

Guardando i numeri delle società dell'indice SpMib viene da chiedersi, dopo quattro anni di rialzo, quanto a lungo potranno essere ancora migliorati. E se i prezzi sono funzione dei risultati attesi...

MA QUANTO SONO ALTI I PREZZI DI PIAZZA AFFARI?

Focus

■ I prezzi delle azioni delle società più importanti quotate a piazza Affari, quelle che fanno parte dell'indice SpMib, sono in crescita da circa quattro anni.

■ Questi prezzi sono ormai alti o ci sono margini per un'ulteriore crescita? L'analisi dei parametri fondamentali per giudicare il valore di una società pone almeno due interrogativi:

1) i risultati aziendali potranno continuare a migliorare ancora a lungo?
2) che cosa succederebbe alle quotazioni se i rendimenti attesi, in base ai quali oggi si è disposti a pagare certi prezzi, dovessero rivelarsi inferiori al previsto?

■ Nell'analisi di queste pagine i lettori trovano tutti gli elementi numerici e di ragionamento per arrivare ad una propria convinzione.

■ di Sergio Pigoli

Il Toro scalpita ormai da più di quattro anni sui listini di tutto il mondo. Indubbiamente guardare oggi lo stato di salute dell'economia e delle società può, a ragione, essere considerato un mondo diverso rispetto a quattro anni fa. Lo scenario in questo periodo è profondamente cambiato. Crescita economica, delocalizzazioni produttive, liquidità abbondante accompagnata da bassi tassi di interesse, relativa calma a livello geopolitico si sono tradotte in utili record per moltissime società ed i prezzi delle azioni da queste rappresentate sono lì a testimoniarlo.

In un momento di elevato ottimismo vogliamo effettuare una riflessione sui numeri delle società quotate sul

l'indice SpMib, campione rappresentativo della realtà quotata in Italia. Per far ciò abbiamo realizzato la **tabella 1** ricavando dalla banca dati di Bloomberg i numeri delle società appartenenti all'indice SpMib. Evidentemente le risultanze numeriche esposte sono di quotidiana analisi per tutti i gestori ed analisti che proprio da questi numeri spesso traggono le motivazioni per decidere di effettuare i propri investimenti o rilasciare le proprie raccomandazioni. Lasciando al lettore le valutazioni sui singoli titoli, vogliamo evidenziare alcuni fenomeni di carattere generale che emergono da uno sguardo complessivo del campione di titoli nel suo insieme.

I DIVIDENDI

Innanzitutto i dividendi. Ancora non si conoscono le politiche di remunerazione che le società andranno ad adottare ed i numeri necessariamente si riferiscono ai dividendi pagati lo scorso anno. E' tuttavia presumibile che, viste le risultanze di un 2006 assai pingue in termini di utili, molto probabilmente un elevato numero di società distribuirà un dividendo maggiore rispetto all'anno passato. Tuttavia due fattori contribuiscono a rendere meno allettanti le remunerazioni percentuali rispetto al passato. Da un lato la significativa crescita dei corsi azionari ha aumentato come effetto algebrico il denominatore del rapporto dividendo/prezzo. Quindi, a meno di incrementi dei dividendi proporzionali all'incremento delle quotazioni, ne seguirà che il rapporto

Il rialzo dei tassi



Nel grafico la recente risalita del livello dei tassi di interesse (fonte: Bloomberg).

