

Attualità

Da Brembo a TIM,
da Altana
a Vodafone,
da Altria a Sbc.
Le 30 azioni
migliori fra Italia,
Europa e USA
selezionate in base
al rapporto fra
“enterprise value”
ed “ebitda”
e “debt/equity”.
Perché il costo
del denaro....



Lo scudo del valore difende dal carotassi

Tra i vari multipli di borsa che vengono spesso utilizzati come strumenti di sintesi nella valutazione dei titoli azionari, potrebbe essere interessante e opportuno considerare il rapporto **Enterprise value/Ebitda**. Prima di tutto, è bene chiarire che cosa sottendono i due termini anglosassoni posti al numeratore e al denominatore di questo quoziente.

L'*enterprise value* (letteralmente “**valore d'impresa**”) viene calcolato sommando la capitalizzazione di borsa (ai prezzi di mercato) della società quotata ed il suo indebitamento finanziario netto (debiti finanziari al netto della liquidità di cassa); mentre l'Ebitda è l'equivalente del **marginale operativo lordo (Mol)** e rappresenta quindi l'utile dell'attività tipica prima degli ammortamenti e accantonamenti, della gestione finanziaria e straordinaria e delle imposte.

Il rapporto tra questi due valori risulta maggiormente significativo e può essere utilizzato per la selezione di un portafoglio azionario se si misura la “convenienza” del titolo individuato attraverso questo parametro confrontandolo con la media del settore di appartenenza e magari incrociandolo con altri parametri come, ad esempio, il rapporto *Debt/Equity* (**debiti finanziari netti su mezzi propri**).

DEBITI PRODUTTIVI E NO

Il quoziente *Ev/Ebitda* va comunque interpretato nel senso che, tanto più è basso questo quoziente, in valore assoluto e rispetto alla media dei *competitors*, tanto più sottovalutato potrà essere considerato il titolo analizzato. E' da sottolineare come il debito, attraverso questa formula, venga giustamente considerato una risorsa finanziaria a disposizione per lo sviluppo aziendale, ma che lo stesso indebita-

mento risulti “produttivo” soltanto se l'azienda è in grado di realizzare dei margini operativi più elevati rispetto all'onerosità degli interessi passivi rappresentanti il costo del capitale preso a prestito.

E' per questa ragione che, molto spesso e soprattutto in operazioni straordinarie più o meno recenti, come quelle di **Autostrade** e **Telecom Italia**, la pletera degli analisti finanziari ha giudicato e promosso come creatrici di valore per l'azionista operazioni che hanno evidenziato un largo uso del cosiddetto “leverage” finanziario.

Tuttavia, alcune preoccupazioni che potrebbero emergere nel corso del 2005 sul fronte relativo a posizioni finanziarie poco equilibrate, ci obbligano a prestare la dovuta attenzione anche ad un parametro come appunto il *Debt/Equity*. Se infatti in Europa non dovremo probabilmente essere preoccupati

P.ZZA AFFARI	PREZZO CORRENTE	MAX	MIN	P/E	EV/SALES	EV/EBITDA	P/SALES	P/EBITDA	DEBT/
TITOLO	17/3/2005	52 sett		04E	04E	04E	04E	04E	EQUITY
BREMBO	6,351	6,64	5,23	13,24	0,82	5,25	0,66	4,21	50,35
CEMENTIR	4,447	4,605	2,40	15,47	0,98	3,56	1,81	8,86	13,23
ENI	19,819	20,64	15,62	11,76	1,42	5,1	1,42	5,1	36,64
FINMECCANICA	0,7599	0,8035	0,524	22,03	0,66	6,35	0,75	7,18	42,84
MEDIASET	10,759	11,20	8,13	23,85	3,53	5,84	4,10	6,78	20,20
META	2,60	2,94	2,06	27,71	1,1	5,16	1,37	6,42	17,20
PERMASTEELISA	13,211	14,45	12,08	9,99	0,45	6,34	0,40	5,61	16,00
RECORDATI	20,86	22,05	13,76	20,47	1,49	6,59	2,08	9,18	34,50
SNAM RETE GAS	4,246	4,70	3,43	15,39	6,31	7,71	4,68	5,72	32,95
TIM	4,945	5,59	4,17	17,20	2,98	5,71	3,34	6,41	5,89

