

# Equity Research

Gruppo Banca Etruria

De Conti Marco

Morini Davide

Tamiazio Giulio

Zanettin Giampietro

# Agenda

1. Cos'è l'Equity Research?

1. E. R. Banca Etruria 7 Ottobre 2010

1. Considerazioni finali

# **1. Cos'è l'Equity research?**

# L'Equity research

E' una disciplina all'interno dei servizi finanziari, svolta dagli analisti nei confronti di azioni e loro emittenti.

E' una ricerca in materia di investimenti, ovvero la produzione di una elaborazione scritta che:

- Raccomanda o suggerisce, esplicitamente o implicitamente, una strategia di investimento riguardante uno o più strumenti finanziari o gli emittenti di strumenti finanziari, compresi i pareri sul valore o il prezzo attuale e futuro di tali strumenti;

- È destinata a canali di divulgazione attraverso i quali è probabile che le informazioni vengano diffuse al pubblico;
- Viene qualificata o descritta come Ricerca in materia di investimenti o con termini analoghi, o viene presentata come una spiegazione indipendente e obiettiva di ciò che oggetto della raccomandazione;
- Non costituisce prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti.

# Scopo

La ricerca ha come obiettivo l'espressione di un giudizio sullo strumento di capitale e sul suo emittente, che si esplica con tre possibili risultati:

- **sell;**
- **Hold;**
- **Buy.**

Il giudizio dipende dal confronto tra il prezzo corrente di mercato del titolo azionario e il "target price" individuato dall'analista finanziario.

Nell'individuazione del Target Price si usano le più diffuse metodologie di valutazione di diverso tipo (finanziario, reddituale, patrimoniale).

Alcuni modelli sono:

- **Discounted Cash Flow model** → stima il valore aziendale come somma del valore attuale dei flussi di cassa disponibili per tutti coloro che abbiano fornito risorse finanziarie (a titolo di debito o di capitale di rischio). Il tasso utilizzato è il WACC, che esprime il costo opportunità delle diverse forme di finanziamento in ragione del loro contributo al valore aziendale.

- **Enterprise Value Added** → fornisce una misura del valore creato da un'azienda o un'attività, inteso come profitto residuale, a partire dal risultato operativo rispetto alla remunerazione (allineata alle condizioni di mercato) del capitale di debito e di rischio impegnati nell' azienda.

Rappresentazione analitica:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} * \text{CI}$$

NOPAT: net operating profit after taxes, reddito operativo dopo il pagamento delle imposte correnti

CI: Capital employed, capitale investito nella gestione operativa

Quando  $\text{EVA} > 0$  l'impresa crea valore, viceversa con  $\text{EVA} < 0$  lo distrugge.

- **Peers Comparison (analisi dei multipli di mercato)** → determina il valore dell'impresa utilizzando i valori medi dei prezzi di mercato (o degli Enterprise Value ottenuti con questi ultimi) di aziende simili, opportunamente standardizzati rapportandoli ad un valore di bilancio. Il multiplo calcolato sul campione di aziende comparabili viene moltiplicato per la grandezza contabile prescelta, ottenendo in tal modo una stima del valore aziendale.

Rapporto Prezzo/Utili → P/E

Rapporto Prezzo/Patrimonio Netto → P/BV (Book Value)

- **Somma delle parti (Sum of parts)** → considera le diverse aree di attività di un'azienda come entità distinte, assoggettandone ciascuna a valutazione separata (tramite i metodi valutativi comunemente adottati) per poi ricavare il valore aziendale mediante somma dei valori ottenuti dall'analisi delle parti di cui è costituita.