Tutti i numeri-chiave per valutare le società

TICKER	PREZZO	DIVIDEN.	BOOK	UTILE PER AZIONE (STIMA)	SOCIETÀ	PRICE/ BOOK V.	DIVIDENDO	P/E	ROE
UC IM	7,284	0,22	3,63	0,56	UNICREDITO ITALIANO SPA	2,01	3,02%	12,91	15,53%
ENI IM	24,54	1,25	10,82	2,65	ENI SPA	2,27	5,09%	9,28	24,45%
ISP IM	5,726	0,22	2,92	0,44	INTESA SANPAOLO	1,96	3,84%	13,13	14,96%
G IM	33,9	0,54	10,35	2,14	ASSICURAZIONI GENERALI	3,28	1,59%	15,82	20,71%
ENEL IM	8,343	0,64	2,90	0,52	ENEL SPA	2,88	7,67%	15,95	18,04%
TIT IM	2,378	0,14	1,32	0,16	TELECOM ITALIA SPA	1,81	5,89%	14,50	12,45%
F IM	17,666	0	7,02	1,62	FIAT SPA	2,52	0,00%	10,89	23,11%
CAP IM	7,04	0,2	3,60	0,53	CAPITALIA SPA	1,96	2,84%	13,33	14,68%
STM IM	14,54	0,093	8,24	0,82	STMICROELECTRONICS	1,77	0,64%	17,80	9,92%
BPVN IM	24,12	0,7	11,67	1,91	BANCO POPOLARE DI VERONA E N	2,07	2,90%	12,63	16,37%
TEN IM	18,104	0,138	4,01	1,46	TENARIS SA	4,52	0,76%	12,41	36,41%
BPI IM	11,957	0	5,97	0,44	BANCA POPOLARE ITALIANA SCRL	2,00	0,00%	27,42	7,31%
BPU IM	22,18	0,75	14,21	1,77	BANCHE POPOLARI UNITE SCPA	1,56	3,38%	12,55	12,44%
MS IM	9,192	0,43	2,19	0,56	MEDIASET SPA	4,19	4,68%	16,47	25,43%
MB IM	17,598	0,58	8,07	1,17	MEDIOBANCA SPA	2,18	3,30%	15,00	14,53%
BMPS IM	5,105	0,13	2,54	0,35	BANCA MONTE DEI PASCHI SIENA	2,01	2,55%	14,63	13,73%
FNC IM	23,23	0,31	11,53	1,26	FINMECCANICA SPA	2,02	1,33%	18,47	10,92%
AUTO IM	22,3	0,573	6,24	1,24	AUTOSTRADE SPA	3,58	2,57%	17,93	19,95%
PLT IM	3,337	0	1,14	0,13	PARMALAT SPA	2,92	0,00%	25,67	11,39%
BPM IM	12,706	0,15	7,85	0,88	BANCA POPOLARE DI MILANO	1,62	1,18%	14,44	11,22%
SPM IM	19,399	0,19	3,02	1,06	SAIPEM	6,43	0,98%	18,23	35,26%
AL IM	10,228	0,455	3,44	0,52	ALLEANZA ASSICURAZIONI	2,97	4,45%	19,82	15,01%
SRG IM	4,774	0,17	2,00	0,25	SNAM RETE GAS	2,39	3,56%	19,25	12,42%
TRN IM	2,805	0,133	0,98	0,15	TERNA SPA	2,87	4,74%	18,58	15,46%
LUX IM	24,06	0,29	4,68	1,15	LUXOTTICA GROUP SPA	5,14	1,21%	20,87	24,64%
FWB IM	43,54	0	17,42	0,43	FASTWEB	2,50	0,00%	101,97	2,45%
FSA IM	36,01	0,95	19,35	2,92	FONDIARIA-SAI SPA	1,86	2,64%	12,35	15,07%
AEM IM	2,633	0,06	1,01	0,16	AEM SPA	2,60	2,28%	16,15	16,12%
LTO IM	31,42	1,174	5,12	1,05	LOTTOMATICA SPA	6,14	3,74%	29,95	20,49%
UNI IM	2,984	0,08	2,21	0,17	UNIPOL SPA	1,35	2,68%	17,35	7,77%
PC IM	0,8823	0,021	1,00	0,05	PIRELLI & C.	0,89	2,38%	17,30	5,12%
PG IM	0,4759	0,005	0,12	0,03	SEAT PAGINE GIALLE	4,03	1,05%	15,35	26,27%
BZU IM	21,76	0,32	10,10	1,69	BUZZI UNICEM SPA	2,15	1,47%	12,88	16,72%
BUL IM	11,275	0,25	2,27	0,51	BULGARI SPA	4,97	2,22%	22,11	22,50%
IT IM	22,94	0,33	10,86	1,66	ITALCEMENTI SPA	2,11	1,44%	13,86	15,24%
MED IM	6,671	0,2	1,11	0,36	MEDIOLANUM SPA	6,00	3,00%	18,63	32,22%
AGL IM	14,349	0,24	2,05	0,65	AUTOGRILL SPA	6,99	1,67%	22,04	31,73%
MN IM	8,436	0,35	1,86	0,52	ARNOLDO MONDADORI EDITORE	4,54	4,15%	16,25	27,95%
AZA IM	1,099	0	N.D.	-0,07	ALITALIA	N.D.	0,00%	-14,85	N.D.
ES IM	4,137	0,145	1,24	0,23	GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO	3,33	3,50%	17,99	18,53%