EUROPA	PREZZO CORRENTE	MAX	MIN	P/E	EV/SALES	EV/EBITDA	P/SALES	P/EBITDA	DEBT/
	17/3/2005	52 sett		04E	04E	04E	04E	04E	EQUITY
ALTANA (Germania)	47,26	54,30	39,31	16,30	2,09	8,94	2,26	9,69	6,23
BASF (Germania)	55,03	58,50	40,11	12,85	0,81	3,72	0,80	3,70	18,21
BHP BILLITON (Gran Bretagna)	750,5	787	425	14,19	1,27	3,96	3,29	10,23	31,42
E.ON (Germania)	65,45	71,90	50,31	11,42	1,32	6,62	0,96	4,79	35,31
ERICSSON (Svezia)	19,90	24,5	17,40	14,99	2,15	9,06	2,36	9,96	23,11
INFINEON TECHN. (Germania)	7,32	13,00	6,82	32,32	0,74	2,64	0,72	2,58	25,05
NESTLE' (Svizzera)	325	341,5	276	16,80	1,46	9,33	1,44	9,24	38,72
PHILIPS ELECTR. (Olanda)	20,88	25,44	17,79	14,98	0,84	5,62	0,89	5,95	22,96
REPSOL YPF (Spagna)	20,46	21,48	16,20	10,98	0,79	4,77	0,61	3,68	33,70
VODAFONE (Gran Bretagna)	138,5	148,5	113,5		2,98	8,02	2,81	7,55	11,05

STATI UNITI	PREZZO CORRENTE	MAX	MIN	P/E	EV/SALES	EV/EBITDA	P/SALES	P/EBITDA	DEBT/
	17/3/2005	52 sett		04E	04E	04E	04E	04E	EQUITY
ALTRIA GROUP	64,90	68,50	44,50	12,57	2,30	8,21	2,06	7,35	39,31
CAREER EDUCATION	36,64	70,90	26,32	16,42	2,23	7,64	2,19	10,78	2,37
DOLLAR TREE STORES	27,575	31,44	22,29	15,17	1,13	8,33	1,00	7,66	15,43
EXXON MOBIL	61,49	64,35	39,91	15,00	1,22	7,05	1,54	8,89	7,27
FISERV	37,29	41,01	32,21	16,90	2,07	9,56	1,90	8,76	19,10
HEWLETT-PACKARD	20,38	23,73	16,10	13,34	0,62	7,07	0,73	8,40	15,96
INTEL	23,41	29,01	19,64	18,11	3,83	8,72	4,40	10,02	2,29
PFIZER	26,01	37,90	21,99	12,14	3,80	8,70	3,70	8,47	21,36
SANDISK	27,72	33,25	19,29	21,23	1,66	6,43	2,60	10,10	0,00
SBC COMMUNICATIONS	23,40	27,29	22,98	16,39	2,71	8,19	1,88	5,69	39,97

LEGENDA - Max = valore massimo del titolo ad un anno; Min = valore minimo del titolo ad un anno; P/E (Price/Earning) = prezzo/utile = utilizzano gli utili stimati per il 2004; EV/SALES (Enterprise value/sales) = valore d'impresa/fatturato, EV/EBITDA = valore d'impresa/margine operativo lordo; P/SALES = prezzo/margine operativo lordo; P/SALES = prezzo/fatturato; DEBT/EQUITY = debiti finanziari netti/mezzi propri.
Fonte elaborazione Bank Insinger de Beaufort su dati consensus IBES.

Trenta titoli "top" a confronto nelle 3 macroaree



della variabile **tassi d'interesse** (previsti sostanzialmente stabili) lo stesso non si può dire della crescita economica che non evidenzia purtroppo particolari spunti dinamici. Quest'ultima variabile può così incidere sui margini reddituali e sui flussi di cassa attesi, rendendo meno appetibile una leva finanziaria "aggressiva". D'altro canto, negli Stati Uniti a preoccupare gli "amanti" del debito non è la crescita che, anche se a ritmi meno accelerati, dovrebbe continuare a caratterizzare favorevolmente l'economia USA, ma sono proprio i tassi, il cui rialzo, già in parte concretizzatosi, appare fuori discussione ed in grado di appesantire progressivamente gli oneri finanziari all'interno dei bilanci aziendali.

