

Value Investing

Guida a cura di



**CFA Society
Italy**



Con la collaborazione di



BANOR

SIM SpA

| Autori

Antonio Amendola - Portfolio Manager - AcomeA SGR

Laureato in Scienze Economiche e Bancarie presso l'università degli studi di Siena e specializzato in Economics, Finance and International Integration presso l'Università di Pavia, dove si è laureato con lode. Ha iniziato l'attività lavorativa come Junior Portfolio Manager presso la divisione di Asset Management di Intermonte SIM, con focus sull'equity Italiano ed Europeo. Attualmente European Equity Portfolio Manager presso AcomeA SGR dove mette in pratica strategie Value Contrarian. Co-autore del Paper "Analysis of Equity Beta Components: New Results and Perspectives in a Low Beta Framework" pubblicato sul Journal of Economics and Financial Analysis.

Alessandro Capecchia - CIO - Azimut Capital Management SGR

Direttore Investimenti di Azimut Capital Management SGR SpA nonché senior Portfolio Manager della stessa società e advisor di società del gruppo. In Azimut dal 1999, con focus su prodotti multi-asset, alternative e a gestione quantitativa. In precedenza Responsabile fondi azionari Italia di Intesa Asset Management (oggi Eurizon SGR) e, subito dopo la laurea in Finanza Aziendale in Bocconi, analista fondamentale presso Caboto SIM (ora Banca IMI).

Dennis Marco Montagna, CFA - Responsabile desk Capital Structure - Banca IMI

Lavora a Banca IMI come responsabile del desk di Capital Structure. Precedentemente è stato portfolio manager per Arca SGR, dal 1998 al 2013, ricoprendo diverse posizioni. All'inizio è stato assistente alla gestione di fondi obbligazionari e di credito per poi passare al comparto azionario nel team che si occupava del mercato italiano, prendendo la responsabilità diretta di alcuni fondi. Ha proseguito la sua carriera nel 2007 nel team azionario globale, gestendo fondi comuni e fndi pensione. Nel 2014 passa a Banca IMI come gestore azionario long/short per la proprietà. Nel 2016 è nel team di Credit Suisse Asset Management come responsabile azionario per i portafogli istituzionali e per il fondo Credit Suisse Italia. Da dieci anni è professore a contratto per il corso "Models and Methods for financial engineering" presso l'Università di Pavia, Facoltà di Economia e Commercio, dipartimento di Finanza. Si è laureato al Politecnico di Milano in ingegneria elettronica con una tesi di fisica.



Value Investing

Guida a cura di



**CFA Society
Italy**



Con la collaborazione di



BANOR

SIM SpA

Introduzione

di Luca Riboldi – CIO Banor SIM

A livello metodologico non è cambiato tanto da quel 1928 che vide la nascita del Value Investing dalle idee di Benjamin Graham e David Dodd. Quello che è cambiato è il contesto in cui ci muoviamo, soprattutto da febbraio 2020 che ha visto tutte le nazioni scontrarsi con l'emergenza del Coronavirus e con le sue conseguenze sanitarie, economiche e finanziarie, e sono cambiate le aziende che si osservano.

Una volta, negli indici di settore avevano un peso rilevante le società ad alta intensità di capitale: l'acciaio, l'auto, il cemento. Ora, invece, le imprese hanno asset meno fisici e più virtuali: il valore va ricercato nell'intangibile più che nel tangibile. Pensiamo a Google, Facebook, Amazon. Oggi sono molto più importanti i settori light legati ad internet, software ed e-commerce. Con un'accelerazione ulteriore proprio in questi primi mesi del 2020. Ma il cambio di contesto storico ed economico e lo sviluppo di aziende sempre più "intangibili" nulla toglie alla qualità del Value Investing.

Oggi, più che mai, questo approccio ha il grande vantaggio della "razionalità", perché il Value Investing guarda i numeri, usa la matematica e le valutazioni non sono mai un'opinione.

Ad esempio, è noto il boom delle azioni Nifty Fifty, ovvero le 50 azioni più di successo che, tra fine anni '60 e inizio '70, negli USA raggiunsero un rapporto tra prezzo e utili molto più elevato del resto del mercato perché erano tutte aziende di grande qualità ma troppo care. Nei successivi 10 anni quei titoli persero il 60% del loro valore. La lezione da ricordare è che non sempre la qualità è premiata ma va anche associata a una valutazione che deve essere a sconto rispetto a quella ritenuta corretta.