I numeri e i parametri fondamentali di tutte le società quotate alla Borsa italiana che fanno parte dell'indice SpMib.
Dati aggiornati a mercoledì 14 febbraio (Fonte: Bloomberg).

Da sapere

■ Dividendo

È il denaro che la società che genera utili distribuisce agli azionisti, come remunerazione del capitale investito. La distribuzione dei dividendi agli azionisti avviene dopo l'approvazione del bilancio da parte dell'assemblea ordinaria della società ed è attribuito proporzionalmente alla quota posseduta. Dividend yield è il rapporto tra il dividendo per azione liquidato da una società ai propri azionisti e la quotazione di mercato del titolo azionario. Indica, in pratica, la redditività dell'azione.

■ P/bv

Abbreviazione di price / book value, letteralmente rapporto prezzo - valore di libro. Indica il rapporto tra il prezzo del titolo azionario e il patrimonio netto di bilancio per azione. Se, per esempio, il patrimonio netto per azione di un titolo è pari a 100 euro e la sua quotazione di Borsa fosse di 110 euro, il rapporto p/bv ammonterebbe a 1,1. È un indicatore per scoprire quanto il mercato stia valutando (o, meglio, sopravvalutando o sottovalutando) il titolo rispetto al suo valore patrimoniale.

La classifica per dividendo

SOCIETÀ	DIVIDENDO
ENEL SPA	7,67%
TELECOM ITALIA SPA	5,89%
ENI SPA	5,09%
TERNA SPA	4,74%
MEDIASET SPA	4,68%
ALLEANZA ASSICURAZIONI	4,45%
ARNOLDO MONDADORI EDITORE	4,15%
INTESA SANPAOLO	3,84%
LOTTOMATICA SPA	3,74%
SNAM RETE GAS	3,56%
GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO	3,50%
BANCHE POPOLARI UNITE SCPA	3,38%
MEDIOBANCA SPA	3,30%
UNICREDITO ITALIANO SPA	3,02%
MEDIOLANUM SPA	3,00%
BANCO POPOLARE DI VERONA E N	2,90%
CAPITALIA SPA	2,84%
UNIPOL SPA	2,68%
FONDIARIA-SAI SPA	2,64%
AUTOSTRADE SPA	2,57%
BANCA MONTE DEI PASCHI SIENA	2,55%
PIRELLI & C.	2,38%
AEM SPA	2,28%
BULGARI SPA	2,22%
AUTOGRILL SPA	1,67%
ASSICURAZIONI GENERALI	1,59%
BUZZI UNICEM SPA	1,47%
ITALCEMENTI SPA	1,44%
FINMECCANICA SPA	1,33%
LUXOTTICA GROUP SPA	1,21%
BANCA POPOLARE DI MILANO	1,18%
SEAT PAGINE GIALLE	1,05%
SAIPEM	0,98%
TENARIS SA	0,76%
STMICROELECTRONICS	0,64%
ALITALIA	0,00%
PARMALAT SPA	0,00%
FIAT SPA	0,00%
FASTWEB	0,00%
BANCA POPOLARE ITALIANA SCRL	0,00%

Le società dell'SpMib per percentuale del dividendo sul prezzo (Fonte: Bloomberg).