- **Nav method (metodo del Valore Netto dell'Attivo)** → metodologia basata sulle grandezze patrimoniali, che ricava una stima del valore netto dell'attivo apportando modifiche alle voci di bilancio (e ad alcune voci extra-bilancio) per esprimerne il valore corrente

Valore netto delle attività per azione: dato dalla differenza tra valore di bilancio degli investimenti meno le passività e attività immateriali come l'avviamento, diviso per il numero di titoli emesso dalla società

## Il sistema di rating

Per ogni livello di rischio l'analista che redige la ricerca si basa su un tasso benchmark di riferimento e assegna i seguenti rating:

- Rating **BUY**: viene assegnato qualora esista uno scostamento tra prezzo corrente e target price superiore al tasso benchmark più un livello fisso di extrarendimento richiesto, crescente al crescere del grado di rischio attribuito al titolo;
- Rating **SELL**: viene assegnato quando c'è uno scostamento tra prezzo corrente e target price inferiore al tasso benchmark;
- Rating **HOLD** o **Neutral**: viene assegnato quando lo scostamento tra prezzo corrente e target price rientra in fasce individuate secondo i criteri precedenti.

**Table 1 - Griglia dei rating**  
(FRR: free risk rate approssimato dal tasso benchmark)

	<b>High risk</b>	<b>Medium risk</b>	<b>Low risk</b>
<b>buy</b>	$> \text{FRR}+10\%$	$>\text{FRR}+5\%$	$>\text{FRR}+3.5\%$
<b>neutral</b>	$\text{FRR}-\text{FRR}+10\%$	$\text{FRR}-\text{FRR}+5\%$	$\text{FRR}-\text{FRR}+3.5\%$
<b>sell</b>	$<\text{FRR}$	$<\text{FRR}$	$<\text{FRR}$

## **2. E. R. Banca Etruria 7 Ottobre 2010**

Table 2 – Conto Economico riclassificato

Conto economico riclassificato	30/06/2010	30/06/2009	Variazione	
			Assoluta	%
Interessi attivi e proventi assimilati	177.881	218.965	(41.084)	-18.8
Interessi passivi e oneri assimilati	(67.085)	(92.521)	25.436	-27.5
<b>Margine d'interesse</b>	<b>110.796</b>	<b>126.444</b>	<b>(15.648)</b>	<b>-12.4</b>
Commissioni nette	56.106	36.967	19.139	51.8
Dividendi e proventi simili	1.966	1.394	572	41.0
Risultato di negoziazione, copertura e fair <u>value</u>	7.118	11.185	(4.067)	-36.4
<b>Margine d'intermediazione</b>	<b>175.986</b>	<b>175.990</b>	<b>(4)</b>	<b>0.0</b>

Table 3 – Conto Economico riclassificato (segue)



Voci	30/06/2010	30/06/2009	Variazione	
			Assoluta	%
<b>Margine d'intermediazione</b>	<b>175.986</b>	<b>175.990</b>	<b>(4)</b>	<b>0.0</b>
Rettifiche/riprese di valore nette per deterioramento	(58.058)	(39.896)	(18.162)	45.5
<b>Risultato netto della gestione finanziaria</b>	<b>117.928</b>	<b>136.094</b>	<b>(18.166)</b>	<b>-13.3</b>
<b>Risultato netto della gestione finanziaria e assicurativa</b>	<b>112.939</b>	<b>131.278</b>	<b>(18.339)</b>	<b>-14.0</b>
Costi operativi netti	(106.687)	(106.288)	(399)	0.4
Utile (perdite) dalle partecipazioni	(53)		(53)	-100.0
Utile (perdite) da cessione di investimenti	5.490		5.490	100.0
<b>Utile (perdite) dalla <u>operat. corrente</u> al lordo delle imposte</b>	<b>11.689</b>	<b>24.990</b>	<b>(13.301)</b>	<b>-53.2</b>

- **Margine d'interesse in calo del 12,4% y/y:**

- manovra sui tassi BCE e le forti riduzioni del parametro euribor hanno condotto i tassi sugli impieghi dell'intero sistema bancario su livelli particolarmente bassi
- la dinamica discendente dei tassi sulla raccolta è stata in parte rallentata dall'esigenza di riallineare le scadenze ricorrendo a forme di raccolta a medio lungo termine

