite date da un prezzo di mercato di gran lunga inferiore a quello di acquisto.

Gli investitori che agiscono in tempo possono riuscire a tamponare le perdite, ma coloro che sono esperti possono vedere l'intero investimento andare perso. Allo stesso modo, le imprese che facevano affidamento sull'elevato numero di azionisti e quindi sull'incremento del valore dei propri titoli, si trovano di fronte ad un possibile fallimento.

¹⁰ Parlando del contesto macro-economico si fa riferimento all'avvento di nuove tecnologie, a crisi di livello macro, a politiche monetarie e fiscali adottate dalle autorità governative (le politiche fiscali espansive riducono il prezzo dei titoli) e ai cambiamenti demografici. Quest'ultimi sono rilevanti qualora cambiamenti della struttura della popolazione (invecchiamenti) influenzano la domanda di determinati prodotti e in ultima analisi il valore delle aziende che operano in quei settori.

Tutto ciò incide sulla crescita del settore coinvolto, in quanto ci sarà una forte sfiducia da parte degli investitori.

Ma a cosa sono dovute queste scelte irrazionali?

Secondo la teoria della finanza comportamentale¹¹, gli investitori seguono il comportamento della massa (herd behaviour) e vanno incontro a fasi alterne di ottimismo e pessimismo irrazionali; oppure, comprano ad un prezzo eccessivamente alto, scommettendo sull'esistenza di un investitore più folle (greater fool) disposto a pagare ancora di più¹².

Secondo l'economista Charles P. Kindleberger le principali cause della formazione di una bolla¹³ sono le seguenti:

- L'aumento della redditività di titoli già presenti nel mercato oppure la nascita di interesse verso un titolo di nuova emissione;
- La speculazione giustificata dalla convinzione che gli aumenti di prezzo delle azioni passati si manifestino anche in futuro.

2.2.3 METODI DI VALUTAZIONE ASSOLUTA

I metodi di valutazione assoluta differiscono dai precedenti in quanto la valutazione non si basa sul confronto di valori, ma dipende esclusivamente dall'andamento del business societario e dal valore dei flussi di cassa futuri, ovvero la stima del denaro che si prevede verrà generato o speso in futuro da un'azienda.

¹¹ La finanza comportamentale è una branca delle scienze economiche che pone attenzione sulla componente emotiva degli individui nelle loro scelte finanziarie e l'influenza che queste hanno sul mercato.

¹² Cfr. [https://www.treccani.it/enciclopedia/bolla_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/bolla_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/).

¹³ Un tipico esempio riguarda le Dot.com, società che operano nel settore informatico. Verso la fine degli anni '90 si erano sviluppate idee molto ottimistiche circa le potenzialità di internet. Questo fece sì che la domanda dei titoli delle Dot.com aumentasse esponenzialmente, e con essa il prezzo delle azioni, rappresentando un valore distaccato dalla realtà. In seguito ai risultati deludenti di tali aziende nelle trimestrali di marzo 2000, scoppiò la bolla e iniziò la vendita di massa delle azioni (gli investitori si accorsero di aver sopravvalutato notevolmente il valore dei titoli). Il NASDAQ (indice ad alta componente tecnologica) arrivò a perdere circa il 60% nell'arco di due anni. Molte Dot.com fallirono, altre vennero svendute e notevoli furono le perdite registrate dagli investitori.

I principali metodi di valutazione appartenenti a questa categoria sono il Discounted Cash Flow (DCF), il Dividend Discount Model (DDM) e l'Economic Value Added (EVA).

Discounted Cash Flow

$$DCF = \frac{cf_1}{(1+r)^1} + \frac{cf_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{cf_n}{(1+r)^n}$$

cf_1 , cf_2 e cf_n indicano rispettivamente il flusso di cassa del primo anno, del secondo anno e degli anni successivi, mentre r indica il tasso di sconto che per semplificazione può essere definito come il tasso di rendimento desiderato dall'investitore.

Il DCF si basa, in sostanza, sul calcolo del valore attuale dei flussi di cassa operativi netti futuri (enterprise value) scontati ad un tasso di attualizzazione che nella maggior parte dei casi è rappresentato dal costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital / WACC)¹⁴.

Questo metodo è utile per determinare se i flussi di cassa di un investimento previsti per il futuro sono superiori al valore dell'investimento iniziale; si utilizza infatti in contesti in cui l'investitore paga una certa somma di denaro nel presente con l'aspettativa di ricevere più denaro in futuro, in seguito alla vendita delle azioni, grazie ad un incremento dei flussi di cassa e dunque ad un aumento del valore dell'azienda.

Orientativamente, questo metodo utilizza stime di valore riferite ad un range che va dai cinque ai dieci anni. Ovviamente il grado di incertezza dei valori aumenta di anno in anno. Proprio per questo, affinché l'analisi con il DCF sia utile, le stime utilizzate nel calcolo devono essere quanto più possibile solide e conformi alla realtà.

Il principale limite è rappresentato proprio dal fatto che i valori sui quali si basa il calcolo del DCF sono frutto di stime, e quindi lo è anche il valore assunto da tale indice.

¹⁴ Step principali nel calcolo del DCF: 1) stimare i flussi di cassa attesi dall'investimento, 2) selezionare un tasso di sconto idoneo ad attualizzare i flussi di cassa futuri, 3) attualizzare i flussi di cassa previsti fino al presente. Cfr. "investopedia, articolo di Jason Fernando, novembre 2023".