La classifica per Price/Book

SOCIETÀ	PRICE/BOOK
ALITALIA	N.D.
AUTOGRILL SPA	6,99
SAIPEM	6,43
LOTTOMATICA SPA	6,14
MEDIOLANUM SPA	6,00
LUXOTTICA GROUP SPA	5,14
BULGARI SPA	4,97
ARNOLDO MONDADORI EDITORE	4,54
TENARIS SA	4,52
MEDIASET SPA	4,19
SEAT PAGINE GIALLE	4,03
AUTOSTRADE SPA	3,58
GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO	3,33
ASSICURAZIONI GENERALI	3,28
ALLEANZA ASSICURAZIONI	2,97
PARMALAT SPA	2,92
ENEL SPA	2,88
TERNA SPA	2,87
AEM SPA	2,60
FIAT SPA	2,52
FASTWEB	2,50
SNAM RETE GAS	2,39
ENI SPA	2,27
MEDIOBANCA SPA	2,18
BUZZI UNICEM SPA	2,15
ITALCEMENTI SPA	2,11
BANCO POPOLARE DI VERONA E N	2,07
FINMECCANICA SPA	2,02
BANCA MONTE DEI PASCHI SIENA	2,01
UNICREDITO ITALIANO SPA	2,01
BANCA POPOLARE ITALIANA SCRL	2,00
INTESA SANPAOLO	1,96
CAPITALIA SPA	1,96
FONDIARIA-SAI SPA	1,86
TELECOM ITALIA SPA	1,81
STMICROELECTRONICS	1,77
BANCA POPOLARE DI MILANO	1,62
BANCHE POPOLARI UNITE SCPA	1,56
UNIPOL SPA	1,35
PIRELLI & C.	0,89

Le società dell'SpMib per rapporto prezzo/valore di libro (Fonte: Bloomberg).

percentuale tenderà a diminuire proprio per l'incrementato valore delle azioni stesse. Come secondo fenomeno di carattere generale bisogna andare a guardare il livello dei tassi di interesse come alternativa di investimento. Questi ultimi sono, come a tutti noto, saliti nell'ultimo anno di oltre un punto percentuale (grafico a pagina 52), rendendo per questa via

più interessante l'alternativa di impiego dei fondi a disposizione. Ne emerge in sintesi un quadro in cui l'investimento azionario per la politica dei dividendi appare meno allettante che non nel recente passato. Come evidenziato dalla tabella 1 sono ormai poche le società che pagano dividendi superiori ai tassi di interesse (che ricordiamo oggi superano

La classifica per P/E

SOCIETÀ	P/E
FASTWEB	101,97
LOTTOMATICA SPA	29,95
BANCA POPOLARE ITALIANA SCRL	27,42
PARMALAT SPA	25,67
BULGARI SPA	22,11
AUTOGRILL SPA	22,04
LUXOTTICA GROUP SPA	20,87
ALLEANZA ASSICURAZIONI	19,82
SNAM RETE GAS	19,25
MEDIOLANUM SPA	18,63
TERNA SPA	18,58
FINMECCANICA SPA	18,47
SAIPEM	18,23
GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO	17,99
AUTOSTRAD SPA	17,93
STMICROELECTRONICS	17,80
UNIPOL SPA	17,35
PIRELLI & C.	17,30
MEDIASET SPA	16,47
ARNOLDO MONDADORI EDITORE	16,25
AEM SPA	16,15
ENEL SPA	15,95
ASSICURAZIONI GENERALI	15,82
SEAT PAGINE GIALLE	15,35
MEDIOBANCA SPA	15,00
BANCA MONTE DEI PASCHI SIENA	14,63
TELECOM ITALIA SPA	14,50
BANCA POPOLARE DI MILANO	14,44
ITALCEMENTI SPA	13,86
CAPITALIA SPA	13,33
INTESA SANPAOLO	13,13
UNICREDITO ITALIANO SPA	12,91
BUZZI UNICEM SPA	12,88
BANCO POPOLARE DI VERONA E N	12,63
BANCHE POPOLARI UNITE SCPA	12,55
TENARIS SA	12,41
FONDIARIA-SAI SPA	12,35
FIAT SPA	10,89
ENI SPA	9,28
ALITALIA	-14,85

