



CELLINO E ASSOCIATI

SIM

**La possibilità di individuare titoli
sottovalutati mediante il modello EBO:
*una verifica storica sul mercato europeo***

Torino, 4 marzo 2004

La possibilità di individuare titoli sottovalutati mediante il modello EBO

Una verifica storica sul mercato europeo

Schema della presentazione

1. I rendimenti azionari sono prevedibili?

La teoria dell'efficienza dei mercati azionari: le sue implicazioni e i suoi limiti

2. Il modello EBO e la Creazione di Valore

Cenni sul modello impiegato nella nostra analisi

3. I risultati della verifica

Come si è comportato il modello nel periodo 1995-2003, risultati e loro interpretazione

4. Un'occhiata al futuro

Quali titoli suggerisce oggi il modello

I rendimenti azionari sono prevedibili?

La teoria dell'efficienza dei mercati azionari: le sue implicazioni e i suoi limiti

La teoria dell'efficienza dei mercati



Analisi Tecnica

Analisi Fondamentale



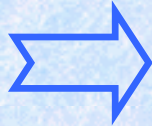
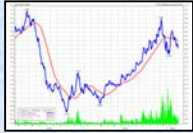
BILANCIO			
18 Impieghi attivi e passivi assicurati di base		11.850.770	11.850.678
19 Impieghi assicurati - su titoli di base		5.458.245	5.458.245
20 Impieghi assicurati e crediti assicurati di base		4.893.493	4.778.882
21 Impieghi assicurati - su titoli di base		1.459.012	1.500.076
22 Impieghi assicurati - su titoli di base		3.285.288	3.278.234
23 Crediti di altri passivi		79.342	41.242
24 Impieghi assicurati - su titoli di base		24.784	2.288
25 Impieghi assicurati - su titoli di base		43.884	36.563
46 Commissioni attive		3.208.848	2.810.882
47 Commissioni passive		388.338	358.478
48 Profitti da operazioni finanziarie		898.750	628.257
74 Altre passività di gestione		1.118.138	1.137.744
75 Spese amministrative		7.429.021	7.262.288
84 Spese per il personale di base		3.917.094	3.170.071
85 Spese per il personale di base		2.918.082	2.188.787
86 Spese per il personale di base		847.495	1.853.034
87 Spese per il personale di base		100.888	1.87.523
88 Spese per il personale di base		18.823	81.287
89 Spese per il personale di base		4.271.888	4.191.178
90 Spese per il personale di base		718.251	699.287
108 Accantonamenti per rischi ed oneri		160.000	-
110 Altri oneri di gestione		62.443	64.122
128 Spese di valore su crediti e accantonamenti per perdite e recupero		321.858	312.883
138 Spese di valore su crediti e su accantonamenti per perdite e recupero		142.788	181.124
148 Accantonamenti ai fondi rischi su crediti		708.187	388.282
678 UTILI DELLE ATTIVITA' CONDIZIONATE		2.289.719	2.044.283
688 Proventi assicurativi		188.178	49.283
698 Utile straordinario		787.187	383.287
208 Utile straordinario		1.244	153.718
228 Impieghi sul reddito differenziale		511.521	274.241
238 UTILI D'ESERCIZIO		1.783.178	1.918.483



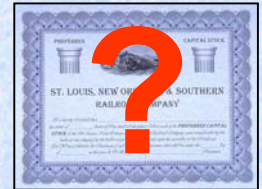
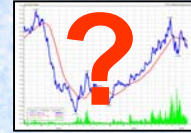
Notizie

In un mercato efficiente i prezzi dei titoli azionari incorporano in ogni momento tutte le informazioni disponibili che possono influenzare il loro valore. Tutte le previsioni che può compiere l'analisi tecnica, tutti i dati fondamentali, storici e previsivi, e tutte le notizie che riguardano le società sono incorporate nei prezzi di ogni azione.