Nel momento in cui il mercato entra in una fase ribassista, volatile e incerta, avere in portafoglio titoli di società sottovalutate e con un certo margine di sicurezza (titoli che hanno uno spazio di rialzo rispetto a quello di acquisto di almeno il 20-30%) ridurrebbe considerevolmente il rischio di perdita.



È chiaro che oggi più che mai, vista la forte volatilità e incertezza che accompagna i mercati finanziari, l'approccio del Value Investing ha tutte le carte in regola per distinguersi positivamente. Per questo, è necessario ampliare la conoscenza di una tecnica di investimento che trova le sue radici nel 1928 ma che si è evoluta nel

tempo. Questa guida che abbiamo realizzato in collaborazione con il CFA Institute e ADVISOR PRIVATE punta a far emergere non solo i punti fermi del Value Investing ma anche quelle peculiarità che oggi lo rendono differente rispetto alle origini ed efficace per gestire un momento di crisi come quello attuale. Buona lettura.

CAPITOLO 4

AZIONISTI DI VALORE

di Antonio Amendola

Quando si parla di Value Investing, non si può certamente non parlare di uno degli investitori di riferimento di questo stile, il guru del Nebraska Warren Buffet. Buffet, allievo di Benjamin Graham è probabilmente l'investitore di maggior successo e con la maggiore disciplina nell'applicare i principi del Value Investing nel tempo, essendo anche in grado di adeguarsi all'evolversi dei mercati finanziari e dell'economia industriale. Il processo di investimento di Buffet muove attraverso due macro aree di principi: principi qualitativi e principi quantitativi. Il guru è stato in grado di trovare una liason tra questi due mondi, per alcuni ancora in contrapposizione, ed ha messo a punto delle semplici regole che tutti (quasi) possono seguire, a patto che siano applicate con rigore e disciplina.

Tra i principi qualitativi troviamo:

- Tipologia di business
- Sostenibilità del business nel tempo
- Affidabilità e Trasparenza del Management

Tra i principi quantitativi troviamo:

- Focus sulla redditività del capitale e non sugli utili per azione
- Capacità dell'azienda di creare almeno un dollaro di valore di mercato per dollaro incassato
- Valore delle attività

Sebbene siano vaste le aree da esplorare per toccare tutti i punti delle regole di Buffet, in questa sede ci fermeremo su di un concetto quantitativo poco conosciuto ai molti: l'owner earnings; la metrica preferita da Buffet quando si tratta di valutare un business e pietra angolare per determinare il valore attuale dell'azienda.

Owner earnings

Gli analisti di Wall Street sono ossessionati ogni trimestre con gli utili aziendali, e questa ossessione determina nel breve periodo un gigantesco tiro alla fune tra chi sale e chi scende nelle stime degli esperti. Un Value Investor non gioca a questo gioco, ma piuttosto è interessato alle prospettive di lungo periodo al

contrario degli utili trimestrali riportati.

Buffett ha sintetizzato questo concetto concentrandosi su una metrica chiamata: owner earnings. Per il guru questi sono la migliore rappresentazione dei veri utili aziendali, in quanto difficilmente manipolabili dal management. Ma come sono composti questi owner earnings? Guardiamo le determinanti di questa metrica:

Owner Earnings = Utili riportati + D&A +/- altri costi non monetari – Capex di mantenimento medio annuo +/- variazioni di working capital
Analizziamo ora le singole componenti:

- Utili riportati: l'utile netto che viene riportato in Conto Economico
- D&A: misura che viene direttamente dal Prospetto dei Flussi di Cassa
- Altri costi non monetari: anche questi dal Prospetto dei Flussi di Cassa e un buon esempio sono le "employee stock compensation"

- Capex di Mantenimento: l'ammontare di investimenti che l'azienda deve fare per mantenere lo status quo. Si differenzia dal Capex totale in quanto vengono esclusi gli investimenti che generano crescita
- Variazioni di working capital: Il working capital è la differenza tra attivo corrente e passivo corrente della società. Il working capital (o circolante) è una misura di liquidità di breve termine o anche l'abilità di coprire le passività a breve

Perchè Buffett guarda l'owner earnings

Quando molti investitori guardano all'ultima linea del Conto Economico, guardano l'utile netto: ovvero il profitto generato nel periodo in analisi. Molti usano questo valore per valutare il business o calcolare l'utile per azione.