- **Margine d'intermediazione stabile:**

- andamento delle commissioni nette (+51,8%), forte presenza di commissioni sull'attività bancaria tradizionale
- attività di negoziazione copertura e fair value (-36,4%), dovuta alle forti tensioni sui mercati finanziari innescate dalle preoccupazioni sulla stabilità del debito sovrano di alcuni paesi dell'area euro

- **Risultato netto della gestione finanziari in calo del 13,3% y/y :**
  - rettifiche di valore per deterioramento (+45,5%), costo annualizzato 150 bp, maggiori rettifiche sul comparto dei crediti non performing

- **Utile dell'operatività corrente pari a 11,7 mln di euro :**

- compresa una plusvalenza per la cessione della partecipazione in Etruria Fund Management Company SA
- costi operativi stabili con un'incidenza di circa il 60% sul margine d'intermediazione

Table 4 – Stato Patrimoniale riclassificato

	31/12/09	%	30/06/10	%
Customer Loans	7,514	79%	7,951	77%
Securities	1,046	11%	1,650	16%
- o/w held to maturity	126	1%	286	3%
Net Interbank position	100	1%	0	0%
Other assets	881	9%	743	7%
<b>Total Assets</b>	<b>9,541</b>	<b>100%</b>	<b>10,344</b>	<b>100%</b>
Customer Deposits	7,031	74%	7,268	70%
Other ISL	773	8%	877	8%
Net interbank position	0	0%	293	3%
Other liabilities	1,024	11%	1,195	12%
Total Equity	714	7%	711	7%
<b>Total Liabilities &amp; Equity</b>	<b>9,541</b>	<b>100%</b>	<b>10,344</b>	<b>100%</b>

Source: Company data and Centrosim

- **Crediti verso clientela in aumento del 5,2% :**

- aumenti che hanno riguardato in particolare le forme tecniche dei mutui e del leasing
- politica creditizia di rigore, maggiore attenzione alla qualità delle controparti e minimizzando fenomeni di concentrazione delle esposizioni favorendo una maggiore diversificazione e granualità

- **Portafoglio titoli variazione positiva del 58% :**

- il rafforzamento del portafoglio è stato realizzato mediante l'acquisto di titoli di stato, obbligazioni governative e titoli emessi da istituzioni finanziarie che si caratterizzano per l'elevata liquidabilità, sicurezza e buon livello di rendimento in rapporto ad un trend decrescente evidenziato dai tassi di mercato

- **Saldo interbancario negativo :**

- la banca ha cercato di sfruttare il mismatching tra tassi sui bond governativi e costo della liquidità, in una fase in cui gli spread sull'attività bancaria tradizionale appaiono ancora modesti e poco remunerativi dei rischi e del processo di trasformazione delle scadenze.

## Asset Quality

- **Asset quality ancora debole nel 1H-2010:**
  - le difficoltà congiunturali hanno portato a far registrare l'incremento delle esposizioni *non performing* anche nei primi 6 mesi del 2010 (+7.6 mln di €)
  - rettifiche su crediti del semestre ammontano complessivamente a €58 mln
  - flusso di nuove sofferenze che riflette le difficoltà dell'attuale scenario, soprattutto nel comparto delle famiglie consumatrici

**Table 5 – Asset quality**

<b>(€ mln)</b>	<b>12/09</b>	<b>06/10</b>	<b>Var. %</b>
Gross Non Performing Loans	322	486	51%
Write-downs	-184	-265	44%
Net NPLs	137	220	<b>61%</b>
Gross Watchlist	344	438	27%
Write-downs	-56	-55	-2%
Net Watchlist	288	383	<b>33%</b>
Gross Restructured/ing loans	50	58	16%
Write-downs	-8	-9	13%
Net Restructured loans	42	49	<b>17%</b>
Past due	200	111	-45%
Write-downs	-6	-5	-17%
Net Past due	194	106	<b>-45%</b>