Un importante corollario di questa teoria è che i prezzi futuri delle azioni (e quindi i loro rendimenti) non sono prevedibili



Se il prezzo di oggi è la sintesi di tutte le informazioni e le previsioni disponibili oggi



..... il prezzo futuro sarà la sintesi di tutte le informazioni e le previsioni disponibili in futuro. Tali informazioni e previsioni sono, ovviamente, ignote, quindi il prezzo futuro è imprevedibile.

I dati disponibili oggi *spiegano* i prezzi di oggi, non hanno nessuna possibilità di aiutarci a prevedere i prezzi di domani.

**Sulla base della teoria dei mercati
efficienti quindi,
la pretesa di individuare:**

**Titoli sottovalutati mediante
l'analisi fondamentale**

oppure

**Titoli destinati a offrire buone
performance in virtù di felici
configurazioni tecniche**

E' priva di fondamento

A partire dalla fine degli anni '70 la teoria dell'efficienza dei mercati ha subito vari attacchi da parte di una consistente ed autorevole letteratura (*) che dimostra come alcune variabili contabili e finanziarie siano in grado di prevedere i rendimenti futuri dei titoli azionari.

In altri termini non tutte le informazioni fondamentali vengono incorporate immediatamente nei prezzi: alcune di esse vengono “metabolizzate” dal mercato nel corso del tempo.

Dunque il mercato non aggiusterebbe le inefficienze istantaneamente, ma, piuttosto, in modo tendenziale.

(*) A mero titolo di esempio, fra i lavori più noti, possiamo ricordare:

Basu, S., “*The Relationship between Earnings Yield, Market Value and Return for NYSE Common Stocks*”, Journal of Finance, 1977.

Campbell, John Y., e Shiller, Robert, “*Stock Prices, Earnings and Expected Dividends*”, Journal of Finance, 1988.

Fama, Eugene e French, Kenneth, “*Dividend Yields and Expected Stock Returns*”, Journal of Financial Economics, 1988.

Fama, Eugene e French, Kenneth, “*Business Conditions and Expected Returns on Stock and Bonds*”, Journal of Financial Economics, 1989.

Data questa premessa

disponendo di un buon modello di valutazione fondamentale delle azioni, capace di elaborare in modo adeguato i dati cui i prezzi sono maggiormente sensibili (i cosiddetti dati “value relevant”)

si è in grado di prevedere, entro certi limiti, i rendimenti azionari.

Lo studio che presentiamo è la verifica storica delle performance offerte da un modello di valutazione fondamentale piuttosto diffuso negli USA conosciuto, in ossequio ai tre economisti cui normalmente viene riferito, con il nome di EBO (dai nomi di Edward, Bell e Ohlson), implementato utilizzando, prevalentemente, dati previsivi tratti dal Consensus Panel di JCF .

Il modello EBO e la Creazione di Valore

Cenni sul modello impiegato nella nostra analisi

Il modello EBO

Come è noto lo Stato Patrimoniale di una società si compone di un Attivo e di un Passivo.

Con riferimento ad un'impresa industriale

Fanno parte delle **attività**:

Immobilizzazioni (impianti, macchinari etc.)

Crediti (vantati nei confronti dei clienti)

Magazzino (le merci non ancora vendute, le materie prime e i semilavorati)

Costituiscono, invece **passività**:

Debiti (possono essere commerciali, verso fornitori, o finanziari, verso finanziatori)

La differenza fra le attività e le passività costituisce il **PATRIMONIO NETTO** definibile come il valore contabile dell'Impresa. Il Patrimonio Netto è infatti ciò che residuerebbe in cassa dopo la vendita delle immobilizzazioni e di quanto contenuto in magazzino, l'incasso di tutti i crediti e il pagamento di tutti i debiti.

Si tratta in sostanza di una stima, effettuata a valori di bilancio, del valore di liquidazione dell'impresa, ossia di ciò che i soci incasserebbero qualora decidessero di interrompere l'attività.