Tuttavia Buffett ha un approccio differente, ma per capirlo analizziamo i differenti modi possibili di destinare

l'utile netto dopo che viene prodotto. La prima possibilità è quella di distribuire un dividendo, ed ognuno dei fondi che prendono questa strada sono definiti owner earnings. L'ammontare che resta di utile netto dopo il pagamento del dividendo, può essere reinvestito nel business. Dopo che sono reinvestiti hanno ancora due strade:

- Usare i fondi per il capex di mantenimento, quindi prendersi cura delle strutture che si hanno;
- Usare i fondi per comprare nuovi asset ed espandere il business.

Se i fondi prendono la prima strada, il book Value della società rimarrà invariato (o crescerà di poco), perché non si è fatto nulla per far progredire il business.

Se i fondi prendono la seconda strada, il denaro aggiungerà nuovo reddito al business, e i nuovi asset aumenteranno il book Value della società. Questo fattore di crescita, unito al dividendo pagato, sono ancora una volta owner earnings.

Quindi, perché guardare a tutto

questo per valutare un'azienda? Innanzitutto perché includendo la crescita degli asset attuali aumenterà il flusso di cassa futuro, il che potrà essere usato per comprare nuovi asset o pagare altri dividendi. Se al contrario usi semplicemente l'utile netto per calcolare l'utile per azione, non tieni in considerazione cosa il management sta facendo con il cash, che è tanto importante quanto come lo produce.

Quindi, con questa metrica, non solo si guarda come il cash viene prodotto ma anche come viene impiegato il che risulta cruciale nel processo di valutazione aziendale con ottica di lungo periodo. Come investitore dobbiamo interessarci a quanto valore l'azienda crea e come questo valore ritorna nelle nostre tasche.

Dalla teoria alla pratica

Dopo aver brevemente introdotto la nozione teorica di owner earnings, e la ratio che vi è dietro, proviamo ora a calare il tutto in un contesto pratico di mercato per vedere se è

possibile sfruttare questa nozione di Value Investing nell'estrarre rendimento.

A tal proposito andremo a lavorare sull'Eurostoxx600, principale indice pan-europeo, depurato dal settore finanziario. La motivazione dell'esclusione del settore finanziario risiede nel fatto che tale settore risulta slegato dalle classiche metriche di valutazione, come quelle che andiamo ad introdurre.

Una volta individuato l'universo di investimento, metteremo a confronto due metodi di stock picking. Il primo baso sul classico rapporto prezzo/utigli, metrica molto usata e di facile comprensione. Il secondo basato sul rapporto prezzo/owner earnings.

Confronteremo queste due modalità di valutazione per calare in contesto pratico quanto enunciato nei paragrafi precedenti. Con questi due multipli andremo a creare portafogli long/short con i principali settori dell'Eurostoxx600:

- Travel&Leisure
- Oil&Gas
- Telecom
- Auto&Parts
- Utilities
- Construction&Materials
- Technology
- Healthcare
- Industrial&Consumer Goods
- Basic Resources.

I dati analizzati vanno dal 31/12/2003 al 31/12/2019 e li presenteremo in tre periodi:

- Intero orizzonte temporale
- Dal 31/12/2007 al 31/12/2019; per evidenziare la Grande Crisi Finanziaria (GFC)
- Dal 31/12/2009 al 31/12/2019; per evidenziare la crisi dei debiti sovrani