Le società dell'SpMib per rapporto tra prezzo e utile (Fonte: Bloomberg).

il 4%), mentre lo stesso discorso effettuato con le risultanze dell'anno passato, partendo da tassi vicini al 3% e con quotazioni significativamente più basse avrebbe evidenziato un'appetibilità assai maggiore. Il secondo aspetto sul quale vogliamo soffermarci è quello della redditività delle aziende. Nella **tabella 1** la colonna ROE evidenzia la redditività

La classifica per ROE

SOCIETÀ	ROE
ALITALIA	N.D.
TENARIS SA	0,36
SAIPEM	0,35
MEDIOLANUM SPA	0,32
AUTOGRILL SPA	0,32
ARNOLDO MONDADORI EDITORE	0,28
SEAT PAGINE GIALLE	0,26
MEDIASET SPA	0,25
LUXOTTICA GROUP SPA	0,25
ENI SPA	0,24
FIAT SPA	0,23
BULGARI SPA	0,22
ASSICURAZIONI GENERALI	0,21
LOTTOMATICA SPA	0,20
AUTOSTRAD SPA	0,20
GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO	0,19
ENEL SPA	0,18
BUZZI UNICEM SPA	0,17
BANCO POPOLARE DI VERONA E N	0,16
AEM SPA	0,16
UNICREDITO ITALIANO SPA	0,16
TERNA SPA	0,15
ITALCEMENTI SPA	0,15
FONDIARIA-SAI SPA	0,15
ALLEANZA ASSICURAZIONI	0,15
INTESA SANPAOLO	0,15
CAPITALIA SPA	0,15
MEDIOBANCA SPA	0,15
BANCA MONTE DEI PASCHI SIENA	0,14
TELECOM ITALIA SPA	0,12
BANCHE POPOLARI UNITE SCPA	0,12
SNAM RETE GAS	0,12
PARMALAT SPA	0,11
BANCA POPOLARE DI MILANO	0,11
FINMECCANICA SPA	0,11
STMICROELECTRONICS	0,10
UNIPOL SPA	0,08
BANCA POPOLARE ITALIANA SCRL	0,07
PIRELLI & C.	0,05
FASTWEB	0,02

Le società dell'SpMib per ROE (rendimento sui mezzi propri). (Fonte: Bloomberg).

netta sul capitale netto delle varie società. Si tratta di un parametro che indica a che tasso di rendimento vengono investiti i mezzi propri degli azionisti. Pur con tutte le limitazioni di un'analisi di sintesi che non può contemplare approfondimenti di natura contabile e di valutazioni finanziarie più sofisticate, tuttavia alcune considerazioni possono essere util-

Da Sapere

■ P/E

Abbreviazione di price / earnings, letteralmente rapporto prezzo utili. Indica il rapporto tra il prezzo del titolo azionario e i suoi utili di bilancio per azione. Se, per esempio, i profitti netti per azione di un titolo sono pari a 5 euro e la sua quotazione di Borsa fosse di 100 euro, il rapporto p/e ammonterebbe a 20 volte. E' un indicatore per scoprire quanto il mercato stia valutando (o, meglio, sopravvalutando o sottovalutando) il titolo rispetto ai profitti aziendali.

■ ROE

Return on Equity. E' il rapporto tra reddito netto di un'azienda e il suo patrimonio netto risultante dai bilanci di esercizio. In pratica è un indicatore che misura la capacità di remunerazione del capitale di rischio dell'impresa.