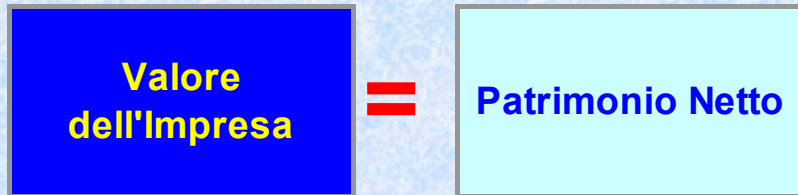
Il Patrimonio Netto è ciò a cui i soci stanno rinunciando oggi per ottenere dei redditi futuri, in altre parole il Patrimonio Netto è una misura del Capitale che è stato investito nell'impresa dai soci.

Attivo	Passivo
Immobilizzazioni	Patrimonio Netto
Crediti	
Magazzino	Debiti

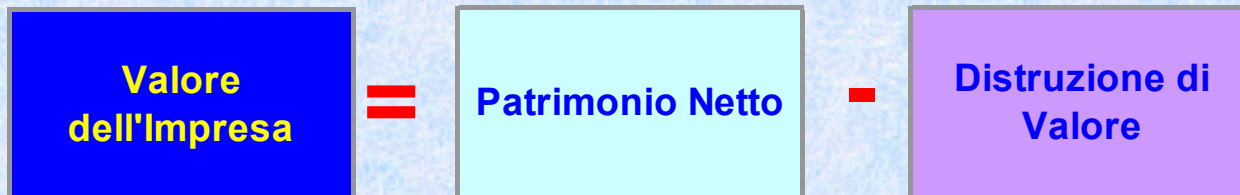
Valutare l'impresa significa chiedersi se i redditi che essa produrrà sono adeguati a remunerare il capitale investito, assimilabile, come si è detto, al Patrimonio Netto contabile

Il modello EBO

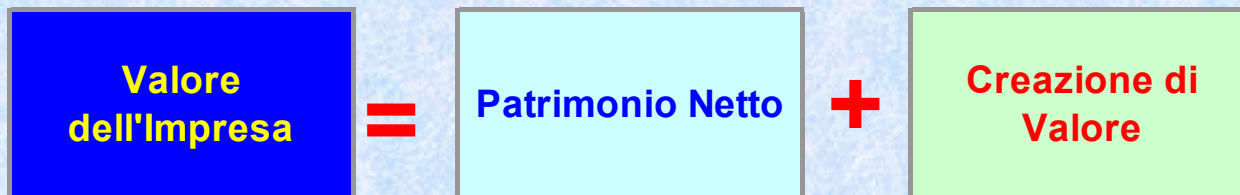
Se l'impresa offrirà un reddito tale da remunerare adeguatamente il capitale investito, allora il valore dell'impresa equivarrà al Patrimonio Netto: l'impresa non crea e non distrugge valore e vale esattamente quanto valgono i mezzi investiti in essa.



Se l'impresa non offrirà un reddito tale da remunerare adeguatamente il capitale investito, allora il il valore dell'impresa sarà minore del Patrimonio Netto: l'impresa distrugge valore e vale meno di quanto valgano i mezzi investiti in essa.



Se l'impresa offrirà un reddito tale da remunerare più che adeguatamente il capitale investito, allora il suo valore sarà superiore al Patrimonio Netto: l'impresa crea valore e vale più di quanto valgano i mezzi investiti in essa.



Per utilizzare nella pratica il modello EBO si effettuano delle stime degli utili futuri delle società (nel nostro caso si sono presi i dati del consensus panel di JCF) e si valuta in che misura questi remunerino il Patrimonio Netto. L'indicatore di redditività usato è il ROE che, confrontato con il rendimento richiesto dagli investitori (un dato che caratterizza ciascuna azione), ci consente di definire la creazione o distruzione di Valore. Così operando si giunge ad un valore teorico di ciascuna società quotata secondo la formula introdotta in precedenza.