A conferma di ciò, si consideri che il flusso di cassa futuro è un valore incerto, in quanto influenzabile da vari fattori, tra i quali l'affermazione nel mercato di imprese concorrenti ed il livello della domanda futura di prodotti e servizi offerti dall'azienda; questi per l'appunto sono dati che non possono essere previsti in modo puntuale.

Un altro rischio è dato dal fatto che, se i flussi di cassa sono stimati troppo alti, possono comportare un investimento che potrebbe essere non sufficientemente ripagato in futuro. Se, invece, i flussi di cassa futuri sono stimati troppo bassi, l'investimento potrà risultare troppo costoso.

Un esempio a scopo illustrativo di applicazione del *discounted cash flow* su un'azienda X può essere il seguente:

- Dal bilancio dell'azienda X nell'anno n risulta un flusso di cassa di 200 milioni ed una capitalizzazione (valore totale o prezzo di tutte le azioni in circolazione) di 2 miliardi;
- Ipotizzando un tasso di crescita dell'azienda annuo del 10% nei prossimi anni, nell'arco di venti anni si può stimare che l'azienda in questione riesca a generare poco più di 1 miliardo di flusso di cassa;
- successivamente occorre applicare la formula vista in precedenza, quindi si vanno a scontare i flussi di cassa previsti di ciascun periodo ad un rendimento scelto dall'investitore (r), in questo caso 8% e infine, si procede alla loro somma;
- Il valore ottenuto da tale somma sarà approssimativamente di 4 miliardi, di gran lunga maggiore rispetto alla capitalizzazione attuale.

Investire in questa azienda, salvo che i ritmi di crescita effettivi siano vicini a quelli stimati, può risultare una scelta ragionevole.

Dividend Discount Model

$$Value\ of\ stock = \frac{EDPS}{CCE - DGR}$$

Al numeratore troviamo il dividendo atteso per azione (expected divided per share); al denominatore è evidenziata la differenza tra il costo del capitale

proprio (cost of capital equity) ed il tasso di crescita dei dividendi (dividend growth rate), il cui risultato rappresenta il tasso di sconto netto.

Il DDM si basa sul calcolo del valore attuale e atteso dei dividendi futuri¹⁵ che, in questo modello, rappresentano i flussi di cassa derivanti dall'acquisto di un'azione e sono una componente determinante nella valutazione del valore futuro dell'azione.

Il valore del titolo è visto come una rendita perpetua ed il fattore di sconto utilizzato per la sua attualizzazione è solitamente il costo del capitale proprio (o costo del capitale azionario) calcolato con il modello CAPM¹⁶².

Il tasso di sconto consente di tenere conto dei fattori rischio e tempo, componenti determinanti nelle scelte degli investitori.

Inoltre, il costo del capitale proprio di un'impresa indica sostanzialmente il rendimento atteso dagli investitori come conseguenza dell'esposizione al rischio derivante dall'acquisto del titolo azionario.

In altri termini, con questo modello viene stimato il prezzo atteso dell'azione alla fine del periodo preso in considerazione dall'investitore, dal quale poi si stimerà il valore intrinseco dell'azienda oggetto di analisi.

Il prezzo è influenzato dai profitti dell'azienda e, più in generale, dalle condizioni di salute, dal posizionamento di mercato e dalle prospettive future della società, elementi che dovranno essere presi in considerazione dall'investitore.

Se il valore ottenuto dall'utilizzo di questo modello è più elevato rispetto al prezzo dell'azione risultante dalla quotazione del mercato nel presente, allora

¹⁵ la formula per il calcolo del valore attuale dei dividendi futuri è la seguente:

$$valore = \sum_{n=1}^{20} \frac{Div}{(1+r)^n}$$

dove r è il tasso di crescita dei dividendi ed n gli anni.

La formula per calcolare il valore futuro è:

$$valore = valore\ attuale * (1+r)^n$$

¹⁶ Il metodo CAPM (capital asset pricing model) è un modello per il calcolo di un rendimento atteso di un titolo finanziario, caratterizzato dal fatto che tiene conto della componente di rischio derivante dall'acquisto di quest'ultimo.

si può dedurre che l'azione sia sottovalutata e può rappresentare un'opportunità di investimento per il value investor.

Dato che gli investitori, nell'utilizzo del DDM, basano le proprie assunzioni sulle serie storiche societarie riguardo la distribuzione di dividendi negli anni, l'utilizzo di questo modello è raccomandato principalmente nello studio di aziende che dimostrano una regolare distribuzione dei dividendi nel corso degli esercizi.

Tuttavia, effettuare una stima coerente in relazione ai futuri dividendi può risultare un'impresa ardua in quanto, di fatto, i dividendi non indicano in modo puntuale la creazione di valore da parte dell'azienda nel medio-lungo periodo, pur essendo uno dei primi fattori ad influenzare il valore di un'azione. Nel breve periodo è possibile che imprese incapaci di generare ricchezza distribuiscano dividendi ricorrendo all'indebitamento. Se, da una parte, vengono dunque soddisfatti gli azionisti, dall'altra, l'azienda si è esposta ad un rischio, ed è appunto necessario che questa tenga sotto controllo la propria posizione debitoria per evitare crisi finanziarie nel lungo periodo. Viceversa, è possibile che società con una buona redditività decidano di non distribuire i dividendi e di reinvestire i profitti per effettuare lavoro di ricerca, espandersi o accogliere opportunità nuove offerte dal mercato.

L'azienda in tal modo può generare nel lungo periodo una crescita maggiore rispetto a quella che otterrebbe esclusivamente dalla distribuzione dei dividendi.