MEDIE CAPITALIZZAZIONI

Combinando quindi i due *ratios* ($Ev/Ebitda$ e $Debt/Equity$) in modo selettivo, proviamo ora a estrapolare sulla base di questi indicatori tre ipotetiche liste di titoli azionari distinte per area geografica (vedi tabella a pag. 15). Partendo dal mercato domestico, alcuni titoli possono essere selezionati attingendo tra le medie capitalizzazioni. In particolare, **Cementir**, dopo l'operazione di acquisizione della danese Aalborg Portland, si configura come uno dei *player* più interessanti a livello europeo nel comparto cementifero così come **Permasteelisa** che, seppure recentemente penalizzata dalla forte esposizione del suo fatturato in dollari USA e in valute agganciate al biglietto verde, può vantare un riconosciuto *know how* nel campo dell'ingegneria edilizia. **Brembo** si distingue invece

per la sua affidabilità nella produzione di impianti frenanti per auto, con una vasta gamma di clienti blasonati quali, ad esempio, Porsche e Bmw. Sempre tra le *mid-cap*, **Recordati** è sostanzialmente l'unico titolo quotato di una certa dimensione del settore farmaceutico italiano e presenta un *trend* borsistico storicamente rialzista. Nel comparto dei servizi di pubblica utilità, le società ex municipalizzate dell'elettricità e dell'acqua hanno registrato buone performance grazie agli interessi scaturiti dalla liberalizzazione del settore energetico e, tra queste, si potrebbe puntare su **Meta**, la società ex municipalizzata di Modena. Trasferendo la nostra attenzione ai titoli di larga capitalizzazione, sempre tra le *utilities*, **Snam Rete Gas** è risultata uno dei migliori collocamenti degli ultimi anni e dovrebbe continuare a premiare gli azionisti grazie ad un business anticiclico, regolamentato e capace di offrire una generosa politica di distribuzione degli utili. Stessa politica che ha premiato e continuerà a premiare gli azionisti **TIM** e quelli di **Eni**, maglia rosa di Piazza Affari nel corso di questi ultimi anni. Per terminare la panoramica sui titoli del listino domestico si potrebbe puntare sulla strategia di focalizzazione di **Finmeccanica** sul *core business* rappresentato da difesa e aerospazio e sul buon andamento della raccolta pubblicitaria di **Mediaset**, unito al successo di Telecinco in Spagna e alle nuove iniziative sul digitale terrestre.

In Europa, nel comparto telecom, tralasciando le compagnie integrate ex monopoliste ancora indebitate dopo la "folia" delle licenze Umts, privilegiamo la regina della telefonia mobile, la

britannica **Vodafone**, mentre, nel collaterale settore delle infrastrutture tlc, si potrebbe premiare la straordinaria opera di ristrutturazione del colosso svedese **Ericsson**. Rimanendo sui titoli più "aggressivi" rispetto alla media dei rispettivi mercati di appartenenza (parametro beta superiore all'unità), nella tecnologia spicca la tedesca **Infineon**, attiva nel business dei semiconduttori; mentre, nell'elettronica di consumo, la scelta ricade sul colosso olandese **Philips Electronics** e, nel settore chimico, sulla tedesca **Basf**.

Sempre in Germania, all'interno però di settori più difensivi e meno dipendenti dalla congiuntura economica come il farmaceutico e le *utilities*, si segnalano rispettivamente **Altana** ed **E.On**. Altro comparto da considerare difensivo è quello alimentare, al cui interno **Nestlé** ha il vantaggio di presentare la combinazione dei due parametri considerata più interessante rispetto alla media europea di settore.

A sorpresa, **Repsol** risulta la prima scelta nel settore energetico, grazie anche al miglioramento dei fondamentali dell'America Latina, regione dove la compagnia spagnola evidenzia una buona esposizione del proprio fatturato complessivo.

Altro settore che ha vissuto un'annata particolarmente favorevole grazie alla crescente domanda è quello delle materie prime, dove le forti richieste legate alla ripresa economica e soprattutto all'espansione cinese hanno generato una decisa impennata dei prezzi delle materie di base, beneficiando i risultati delle società produttrici, come l'anglo-australiana **Bhp Billiton**.

Per quanto riguarda i titoli denominati in dollari, si può spaziare da un colosso del tabacco, attivo anche nell'alimentare, come **Altria** ad una delle regine dell'*high tech* come **Intel**, leader mondiale nel comparto dei microprocessori. Così come **Pfizer** nel settore "pharma" ed **ExxonMobil** in quello "oil" o **Sbc Communications** in quello "telecom" rappresentano le nostre prime scelte nei rispettivi settori. Sempre considerando opportuno un *mix* tra tecnologico e settori più difensivi, il *cocktail* potrebbe essere composto da **Hewlett Packard**, **Sandisk** e **Fiserv**, attiva nel settore dei servizi informatici finanziari, mitigato, a livello di volatilità, da un titolo della grande distribuzione come **Dollar Tree Stores** e da un titolo del settore "istruzione" come **Career Education**. 

DI PATRIZIO PAZZAGLIA