I risultati della verifica

*Come si è comportato il modello nel periodo 1995-2003:
risultati e loro interpretazione*

Il campione e la metodologia della verifica

Abbiamo lavorato su tutti i titoli che hanno fatto parte dell'indice europeo DJ Stoxx 600 nel periodo compreso fra il 31 dicembre 1995 e il 31 dicembre 2002 e per i quali i dati necessari ad implementare il modello EBO erano disponibili.

Abbiamo effettuato 8 “esperimenti” consistenti nel calcolare, usando i dati disponibili il 31 dicembre di ciascun anno (1995, 1996,, 2002), il valore teorico di tutti i titoli.

Si sono così ottenuti due gruppi di titoli:

- Titoli i cui valori teorici erano superiori ai prezzi di mercato o **SOTTOVALUTATI**
- Titoli i cui valori teorici erano inferiori ai prezzi di mercato o **SOPRAVALUTATI**

A distanza di 12 mesi da ciascun esperimento si è calcolata la media aritmetica semplice dei rendimenti dei titoli che, 12 mesi prima, erano stati indicati come sottovalutati.

Si è confrontato il rendimento medio dei titoli sottovalutati con il rendimento dell'indice DJ Stoxx 600 nello stesso periodo, al fine di verificare la bontà complessiva del modello.

Si è confrontato il rendimento medio dei titoli sottovalutati appartenenti ai principali settori con il rendimento del corrispondente indice settoriale nello stesso periodo, al fine di verificare se esistono settori per i quali il modello è più o meno efficace.

Si sono compiute analisi statistiche volte a verificare la significatività dei risultati: il responso, che non illustreremo nell'incontro odierno, è stato incoraggiante.

I risultati

Data della stima	Performance media dei titoli sottovalutati nei 12 mesi successivi	Perf. DJ Stoxx 600 nel medesimo periodo
31/12/1995	29,21%	20,89%
31/12/1996	40,25%	37,65%
31/12/1997	15,33%	18,41%
31/12/1998	49,91%	35,92%
31/12/1999	12,82%	-5,19%
31/12/2000	1,25%	-17,13%
31/12/2001	-17,25%	-32,34%
31/12/2002	26,26%	13,67%
Media	19,72%	8,98%

Nei primi 4 anni, caratterizzati da forti rialzi dei mercati azionari, il modello offre buoni risultati: tra il 1995 e il 1999, infatti, i titoli indicati dal modello rendono mediamente il 34% annuo, mentre lo Stoxx cresce ad un ritmo del 28% all'anno.

A partire dal dicembre 1999, vale a dire dai massimi cui è seguita l'esplosione della bolla speculativa, il modello indica titoli che, mediamente, renderanno quasi il 6% all'anno mentre il mercato, mediamente, perderà oltre il 10% l'anno.

Il risultato è interessante: in sette anni, sugli otto considerati, i titoli sottovalutati realizzano, mediamente, una performance migliore del mercato. L'ultima riga riporta i valori medi degli anni considerati e ci dice che le performance annue dei titoli sottovalutati sono state mediamente pari al doppio delle performance medie annue del DJ Stoxx 600. I risultati migliori, a nostro giudizio, sono quelli realizzati negli ultimi quattro anni.

I risultati



Graficamente la miglior performance del modello negli ultimi 4 anni è ancora più evidente. Una possibile spiegazione della diversa resa può essere data dalla differente attenzione che viene data ai fondamentali a seconda che ci si trovi in un mercato “toro” o in uno “orso”. Nel primo caso i fondamentali passano in secondo piano e gli acquisti si indirizzano indistintamente su tutti i titoli (a maggior ragione quando il toro lascia lo spazio ad una vera e propria bolla); nel secondo, invece, l’attenzione viene concentrata proprio sulla qualità e gli acquisti divengono estremamente selettivi. Un modello basato sui fondamentali, quindi, darà migliori risultati quando questi divengono la discriminante per le scelte di tutti gli operatori.