Per i motivi sopra elencati, l'utilizzo esclusivo di questo modello nella valutazione dell'impresa come possibile investimento può risultare limitativo e può far distogliere l'attenzione da aziende con ampi margini di crescita ma più conservative da un punto di vista di distribuzione dei dividendi.

Un esempio a scopo illustrativo di applicazione del *dividend discount model* su un'azienda Y può essere il seguente¹⁷:

¹⁷ Per praticità nell'esempio il periodo di riferimento è un anno.

- L'azienda nell'anno n ha pagato un dividendo di € 1,5 per azione, è prevista una crescita perpetua dei dividendi ad un tasso del 5% annuo ed il costo del capitale proprio della società è pari a 7%;
- Calcoliamo il valore del dividendo dell'anno n+1: $D_1 = 1,5 \cdot (1 + 5\%) = 1,57$ €;
- Ora è possibile calcolare il prezzo e quindi il valore intrinseco dell'azione della società Y applicando la prima formula vista per questo metodo:

$$Value\ of\ stock = \frac{EDPS}{CCE - DGR}; \frac{1,57}{0,07 - 0,05} = €78,5$$

In ultima analisi ed in linea teorica, se nell'anno n il prezzo dell'azione è inferiore rispetto a € 78,5, sulla base delle analisi effettuate può avere senso investire in questa impresa, in quanto è stata prevista una crescita del valore dell'azione.

Economic value added

$$EVA = nopat - (cost\ of\ capital * invested\ capital)$$

Il nopat (net operating profit after taxes) rappresenta l'utile operativo al netto delle imposte, ovvero è un indicatore di performance del core business (attività principale) dell'azienda.

Il capitale investito è invece l'ammontare di capitale raccolto ed impiegato dall'azienda per lo svolgimento delle proprie attività.

Infine, il costo del capitale, come già detto, indica il rendimento minimo da assicurare ai soggetti che hanno investito nell'azienda.

L'EVA (valore economico aggiunto) indica quindi la ricchezza prodotta dall'azienda tramite la sua attività in un dato periodo al netto del costo dei capitali investiti ed è per questo che è anche definito come profitto economico.

Il value investor utilizzerà questo indice per capire se l'azienda produce valore sufficiente per giustificare l'impegno in termini economici richiesto agli operatori economici per investire in essa.

Un EVA positivo (rendimento del capitale investito > costo del capitale investito), in sintesi, è rappresentativo di una società che è stata in grado di coprire i costi di competenza dell'esercizio tramite i ricavi conseguiti ed è riuscita anche a realizzare rendimenti superiori rispetto al rendimento minimo richiesto dagli investitori; ha generato ricchezza.

Viceversa, un EVA negativo (rendimento del capitale investito < costo del capitale investito), indica l'incapacità dell'impresa di sostenere i costi derivanti dalla propria attività tramite i ricavi conseguiti.

È consigliato l'utilizzo di questo indice come metro di valutazione del valore di un'azienda purché si tenga ben presente che alcune aziende possono essere incentivate a massimizzare l'EVA nel breve a scapito della creazione di valore nel medio-lungo termine, andando ad influenzare negativamente il valore dell'investimento.

2.2.4 LIMITI NELL'UTILIZZO DEI METODI DI VALUTAZIONE ASSOLUTA

Anche con riguardo l'applicazione di questi metodi è da evidenziare la presenza di alcuni limiti di cui un investitore deve essere a conoscenza.

Il primo problema riscontrabile è che la maggior parte dei valori impiegati nei calcoli sono frutto di valutazioni soggettive da parte dell'analista.

Fattori come il tasso di crescita dei flussi di cassa, il valore futuro dei dividendi o anche il costo del capitale sociale sono parametri che, se non stimati correttamente, condizionano negativamente i risultati dell'analisi e perciò è elevata la probabilità che suggeriscano piani di investimento non saggi.

Un ulteriore limite che caratterizza questa macro-classe di metodi riguarda il basso grado di affidabilità nelle stime di lungo periodo. Effettuare previsioni a lungo termine tramite questi strumenti è un'attività che richiede un elevato grado di esperienza e dimestichezza in ambito di valutazione.

Questo deriva dal fatto che le previsioni sono fondamentalmente incerte e come tali possono essere influenzate da più variabili esterne, sulle quali il value investor non può intervenire direttamente.

In considerazione di ciò, quando ci si accinge a valutare un'azienda come possibile investimento, è di vitale importanza analizzare in via preventiva il contesto in cui opera (settore, concorrenza, regolamenti) per individuare

eventuali segnali premonitori di aspetti che in futuro potrebbero incidere sui parametri ottenuti.

Inoltre, per fornire una visione il più completa possibile circa l'impiego di questi metodi nella determinazione del valore di un'azienda, occorre sottolineare che essi non prevedono il confronto con altre imprese che operano nello stesso settore, cosa che invece è estremamente suggerita per la creazione del proprio portafoglio di investimento.

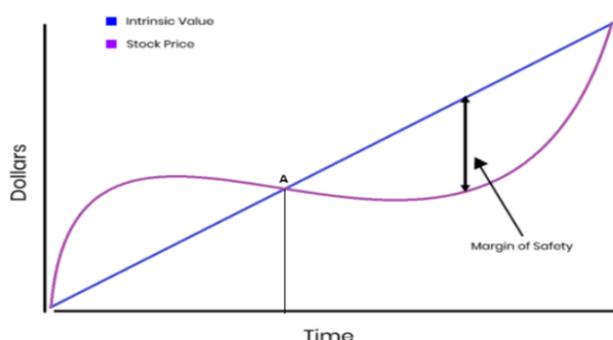
In conclusione, la scelta migliore che può fare, così come lo definisce Grham, un "investitore intelligente" è quella di ricorrere simultaneamente ai metodi assoluti e relativi, per bilanciare i vantaggi e i limiti tipici dei diversi approcci di valutazione e limitare il più possibile la presenza di errori nell'analisi.