Figura 1
Intero orizzonte temporale

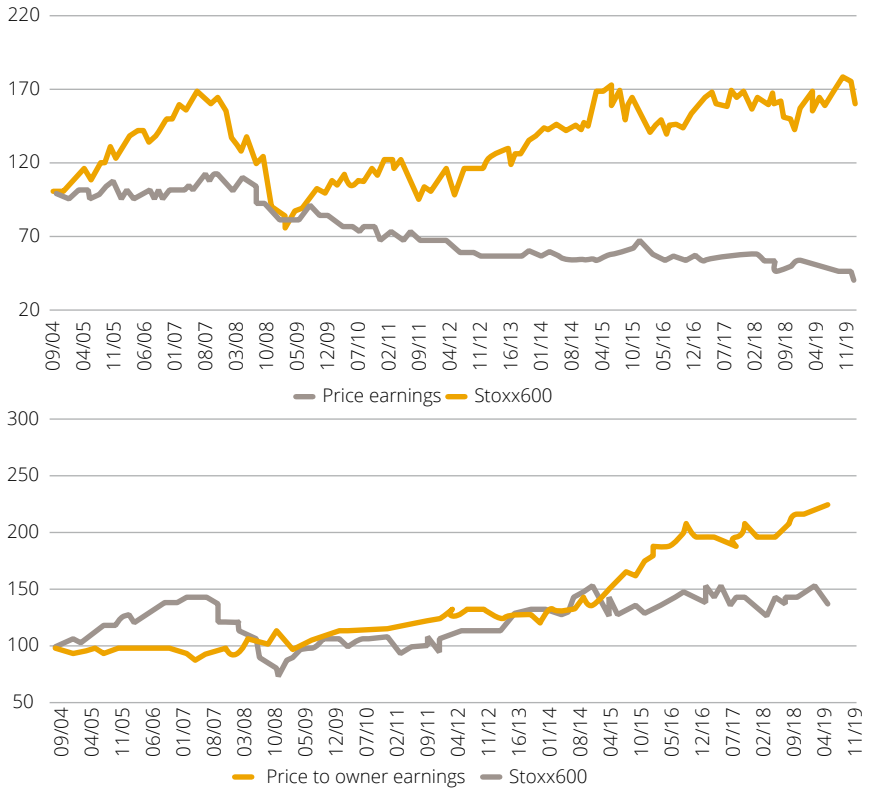


Figura 2
Grande Crisi Finanziaria

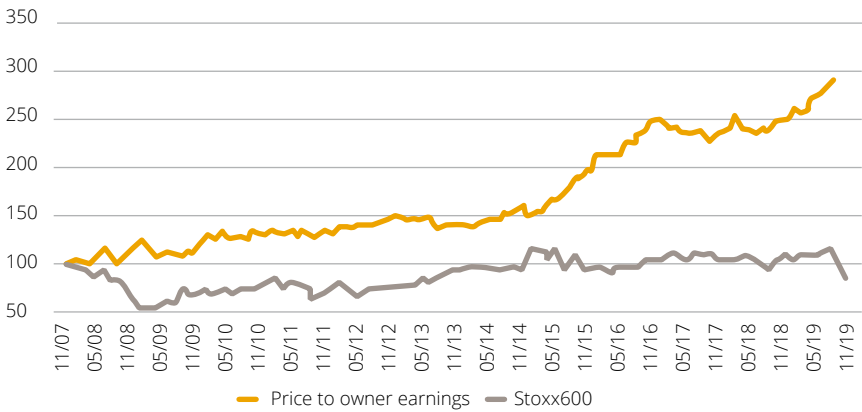
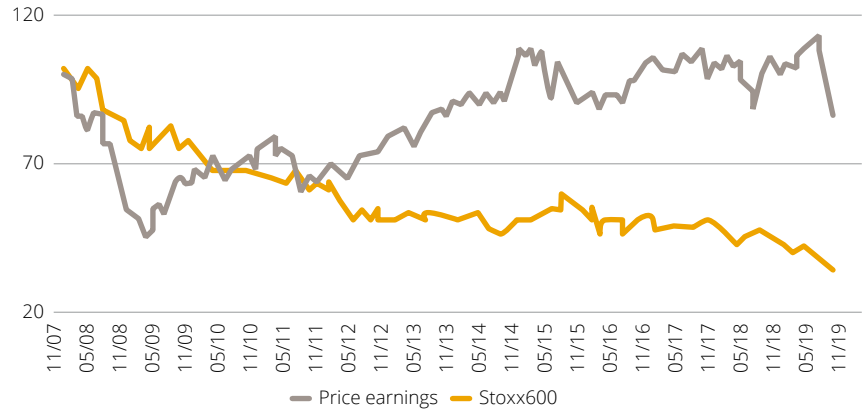
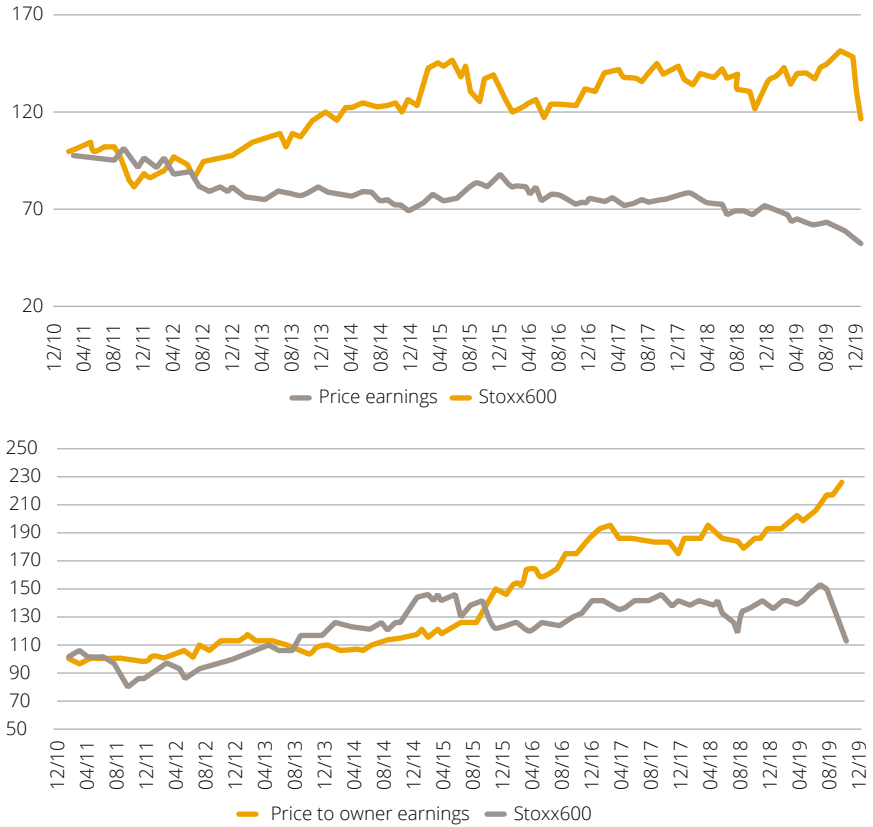