I risultati

SETTORE	Perf. media 1996-2003		Perf. media 1996-1999		Perf. media 2000-2003	
	EBO	Indice settoriale	EBO	Indice settoriale	EBO	Indice settoriale
Assicurativo	18,7%	7,8%	36,1%	29,0%	1,3%	-13,4%
Auto	17,1%	6,3%	28,2%	18,5%	6,0%	-5,9%
Bancario	21,2%	13,8%	38,4%	29,0%	3,9%	-1,4%
Consumi aciclici	19,0%	7,3%	27,1%	21,8%	10,9%	-7,1%
Consumi ciclici	19,2%	3,1%	27,5%	15,7%	10,9%	-9,5%
Costruzioni	19,5%	7,9%	32,9%	18,6%	6,2%	-2,9%
Energia	17,1%	10,3%	24,9%	25,7%	9,3%	-5,0%
Materie Prime	13,4%	11,4%	28,2%	24,6%	-1,4%	-1,8%
Media	28,2%	6,7%	54,6%	32,0%	1,8%	-18,6%
Tecnologico	22,3%	18,8%	28,6%	58,1%	16,1%	-20,4%
Telefonico	17,3%	18,5%	37,4%	58,8%	-2,8%	-21,9%
Utilities	17,0%	7,5%	28,6%	20,1%	5,4%	-5,1%

Indichiamo in grassetto i dati relativi ai confronti in cui il modello supera il mercato, normalmente gli altri. Il fatto che i titoli telefonici e tecnologici indicati dal modello nel periodo '96-'99 non battano i relativi indici settoriali è coerente con quanto già detto: nei settori sui quali si è abbattuta con maggior forza l'irrazionalità della bolla speculativa l'analisi fondamentale aveva ben poche speranze di offrire buone indicazioni. I fondamentali si riscattano ampiamente nei quattro anni successivi durante i quali il ritorno a criteri di valutazione "ragionevoli" ha reso molto efficace il nostro approccio in entrambi i settori. Il telefonico è l'unico settore per il quale il modello non è stato in grado di indicare titoli che, mediamente negli otto anni, hanno reso meglio del mercato di riferimento. Molto buone le performance, nel medesimo periodo, del modello nei settori: ciclici, media, auto, aciclici, costruzioni assicurativo e utilities.

Un'occhiata al futuro

Quali titoli suggerisce oggi il modello

Le indicazioni del modello per il futuro

Abbiamo applicato il modello ad un campione di oltre 800 titoli europei impiegando i dati disponibili il 27 febbraio. La prima indicazione riguarda il mercato nel suo complesso che, nonostante i recenti rialzi, non dovrebbe essere ancora giunto in un'area di sopravvalutazione: mediamente i titoli analizzati risultano sottovalutati dell'**8,6%**. Il **46%** dei titoli osservati risulta sopravvalutato mentre il **54%** è da considerarsi ancora sottovalutato.

Il mercato domestico potrebbe essere anche più attraente se pensiamo che, mediamente, i 54 titoli italiani inclusi nel campione, risultano sottovalutati del **17%**.

Pur se complessivamente positiva la situazione non è omogenea a livello settoriale: alcuni comparti hanno già superato quotazioni ragionevoli e si muovono su livelli eccessivi, altri sembrano non avere più margini di crescita mentre la sottovalutazione ne riguarda solo una parte.

L'analisi prosegue con un grado di maggior dettaglio e approfondisce la situazione di 12 dei 18 settori in cui è suddiviso lo Stoxx. Abbiamo espresso un giudizio **NEUTRALE** sui settori che sembrano equamente valutati dal mercato, **NEGATIVO** per quelli sopravvalutati e **POSITIVO** per i sottovalutati.