2.3 MARGIN OF SAFETY

Il margine di sicurezza è definito come la differenza tra il valore intrinseco di una società e il valore di mercato espresso dal prezzo delle sue azioni, risultante dalla quotazione.

Grazie alla comprensione di questo margine si può definire, non con certezza assoluta ma con sufficiente attendibilità, il grado di rischio dell'investimento. Maggiore sarà il differenziale tra valore intrinseco dell'azione e il prezzo, maggiore sarà il rendimento atteso ed il rischio, generalmente, sarà ritenuto più basso.

Di seguito una rappresentazione grafica del margine di sicurezza:



Fonte: "affaridiborsa.com"

Come si nota dal grafico, mentre il valore di un'azione ha un andamento costante nel medio-lungo termine (salvo casi eccezionali), il prezzo di mercato fluttua nel tempo in risposta alle fluttuazioni di domanda e offerta.

Il punto di intersezione delle due curve (A), rappresenta il punto in cui il prezzo di mercato eguaglia perfettamente il valore dell'azione; è il prezzo che meglio esprime lo stato di salute economico, patrimoniale e finanziaria dell'azienda. A sinistra del punto A il mercato sta sopravvalutando il titolo, non è dunque un buon momento per acquistare queste azioni, mentre a destra il titolo è sottovalutato (occasione per l'investitore).

In questa ultima parte del grafico l'azione ha un prezzo invitante, ma per proseguire con l'investimento occorre prima assicurarsi circa la presenza di acquisti migliori.

Il focus del value investor, infatti, devono essere le azioni che tra tutte presentino il margine di sicurezza più grande¹⁸, ovvero quelle che offrono i potenziali profitti più elevati prevedendo un'esposizione al rischio contenuta. La grande difficoltà risiede proprio nel trovare queste azioni ottimali, attività che è inquadrata per l'appunto come un vero e proprio lavoro.

2.3.1 SCELTA DEL MARGIN OF SAFETY

Per definire quale sia il margine di sicurezza idoneo per effettuare l'investimento, Warren Buffet suggerisce quanto segue: se l'azienda è in una situazione in cui si crede che il settore in cui opera o la sua posizione competitiva siano imprevedibili, e quindi è molto difficile stimare il valore intrinseco, è bene non cercare di compensare questa imprevedibilità con un extra margine di sicurezza.

Il consiglio di Buffet è quello di puntare ad aziende di cui si hanno maggiori certezze.

Se si comprano azioni di aziende ben consolidate nel mercato (Amazon nel settore e-commerce, Meta nell'ambito dei social-network), capaci di generare un elevato ritorno sul capitale investito nel medio-lungo periodo e che sono

¹⁸ Grham suggerisce di prestare attenzione alle azioni con margine di sicurezza superiore al 30% (se il valore intrinseco di un azione è 100€, consiglia di acquistarla ad un valore pari o meglio inferiore a 67€).

caratterizzate da un management solido, non c'è l'esigenza di ricercare un grande margine di sicurezza, in quanto il rischio di errori nella valutazione e quindi nelle stime dei parametri fondamentali non è elevato.

In questo caso, come afferma Buffet, risulta ragionevole acquistare l'azione anche quando il suo valore intrinseco è di poco superiore al prezzo di mercato. In conclusione, questo margine fornisce agli investitori maggiore sicurezza durante i momenti di incertezza derivanti da oscillazioni di mercato, consentendogli di mantenere la propria posizione di investimento fino al momento in cui si verifica la possibilità di ottenere un profitto.

CAPITOLO III: APPLICAZIONE PRATICA: IL CASO NETFLIX

3.1 LA STORIA DI NETFLIX

Netflix offre un servizio di streaming in abbonamento che consente di guardare film e serie TV su un dispositivo connesso a Internet.

La società statunitense, fondata nel '97, viene quotata nel 2002 al prezzo di 1\$ per azione e nel 2003 supera il milione di abbonati e riceve un brevetto per il servizio di noleggio in abbonamento dall'ufficio marchi e brevetti degli Stati Uniti.

La crescita durante gli anni è esponenziale: nel 2006 il numero di abbonati sale a quota 5 milioni, nel 2012 raggiunge i 25 milioni e il servizio viene esteso al Regno Unito, all'Irlanda e ai Paesi nordici.

Nel 2016 il servizio viene garantito in 190 Paesi e da questo momento in poi si consolida tra i principali strumenti per la visione streaming di film e serie TV.

Inoltre, tra il 2018 e il 2019, lo Studio di Netflix ha ottenuto il maggior numero di candidature agli oscar tra i suoi competitors e ha registrato 4 vittorie in diversi comparti.

Ad oggi, il numero di abbonati supera i 200 milioni e Netflix, oltre a erogare il principale servizio di streaming, offre molteplici servizi come giochi interattivi, stand-up comedy in live streaming e shorts, confermandosi leader a livello globale in questo settore.

Ciò premesso, nel prosieguo ci proponiamo di verificare se, tramite l'analisi dei dati disponibili fino ad oggi, aprile 2024, è conveniente investire in questa società.

La prima parte della valutazione sarà dedicata all'inquadramento dell'azienda nel settore di appartenenza, alla valutazione dei suoi principali competitors, al business model e ai principali rischi ai quali è esposta.