“ Il Price/Book value indica in modo grossolano ma di sintesi efficace quante volte il mercato valuta i mezzi propri di una data società. In altri termini indica quanto gli investitori sono disposti a pagare per assicurarsi un reddito più elevato di quello ottenibile con attività prive di rischio. In una parola misura grosso modo l'avviamento di una società ”

mente derivate. Innanzitutto si può facilmente affermare che il rialzo delle quotazioni avvenuto si è poggiato su solide fondamenta di utili assai rilevanti prodotti dalle società. Salvo il caso di Alitalia, malato cronico del listino italiano al quale il Governo sta cercando di porre rimedio mediante la privatizzazione, tutte le altre società non solo sono in utile ma anzi presentano livelli di redditività assai elevati, tanto elevati da suscitare qualche domanda di natura prospettica.

DUE INTERROGATIVI

Se infatti il contesto favorevole degli ultimi tempi e la brillante direzione di molti managers capaci hanno consentito di presentare agli azionisti risultanze così favorevoli, due interrogativi sono da porsi per il futuro. Il primo, banale, è fino a quando il contesto globale continuerà a favorire il raggiungimento o il miglioramento dei numeri prodotti. Mentre il secondo interrogativo, assai più complicato, riguarda il livello delle valutazioni che vengono espresse in funzione dei risultati attesi. Sulla prima le evidenze che quotidianamente vengono pubblicate mostrano ancora un'economia in ottima salute, anche se come sempre succede non mancano alcune preoccupazioni prospettiche su vari fronti. Tuttavia lo scenario ad oggi prevedibile non sembra essere turbato da elementi significativi, e quindi il mantenimento o addirittura il miglioramento delle condizioni di redditività appare prevalente rispetto a ciò che si potrebbe immaginare guardando ai numerosi problemi ancora irrisolti nell'economia globale.

MA LA REDDITIVITÀ POTRÀ MIGLIORARE?

Con riferimento al livello di quotazioni raggiunto le cose cambiano un attimo di prospettiva. Viene da chiedersi come, aggregato nel suo insieme e non con riferimento ad una specifica realtà, possa essere ulteriormente migliorato il livello di redditività. I margini che molte aziende generano godono effettivamente del miglior mondo possibile, e basta dare un'occhiata alla colonna del

ROE per rendersene conto. Almeno a livello teorico esistono dei limiti oltre ai quali difficilmente è possibile spingersi senza che non si inneschi una reazione da parte di una o più delle componenti che interagiscono con l'azienda, siano essi fornitori, dipendenti, concorrenti, banche o autorità di governo che dir si voglia. Ecco che allora, a prescindere dall'andamento dell'economia, proprio la domanda relativa a quanto oggi incorporano come scenario positivo i prezzi di Borsa appare lecita.

A questo proposito può essere utile analizzare un altro indicatore riportato in tabella: Price/Book value. Questo semplice rapporto indica in modo grossolano ma di sintesi efficace quante volte il mercato valuta i mezzi propri di una data società. In altri termini indica quanto gli investitori sono disposti a pagare per assicurarsi un reddito più elevato di quello ottenibile con attività prive di rischio. In una parola misura grosso modo l'avviamento di una società. Evidentemente tanto più redditizia è la società tanto maggiore dovrebbe essere questo rapporto. Tendenzialmente questa relazione viene rispettata.

LE ALTERNATIVE DI INVESTIMENTO

Occorre però indicare alcune avvertenze. Il premio che si paga per il tramite di quotazioni elevate è funzione sia, come ovvio, della redditività, ma anche delle alternative di investimento disponibili. Ecco allora che dalla nuda e cruda realtà dei numeri si passa ad effettuare valutazioni in merito alla possibilità del mantenimento di un certo livello di redditività ed in seconda battuta al mantenimento del livello di alternative di investimento con tutte le tematiche che la politica monetaria implica.

Su questi punti evidentemente si innescano le valutazioni di scenario che gli investitori attribuiscono ad un dato titolo o al mercato nel suo insieme. Va infine sottolineato che nel momento in cui si pagano elevati avviamenti si corre il rischio di avere sorprese se la redditività prospettica della società oggetto dell'investimento dovesse avere delle risultanze diverse da quelle attese. ■