Osserviamo che, come evidenziato nell'analisi storica, le fasi di mercato al rialzo sono quelle in cui, pur conservando una buona capacità di sovraperformare, il modello incontra qualche difficoltà, poiché la sopravvalutazione tende a mantenersi e ad accentuarsi su quei titoli che più piacciono agli investitori, mentre altre azioni vengono lasciate languire in condizione di forte sottovalutazione. Nell'attuale mercato connotabile certamente come "toro", il modello potrebbe dunque risentire dei limiti di cui, in queste fasi, ha risentito in passato. I risultati sono quindi da leggere come indicazioni di lungo periodo.

Le indicazioni del modello per il futuro

SETTORE	Giudizio sui titoli europei	Giudizio sui titoli italiani	Commenti al mercato italiano
Assicurativo	Positivo	Neutrale	I titoli migliori si trovano nelle medie capitalizzazioni: le tre società del MIB30 (Generali, Alleanza e RAS) non sono particolarmente interessanti.
Auto	Positivo	Neutrale	L'unico titolo di rilievo (FIAT) appare correttamente valutato allo stato attuale.
Bancario	Positivo	Positivo	Giudizio positivo sui titoli "tradizionali"; i titoli del risparmio gestito (Mediolanum, Fideuram e Fineco) hanno raggiunto livelli il cui superamento non trova fondamento nella nostra analisi.
Consumi aciclici	Neutrale	NS	Nessun titolo italiano significativo all'interno del settore.
Consumi ciclici	Positivo	Negativo	L'unico titolo interessante è Benetton: gli altri (Alitalia, Bulgari e Autogrill) non hanno più margini di crescita (in alcuni casi appaiono addirittura sopravvalutati).
Costruzioni	Neutrale	Positivo	I due titoli italiani del settore (Buzzi e Italcementi) sembrano ancora appetibili.
Energia	Neutrale	Negativo	I due titoli italiani del settore (ENI e Saipem) stando al modello appaiono un po' cari.
Materie Prime	Positivo	NS	Nessun titolo italiano significativo all'interno del settore.
Media	Negativo	Negativo	Tutti i titoli italiani del settore (Espresso, Mediaset, Mondadori, RCS, SEAT) sembrano cari.
Tecnologico	Neutrale	Positivo	Giudizio positivo sull'unico titolo di un certo rilievo quotato in Italia: STM.
Telefonico	Positivo	Positivo	Buone le potenzialità di Telecom, già arrivata a valori ragionevoli TIM.
Utilities	Neutrale	Negativo	Giudizio neutrale su ACEA, negativo per AEM e EENEL.

La presente pubblicazione della Cellino e Associati SIM S.p.A. è indirizzata ad un pubblico indistinto e viene fornita a titolo meramente informativo. Essa non costituisce attività di consulenza da parte della Cellino e Associati SIM S.p.A. né, tantomeno, offerta o sollecitazione ad acquistare o vendere strumenti finanziari. Le informazioni ivi riportate sono di pubblico dominio e sono considerate attendibili, tuttavia la Cellino e Associati SIM S.p.A. non è in grado di assicurarne l'esattezza. Tutte le informazioni riportate sono date in buona fede sulla base dei dati disponibili, ma sono suscettibili di variazioni anche senza preavviso in qualsiasi momento dopo la pubblicazione. Si declina ogni responsabilità per qualsivoglia informazione esposta in questa pubblicazione. Si invita a fare affidamento esclusivamente sulle proprie valutazioni delle condizioni di mercato nel decidere se effettuare un'operazione finanziaria e nel valutare se essa soddisfa le proprie esigenze. La decisione di effettuare qualunque operazione finanziaria è a rischio esclusivo dei destinatari della presente informativa. La Cellino e Associati SIM S.p.A., suoi soci, amministratori o dipendenti possono detenere ed intermediare titoli delle società menzionate e, più in generale, possono avere uno specifico interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari o alle operazioni oggetto della pubblicazione.