Nella seconda parte, invece, analizzeremo l'impresa da un punto di vista formale, tramite l'applicazione pratica di parte degli indici analizzati nel corso di questa Tesi, in modo da favorirne la comprensione e definire un valore intrinseco quanto più coerente con la situazione in cui si presenta l'azienda.

3.2 IL BUSINESS MODEL

Netflix eroga i propri servizi in seguito alla stipulazione di un piano di abbonamento. La piattaforma prevede tre tipologie di piani differenti in merito alla presenza di pubblicità, la qualità grafica dei contenuti, la capacità dei download e il numero di utenti che possono guardare contemporaneamente i prodotti offerti. Si distinguono:

- **Piano standard con pubblicità:** 5,49€/mese
- **Piano standard:** 12,99€/mese
- **Piano premium:** 17,99€/mese

Nel corso degli anni le politiche di abbonamento hanno subito delle variazioni che sono state spesso oggetto di critiche e motivo di forti riduzioni del prezzo delle azioni di Netflix. La società è intervenuta in primis per contrastare il fenomeno dell'utilizzo di un unico profilo da parte di più nuclei familiari¹⁹ e in secondo luogo per adeguare il costo del servizio alla qualità da esso garantita. È infatti necessario precisare che, ad esclusione del piano di abbonamento standard con pubblicità, non sono previste inserzioni pubblicitarie durante l'utilizzo dell'app. Da ciò si evince che il suo business model si basa specialmente sui proventi generati dalla stipula degli abbonamenti.

Tra le peculiarità che fanno di Netflix la prima azienda in questo ambito, sono da evidenziare la qualità e la vastità dei film e serie TV offerti dal proprio catalogo. Numerose sono infatti le produzioni premiate.

Inoltre, tramite l'utilizzo di un algoritmo, Netflix è in grado di raccogliere, durante la navigazione dei propri utenti, innumerevoli informazioni circa le loro preferenze, in modo da poter consigliare a questi ultimi gli elementi maggiormente rispondenti alle loro preferenze, direttamente nella schermata "home".

L'azione di marketing è incentrata sulla creazione di una vera e propria community. Difatti, la presenza della società sui social network più importanti è molto forte.

¹⁹ La società ritiene che oltre 100 milioni di persone utilizzassero account a loro non intestati.

Ogni social network viene utilizzato in modo differente e con diversi fini. Anche in base al Paese di riferimento possono variare i contenuti caricati su queste piattaforme, i quali vengono allineati alle tendenze dello Stato in questione. Da questa analisi risulta evidente come l'attenzione di Netflix riguardo la soddisfazione dei propri clienti sia un tema centrale della sua attività.

3.3 ANALISI DELLA CONCORRENZA

Nonostante la società sia considerata attualmente la principale piattaforma nel suo genere, è necessario tenere in considerazione la presenza di imprese concorrenti per comprendere come queste possano minacciare il business di Netflix.

Piattaforme che hanno modelli di operatività simili sono Prime Video, Disney Plus, Paramount+ e Infinity Plus.

Riteniamo opportuno concentrare l'attenzione esclusivamente su Prime Video in quanto, per le proprie caratteristiche, è quella che ha le maggiori probabilità di sostituire Netflix nel futuro.

Prime Video è un servizio streaming offerto dalla società di e-commerce "Amazon", compreso nel piano di abbonamento denominato "Prime".

Lo stesso servizio Prime si distingue in due tipologie:

- **Prime standard:** 4,99 €/ mese o 49,99 €/ anno;
- **Prime student:** 2,49 €/mese o 24,95 €/ anno.

Questo abbonamento comprende inoltre spedizioni illimitate dei prodotti disponibili nei cataloghi di Amazon con consegna in un giorno, Amazon Music (servizio di streaming di musica e podcast), Prime reading (servizio di libri digitali) e Amazon Photos (spazio di archiviazione illimitato per le foto).

Da come si può intuire, oltre all'assenza di inserzioni pubblicitarie in entrambe le proposte di Amazon Prime, il fattore che più di tutti stimola i clienti di Netflix a effettuare il passaggio di piattaforma è la minore onerosità della prestazione, che, per giunta, non si limita alla condivisione di film e serie TV in streaming, ma si estende anche ai servizi sopra citati.

Il maggior prezzo di Netflix, tuttavia, trova una congrua giustificazione nell'offerta di un catalogo più vasto rispetto alla concorrenza e nella presenza

di titoli esclusivi di fama mondiale, verso i quali si denota un forte interesse da parte degli utenti e della critica specializzata.

In conclusione, dunque, al netto delle condizioni di mercato in cui operano Netflix e Prime Video attualmente, non vi è un imminente pericolo che il servizio offerto da Amazon possa spodestare Netflix.

A conferma di ciò, nei paragrafi successivi si evidenzia come, nonostante le recenti politiche di aumento dei prezzi degli abbonamenti da parte di Netflix, l'impresa ha registrato comunque una notevole crescita del numero di abbonati.

Questo risultato può essere dovuto al legame che un'elevata qualità dei contenuti e un'ottima azione di marketing hanno creato tra la società di streaming e la propria Community durante questi anni di attività.

3.4 ANALISI FORMALE

Prima di applicare i metodi di valutazione analizzati nei Capitoli precedenti è necessario richiamare i risultati raggiunti pubblicati dalla società nel primo trimestre del 2024.

L'inizio di questo anno è stato il migliore mai registrato dal 2020: a fronte di previsioni di 9,26 miliardi di dollari, come si intuisce dalla tabella sottostante, nel primo trimestre Netflix ha registrato un fatturato di 9,37 miliardi di dollari, generando una crescita del 14,8% YoY²⁰.