Source: Company data and Centrosim

## Qualità del credito (segue)

**Table 6 – Coverage Ratio**

	12/09	06/10
NPL coverage	57.3%	54.6%
Watchlist coverage	16.3%	12.5%
Restructured coverage	15.5%	15.7%
Past due coverage	3.0%	4.1%

Source: Company data and Centrosim

Sul fronte della qualità del credito:

- i livelli di coverage su incagli e sofferenze sono scesi rispetto al 2009
- i livelli di coverage su crediti ristrutturati e scaduti sono invece saliti rispetto alla fine del 2009



## Qualità del credito (segue)

⇒ Nel piano industriale sono previsti:

1.interventi sull'attività di concessione (**riduzione time to market**)

2.interventi su controllo e recupero

- miglioramento della capacità di **individuazione** delle **posizioni a rischio**
- **tempestività nei processi di rientro**
- **massimizzazione dei tassi di recupero** sulle sofferenze (tempi e costi)

## Coefficienti patrimoniali

**Table 7 – Coefficienti patrimoniali**

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Core Tier 1 ratio	7.6%	7.6%	7.6%	7.7%	7.8%
Tier 1 ratio	7.6%	7.6%	7.6%	7.7%	7.8%
Total Capital ratio	11.1%	10.9%	10.7%	10.7%	10.7%
RWA	6,950	7,839	7,780	8,014	8,254

Source: Company data and Centrosim

### ⇒ **Solidi capital ratio:**

- i coefficienti patrimoniali primari (Core Tier 1 e Tier 1 ratio, identici per l'assenza nel patrimonio di *preference shares* e strumenti affini) vengono stimati crescenti nel triennio 2010-2012
- il Total Capital ratio, già nel 2009 inferiore al valore del 2008, viene stimato decrescente nel triennio 2010-2012
- per il calcolo dei coefficienti patrimoniali bisogna tenere in considerazione che le RWA sono incrementate nel 2009 y/y, e vengono stimate in crescita anche nel triennio 2010-2011