Figura 3
Crisi Debiti Sovrani



Di seguito vediamo anche la distribuzione settoriale percentuale

sull'intero periodo per le due strategie:

	Price Earnings	Price to Owner Earnings
Travel&Leisure	10%	2%
Oil&Gas	15%	9%
Telecom	15%	6%
Auto&Parts	17%	2%
Utilities	2%	16%
Construction&Materials	7%	8%
Technology	1%	20%
Healthcare	5%	18%
Industrial & Consumer Goods	10%	14%
Basic Resources	18%	5%

In questo breve paragrafo ci siamo soffermati su una delle metriche quantitative utilizzate da Warren Buffet nel suo processo decisionale. La cosa interessante di questa metrica è che vuole mettere al centro dell'analisi il flusso di cassa effettivamente generato dall'azienda, ovvero il fine ultimo dell'investimento: generare più di un euro per ogni euro investito. Un concetto che sembra facile all'apparenza ma che spesso viene dimenticato dai grandi analisti o investitori, sacrificandolo sull'altare dei trend, delle mode o degli investimenti "facili". Con il nostro veloce esperimento pratico, abbiamo visto quanto un portafoglio basato solo sulla metrica dell'owner earnings possa sovraperformare il mercato di riferimento ed un portafoglio analogo basato su una classica metrica come il price earnings. L'esperimento è di natura semplicistica, ma anche in questa breve versione, declinata nelle due più recenti crisi, ci mostra che in ogni circostanza, di stress e non, la generazione di cas-

sa è la via maestra. Inoltre, dato che abbiamo costruito i portafogli comprendendo i titoli con basso valore del multiplo in analisi, fa tirare un sospiro di sollievo ai Value Investor che troppo spesso leggono e sentono la seguente frase "il Value è morto". Il Value Investing non è morto, ma va ricercato e applicato con molta dedizione e spirito critico; il tutto combinato con una dose di flessibilità. Su questo ultimo punto ci viene in contro la composizione settoriale dei portafogli dell'esperimento. Al contrario di quanto ci si potesse aspettare ex-ante, nel portafoglio più performante abbiamo un'abbondanza di quei settori che sono ingenuamente definiti per partito preso "growth": come Tecnologia oppure Healthcare. A riprova del fatto che la caratteristica Value non è innata in un settore ma è una fase della vita aziendale, sta all'investitore individuarla e sfruttarla al meglio. Ed infine il concetto di Value Investing è molto "semplice": comprare buone aziende ad un giusto prezzo!