Anche l'utile netto è aumentato fino a raggiungere i 2,33 miliardi di dollari o, come indicato dalla voce diluted EPS (earning per share), 5,28 dollari per azione. Le stime indicavano un utile per azione pari a 4,5 dollari.

²⁰ YoY (year-over-year) indica il confronto tra il valore attuale di un parametro con il valore assunto dallo stesso nel medesimo periodo negli esercizi precedenti.

(in millions except per share data)	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	Q1'24	Q2'24 Forecast
Revenue	\$8,162	\$8,187	\$8,542	\$8,833	\$9,370	\$9,491
Y/Y % Growth	3.7%	2.7%	7.8%	12.5%	14.8%	15.9%
Operating Income	\$1,714	\$1,827	\$1,916	\$1,496	\$2,633	\$2,520
Operating Margin	21.0%	22.3%	22.4%	16.9%	28.1%	26.6%
Net Income	\$1,305	\$1,488	\$1,677	\$938	\$2,332	\$2,063
Diluted EPS	\$2.88	\$3.29	\$3.73	\$2.11	\$5.28	\$4.68

Fonte: "Analitica news"

Come si evince dalla tabella sottostante, Netflix durante questo trimestre ha aumentato il numero di clienti di 9,33 milioni, superando quasi del doppio le previsioni degli analisti di 4,84 milioni. L'incremento di clienti si è verificato soprattutto negli Stati Uniti e in Canada.

Gli abbonamenti hanno toccato dunque quota 269,6 milioni, a fronte di previsioni per 264,52 milioni, evidenziando una crescita annua del 16%.

Global Streaming Paid Memberships	232.50	238.39	247.15	260.28	269.60
Y/Y % Growth	4.9%	8.0%	10.8%	12.8%	16.0%
Global Streaming Paid Net Additions	1.75	5.89	8.76	13.12	9.33

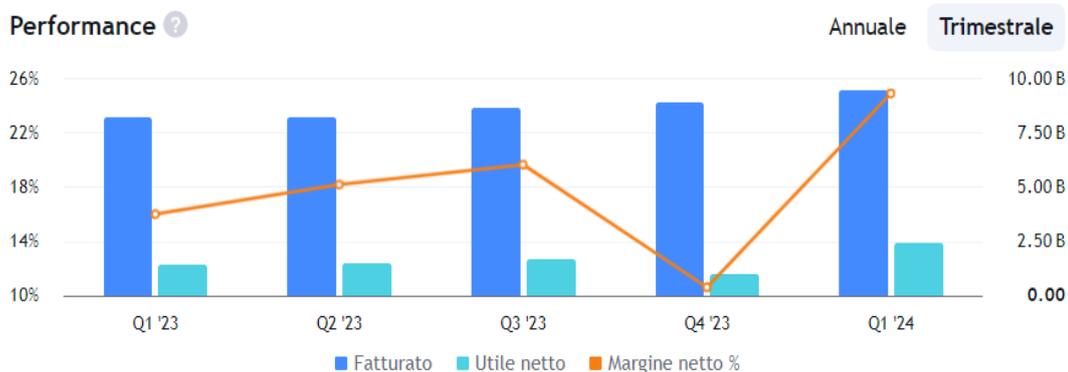
Fonte: "Analitica news"

Per il trimestre in corso (aprile-giugno), Netflix stima un fatturato di 9,49 miliardi di dollari, tenendosi al di sotto delle previsioni degli analisti di 9,5 miliardi.

La stessa azienda fornisce una previsione sulla crescita delle entrate annuali comprese tra il 13% e il 15% e un margine operativo in crescita del 25%.

Inoltre, gli analisti prevedono un flusso di cassa per tutto l'anno di circa 6 miliardi di dollari e spese operative di 17 miliardi di dollari.

Di seguito è presentato un grafico che evidenzia le performance della società durante l'ultimo anno:



Fonte: "Trading view"

3.4.1 UTILIZZO DEI METODI DI VALUTAZIONE RELATIVA

Una volta evidenziata parte degli aspetti chiave dell'analisi, quali il modello di business, la concorrenza e alcuni tra i principali valori contabili, la valutazione prosegue con l'applicazione dei metodi relativi per la determinazione del valore intrinseco delle azioni.

I rapporti presi in considerazione sono quelli che meglio rispondono alle caratteristiche di Netflix e che risultano, dunque, quelli più opportuni da utilizzare:

- P/E ratio;
- PEG ratio.

Focalizzarsi sul PS ratio o sul PB ratio, ad esempio, può risultare una scelta poco saggia, data la scarsa compatibilità con le caratteristiche della società oggetto di questa analisi. I punti di forza di questi rapporti non sono messi in risalto se applicati a questo caso specifico. Infatti, come già specificato, il primo indice è utilizzato specialmente per aziende che non registrano utili o che aumentano il fatturato esponenzialmente di anno in anno, mentre per quanto concerne il secondo è sconsigliato il suo utilizzo per le società erogatrici di servizi.

Il P/FCF ratio, invece, sarà esaminato contestualmente al DCF nel paragrafo seguente.

La tabella seguente indica il valore assunto dai rapporti durante l'anno:

	31/03/2024	31/12/2024	30/09/2024	30/06/2024	31/03/2024
Market Cap	262.83B	213.10B	167.33B	195.20B	153.58B
Enterprise Value	270.23B	219,53B	175,75B	201.81B	161.87B
P/E ratio	50.48	48.59	40.17	47.36	34.72
PEG Ratio (5 yr expected)	1.87	1.95	1.39	2.13	1.63

Fonte: "yahoo!finance"

P/E ratio

Come indicato dalla prima colonna, il valore del P/E ratio alla fine del primo trimestre del 2024 è di 50,48, ovvero gli investitori sono disposti a pagare 50,48 dollari per un dollaro di utile.