# Le operazioni di razionalizzazione societaria

- **Asset Management**

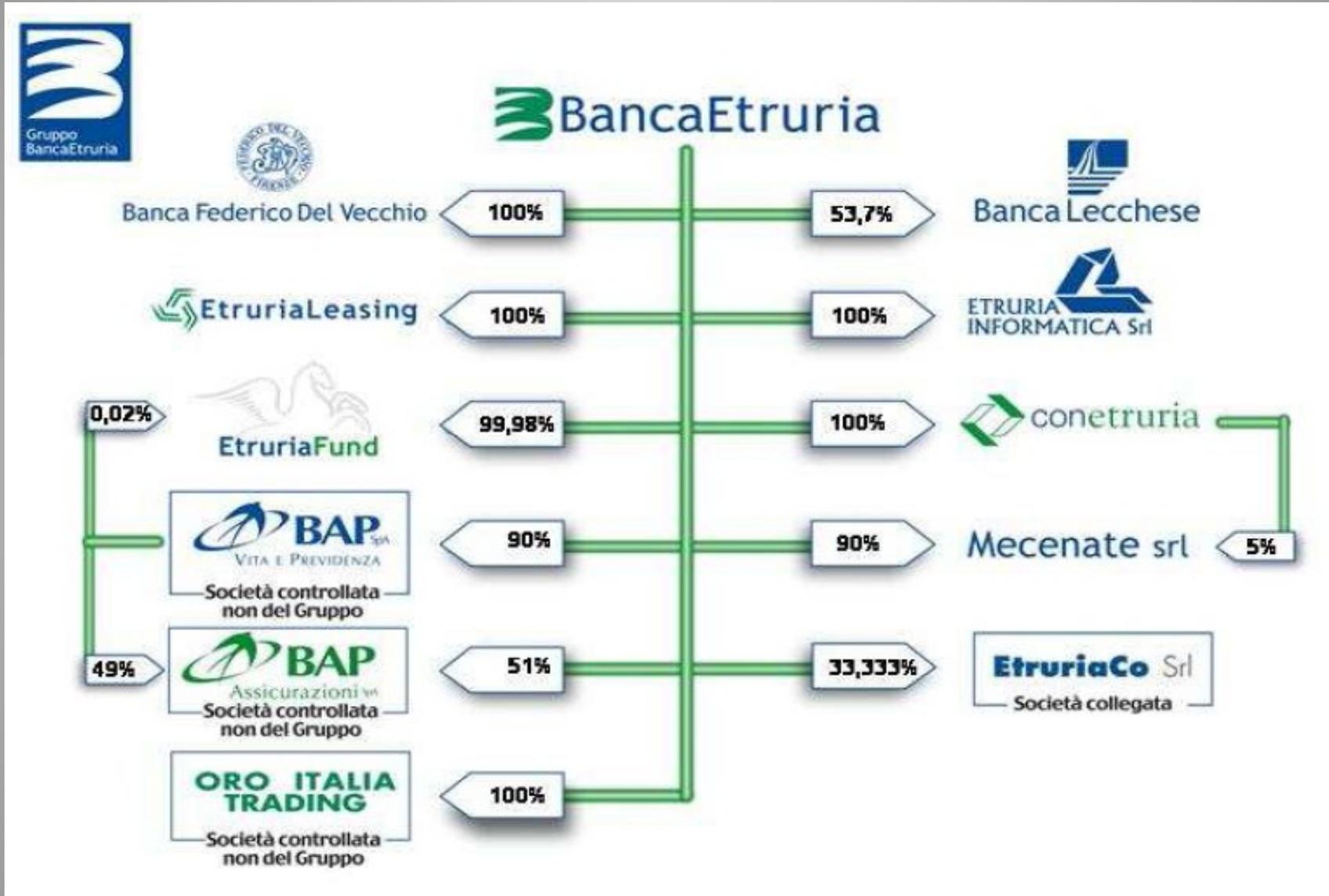
- nel mese di maggio 2010 Banca Etruria ha annunciato il perfezionamento dell'accordo per la cessione del 99.98% di Etruria Fund Management ad Anima Sgr
- con la cessione Banca Etruria ha incassato un importo di circa €6.3 mln, realizzando una plusvalenza lorda di €5,5 mln, contabilizzata nel primo trimestre
- il *goodwill* pagato da Anima è stato pari all'1.7% degli AuM

## Le operazioni di razionalizzazione societaria (segue)

- **Insurance e Leasing**

- nell'ambito del piano di razionalizzazione interna, il management di Banca Etruria ha inoltre deciso di cedere le partecipazioni detenute nella società Etruria Leasing.
- l'azione riflette gli obiettivi indicati nel Piano Industriale 2009-2011
- Banca Etruria ha acquistato in data 29 luglio 2010 da Natix Assurance SA il 7.88% di BancAssurance Spa e quindi detiene direttamente il controllo della compagnia

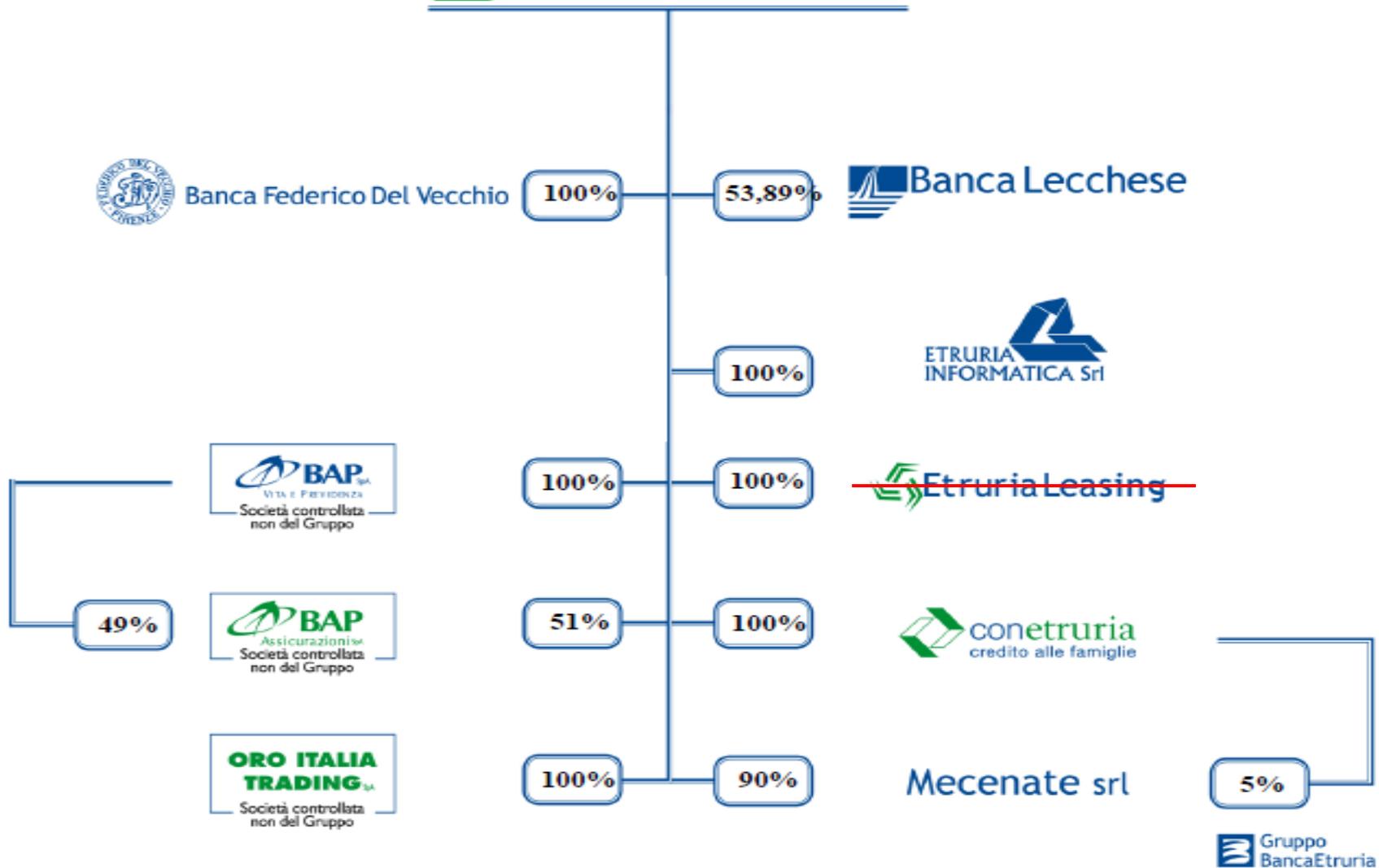
# Immagine 1 – Gruppo Banca Etruria 2009



Source: relazione trimestrale 2009 Gruppo Banca Etruria

## Immagine 2 – Gruppo Banca Etruria 2010

# BancaEtruria



Source: Relazione semestrale Gruppo Banca Etruria

## Revisione delle stime e valutazione

le difficoltà del contesto esterno rendono ancora difficile il percorso di recupero di redditività della banche domestiche

⇒ sono state viste al ribasso le stime sul periodo 2010-2012, in attesa di una maggiore visibilità dell'evoluzione dello scenario

- le revisioni sono marginali sui ricavi
- revisioni molto più sostenute sulle *Loan Loss Provisions*