Confrontando questo valore con quello dello stesso periodo dell'anno precedente (ultima colonna), pari a 34.72, si evince una notevole differenza.

Tuttavia, considerando la crescita regolare della società in termini di fatturato, utile e numero di abbonati dell'ultimo anno, sembra ragionevole ritenere che gli investitori siano disposti a pagare di più per un'azienda che mostra un andamento positivo.

Non è dunque necessario classificare questo maggior valore del rapporto come una sopravvalutazione dell'impresa da parte del mercato.

Un ulteriore approfondimento può essere effettuato confrontando questo valore con quello medio delle società concorrenti di circa il 55%.

Ciò che si evince è che gli investitori, al momento, sono disposti a pagare leggermente meno per un titolo Netflix rispetto a quello di una società simile. È necessario sottolineare però, che quello di Netflix è un caso particolare in quanto i suoi principali competitors (Prime Video e Disney Plus) non sono

società quotate, bensì servizi accessori erogati rispettivamente da Amazon e dalla Walt Disney company.

Confrontare i P/E di queste aziende con quello della società oggetto di questa analisi può risultare approssimativo, dal momento che le prime offrono un numero maggiore di servizi alla propria clientela.

In questo caso non è quindi possibile affermare a priori che la società sia sottovalutata rispetto al mercato, per due motivi principali:

- La differenza tra il valore del P/E di Netflix e quello del mercato di riferimento non è così consistente da poter trarre delle conclusioni attendibili;
- Il confronto dei P/E, di fatto, avviene tra società che operano in settori differenti.

Per acquisire maggiore consapevolezza circa l'eventuale sottovalutazione dell'azienda analizziamo il PEG ratio.

PEG ratio

Quello del primo trimestre, definito in base al tasso di crescita degli utili a cinque anni, è di 1.87 (prima colonna).

Il valore è dato dal rapporto tra il P/E ratio (50,48) ed il tasso di crescita degli utili, in questo caso a 5 anni (25%).

Confrontiamo ancora una volta il valore ottenuto con quello medio del settore. Dato il tasso di crescita medio degli utili del settore di circa il 34%, il PEG medio del settore di Netflix è 1,62.

Sebbene da una prima analisi attraverso la valutazione del P/E ratio l'azienda risulti, in parte, sottovalutata, confrontando il valore del PEG ratio con quello medio del settore di 1,62, il titolo di Netflix sembrerebbe essere più caro in considerazione della crescita dell'utile a 5 anni.

Come si evince dall'analisi fin qui condotta, limitare la valutazione ai metodi di valutazione relativa non produce esiti attendibili per definire un piano di investimento sicuro.

Inoltre, la necessità di ricorrere al confronto dei parametri con quelli di altre aziende rende complessa questo tipo di valutazione e, di conseguenza, i risultati ottenuti hanno una validità relativa, in quanto è effettivamente arduo trovare aziende con caratteristiche simili a Netflix.

Da qui il concetto espresso più volte: per un'analisi puntuale è necessario l'utilizzo di entrambi i metodi di valutazione, relativa e assoluta.

3.4.2 UTILIZZO DEI METODI DI VALUTAZIONE ASSOLUTA

Per questa macroclasse di metodi ci focalizziamo sull'utilizzo del Discounted cash flow, l'approccio più comunemente utilizzato dagli investitori in quanto ritenuto più accurato.

Il primo valore da individuare è il free cash flow (flusso di cassa operativo al netto di spese in conto capitale e investimenti di lungo termine).

Il valore di questo parametro risultante dal bilancio al 31/12/2023 è pari a 6.925.749 \$ Mrd.

Ora occorre stimare i flussi di cassa che Netflix sarà in grado di generare da qui a nove anni²¹, attualizzandoli con un opportuno tasso di sconto.

Per effettuare una previsione coerente, è utile analizzare il tasso di crescita annuo del free cash flow della società degli ultimi 9 anni.

Come evidenziato dalla tabella sottostante, durante questi anni il valore del flusso di cassa libero è stato spesso negativo, aumentando vertiginosamente negli ultimi due anni. Questo può essere collegato al fatto che Netflix, intraprendendo un'ambiziosa campagna di espansione a livello mondiale, ha sostenuto molte spese in marketing, infrastrutture e contenuti localizzati, determinando uscite monetarie maggiori delle entrate.

"Valori espressi in migliaia di dollari"

	31/12/23	31/12/22	31/12/21	31/12/20	31/12/19	31/12/18	31/12/17	31/12/16	31/12/15	31/12/14
free cash flow	6,925,749	1,618,528	-131,975	1,929,154	-3,140,357	-2,854,425	-1,959,250	-1,658,814	-918,645	-128,033

²¹ il riferimento temporale è una scelta puramente soggettiva. In questo caso assumiamo un orizzonte temporale medio lungo.

Oggi che la società si è consolidata in molti Paesi, è possibile prevedere una crescita stabile e costante nel tempo di questo valore. Gli analisti prevedono infatti un raddoppio nell'arco di 10 anni (10% annuo).

Tuttavia, è sempre consigliabile mantenere un approccio prudente, per cui come tasso di crescita annuale del free cash flow per i prossimi nove anni assumiamo il 6%.

Il valore del FCF al termine del periodo sarà dunque di 11.038.592 mila \$.