**Table 8 – Revisione delle stime**

(€ mn)	2010 New	2010 Old	% ch.	2011 New	2011 Old	% ch.	2012 New	2012 Old	% ch.
NII	231	213	9%	241	248	-3%	255	263	-3%
Net Fees	114	116	-2%	130	125	4%	136	133	2%
<b>Total Income</b>	<b>367</b>	<b>346</b>	<b>6%</b>	<b>387</b>	<b>393</b>	<b>-2%</b>	<b>407</b>	<b>416</b>	<b>-2%</b>
Operating cost	-232	-237	-2%	-237	-243	-2%	-243	-249	-2%
<b>GOP</b>	<b>135</b>	<b>109</b>	<b>24%</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>0%</b>	<b>165</b>	<b>168</b>	<b>-2%</b>
LLP	-104	-71	46%	-86	-74	16%	-84	-77	9%
<b>Net Income</b>	<b>16</b>	<b>22</b>	<b>-27%</b>	<b>35</b>	<b>45</b>	<b>-23%</b>	<b>44</b>	<b>54</b>	<b>-19%</b>

Source: Centrosim

**Table 9 - Conto Economico revisionato Gruppo Banca Etruria**

<b>Income statement (€ mn)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
<b>Net Interest Income</b>	<b>242.1</b>	<b>221.4</b>	<b>231.4</b>	<b>241.0</b>	<b>255.2</b>
Net commission income	74.6	90.6	114.0	129.6	136.1
Trading income	-9.3	20.6	13.1	10.0	10.0
Other net revenues	6.1	8.3	8.9	6.0	6.0
<b>Non Interest Income</b>	<b>71.4</b>	<b>119.5</b>	<b>136.0</b>	<b>145.7</b>	<b>152.0</b>
<b>Total Income</b>	<b>313.6</b>	<b>340.9</b>	<b>367.4</b>	<b>386.7</b>	<b>407.3</b>
<b>Operating Cost</b>	<b>-216.3</b>	<b>-232.2</b>	<b>-231.9</b>	<b>-236.9</b>	<b>-242.6</b>
<b>Operating Income</b>	<b>97.3</b>	<b>108.7</b>	<b>135.5</b>	<b>149.8</b>	<b>164.6</b>
Net Write-downs of loans	-55.6	-114.5	-104.3	-85.5	-83.8
Other net provisions	-0.4	-4.8	-2.2	-1.0	-1.0
<b>Operating Profit</b>	<b>41.2</b>	<b>-10.6</b>	<b>29.0</b>	<b>63.3</b>	<b>79.8</b>
Extraordinary items	0.0	0.0	5.4	0.0	0.0
<b>Pre-tax profit</b>	<b>41.2</b>	<b>-10.6</b>	<b>34.4</b>	<b>63.3</b>	<b>79.8</b>
Tax	-21.9	-0.1	-18.5	-28.6	-36
<b>Net profit</b>	<b>19.3</b>	<b>-10.7</b>	<b>15.9</b>	<b>34.7</b>	<b>43.8</b>
<b>Restated Net Profit</b>	<b>22.4</b>	<b>-11.0</b>	<b>13.5</b>	<b>34.7</b>	<b>43.8</b>

## Revisione delle stime e valutazione (segue)

⇒ Alcune osservazioni:

- NII penalizzato dai bassi tassi a breve
- buona ripresa delle commissioni
- contributo positivo del *trading income*
- i costi operativi sono stati spinti al rialzo, avendo risentito della crescita strutturale degli organici (prevista nel Piano Industriale) collegata in particolare all'acquisizione di filiali
- risultati fortemente influenzati negativamente dal forte aumento delle rettifiche (balzo delle LLP)