Ora l'obiettivo consiste nel definire un ipotetico valore, il terminal value, della società tra nove anni (momento in cui si prevede di vendere la partecipazione). Per questa operazione utilizziamo il multiplo P/FCF ratio (appartenente ai metodi di valutazione relativa).

Il P/FCF corrente è di 35, quindi, continuando ad utilizzare un approccio prudente, in questa valutazione lo assumiamo di 30.

Per stimare un ipotetico valore o "prezzo" della società (tra 9 anni) occorre moltiplicare il valore del flusso di cassa libero a 9 anni per il multiplo in questione (30).

Otteniamo dunque un terminal value di 331.157.751.250 \$.

"Valori espressi in dollari"

Tasso crescita annuale	Anno	FCF
1,06	1	6.925.749.000
	2	7.341.293.940
	3	7.781.771.576
	4	8.248.677.871
	5	8.743.598.543
	6	9.268.214.456
	7	9.824.307.323
	8	10.413.765.763
	9	11.038.591.708
P/FCF= 30(prudenziale)	Terminal value	331.157.751.250

Proseguiamo l'analisi selezionando un tasso di sconto adeguato che ci

consenta di attualizzare i flussi di cassa futuri²². Il tasso selezionato per questa valutazione è del 13%.

La tabella illustra come dividendo i flussi di cassa futuri per il tasso di sconto otteniamo i flussi di cassa liberi attualizzati (11.038.592 mila \$ tra 9 anni valgono oggi 4.149.847 mila \$). La somma dei FCF attualizzati e del terminal value determina il valore intrinseco di Netflix (173.431.327 mila \$).

“Valori espressi in dollari”

Tasso crescita annuale	Anno	FCF	Tasso sconto 13%	FCF attualizzato
1,06	1	6.925.749.000		6.925.749.000
	2	7.341.293.940	1,13	6.496.720.301
	3	7.781.771.576	1,28	6.079.509.044
	4	8.248.677.871	1,44	5.728.248.522
	5	8.743.598.543	1,63	5.364.170.885
	6	9.268.214.456	1,84	5.037.073.074
	7	9.824.307.323	2,08	4.723.224.675
	8	10.413.765.763	2,35	4.431.389.686
	9	11.038.591.708	2,66	4.149.846.507
P/FCF= 30(prudenziale)	Terminal value	331.157.751.250	2,66	124.495.395.207
	valore intrinseco			173.431.326.900

Il valore intrinseco rappresenta ciò che, secondo questa valutazione, ad oggi può valere Netflix.

Per calcolare il valore di una singola azione occorre dividere il valore intrinseco per il numero di azioni di Netflix in circolazione (432.759.584).

Il valore intrinseco ad oggi di una singola azione che si evince da questo modello è dunque di 400 \$. In questo periodo (aprile 2024) le azioni vengono scambiate in media a 500 \$ l'una: questo significa che, sempre secondo questa analisi, il mercato sta sopravvalutando la società Netflix del 25% circa.

3.5 CONCLUSIONI DEL CASO

La valutazione effettuata evidenzia come la società Netflix in questi anni abbia dimostrato una costante crescita, registrando un incremento di abbonati di anno in anno.

²² Secondo gli esperti, un tasso di sconto accettabile è compreso tra l'8% e il 15%. Maggiore è il tasso scelto, maggiore è la differenza di valore tra i periodi. Di conseguenza selezionando un tasso vicino al 15% le stime saranno più prudenti.

Le previsioni della stessa società e degli investitori sono oltretutto ottimiste e prevedono un futuro positivo per l'azienda in termini di performance.

Inoltre, un'altra nota a favore di Netflix, è l'offerta di servizi innovativi ai propri abbonati per mantenersi sempre un passo avanti alla concorrenza.

Tuttavia, l'analisi condotta ha evidenziato una sopravvalutazione del titolo che, secondo quanto detto finora, non rende questo un momento ottimale per investire nell'azienda.

In ragione di un approccio value, in virtù del valore intrinseco dell'impresa ottenuto dall'analisi e della scelta di un margine di sicurezza (in questo caso del 25%) che risulti coerente con le circostanze e che quindi garantisca una protezione ulteriore da eventi inattesi, è possibile concludere che un'acquisizione delle partecipazioni di Netflix potrebbe essere ragionevole quando il valore dell'azione si aggira intorno ai 300 \$.

In tale situazione, è dunque consigliabile un monitoraggio attivo dell'evoluzione dei dati riferibili all'azienda e, più in generale, dell'azienda nel suo complesso, per evitare di trascurare possibili opportunità di futuri rendimenti.

BIBLIOGRAFIA

- Benjamin Graham, *L'investitore intelligente*, Hoepli, 2020.
- James Montier, *Value Investing: Tools and Techniques for Intelligent Investment*, John Wiley & Sons Inc, 2009
- Gianluca A. Ferrari, *la guida definitiva all'investimento azionario*, Hoepli, 2015
- Bruce C. Greenwald, Judo Kahn, Erin Bellissimo, Mark A. Cooper, Tano Santos, *Value Investing: from Graham to Buffet and Beyond*, John Wiley & Sons Inc, 2020

SITOGRAFIA

- www.affaridiborsa.com
- www.borsaitaliana.it
- www.crescitafinanziara.eu
- www.finance.yahoo.com
- www.tradingview.com
- www.fastercapital.com
- www.investopedia.com

RIVISTE

- Pietro Michelangeli, *Analitica news*
- Seung-Woong Kwag Lee, *Value investing and business cycle,*” Journal of financial planning”