## Multipli di mercato

**Table 10 – Peers Comparison (Banca Etruria e peers sample)**

	Price (€)	Mkt cap (€ mln)	P/E 2010E	P/E 2011E	P/BV 2010E	P/BV 2011E	ROE 2010E	ROE 2011E
BP Sondrio	6.76	2,082	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Banco Desio e Brianza	3.98	516	11.9	10.6	0.65	0.62	5.4%	5.9%
Credem	5.06	1,680	16.3	11.5	0.88	0.83	5.4%	7.2%
Creval	3.45	812	19.7	12.5	0.56	n.a.	2.8%	n.a.
<b>Simple Average</b>			<b>16.0</b>	<b>11.5</b>	<b>0.70</b>	<b>0.73</b>	<b>4.6%</b>	<b>6.5%</b>
<b>Banca Etruria</b>	<b>3.30</b>	<b>2.48</b>	<b>18.4</b>	<b>7.2</b>	<b>0.35</b>	<b>0.34</b>	<b>2.3%</b>	<b>4.8%</b>

Source: Centrosim, Factset

## Multipli di mercato (segue)

### ⇒ A sconto sui peers

- il titolo Banca Etruria quota a sconto sui peers, anche se il campione utilizzato per il confronto include banche che sono di dimensioni maggiori (tranne Banco Desio: un'evidenza empirica di ciò è rappresentata dalla capitalizzazione)
- in termini relativi, Banca Etruria quota a premio sul P/E del 2010E, ma a forte sconto sul P/E del 2011E
- la *relative valuation* riguardante il P/BV mostra una quotazione a sconto sui peers sia sul 2010E sia sul 2011E
- il basso livello del ROE rispetto ai peers evidenzia la difficoltà reddituali di Banca Etruria (perdita nel 2009), in previsione anche di uno scenario di lenta ripresa dell'economia reale e dei tassi a breve termine
- le opportunità di *upside* sono legate alla capacità futura della banca di riportare i risultati in traiettoria con gli obiettivi del Piano Industriale

### **3. Considerazioni conclusive**

# TARGET PRICE

- **DEFINIZIONE** → Il “prezzo obiettivo” è il prezzo al quale, IN TEORIA, andrà a convergere un singolo titolo (solitamente entro un periodo di tempo prefissato)
- **SOGGETTI** →
  - Analisti finanziari indipendenti
  - Grandi banche d'affari
  - Società di rating (S&P, Moody's, Fitch, etc.)
  - Investitori privati
- **FUNZIONE** → La definizione del Target Price rappresenta il fine ultimo dell'attività di “*Equity Research*”, ovvero mira a dare una indicazione precisa (*Sell, Buy, Hold, etc.*) sul singolo titolo agli investitori tramite la sua pubblicazione e diffusione

- Si tratta di un valore calcolato spesso applicando insieme più di un metodo di valutazione; è necessario però che nelle analisi pubblicate debba essere anche spiegato quali metodi di applicazione sono stati utilizzati e con quale logica

- Questa attività di *disclosure* dei criteri di calcolo utilizzati nella definizione del *target price* rappresenta la classica “conditio sine qua non” sostanzialmente per due motivi:

1. affinché il *target price* del titolo in analisi goda della trasparenza che il sistema finanziario insegue e predica costantemente

1. poiché ogni *target price* andrebbe calcolato caso per caso, tenendo conto del settore (ad esempio, se si tratti di un settore maturo o in espansione) e del mercato (ad esempio, se si tratti di un mercato emergente o sviluppato), tale attività è necessaria affinché venga resa nota la “soggettività” dell’analista e del suo operato

Ma tutto ciò è sufficiente affinché il *target price* venga recepito e interpretato dal classico “investitore *retail*” come supporto AFFIDABILE alle proprie decisioni di investimento?

# PREMESSA

La continuazione del lavoro è ben lungi dal voler dare una risposta esaustiva e definitiva in tal senso per ovvi motivi; tuttavia dalla ricerca effettuata, nel limite della sua significatività, emerge un'opinione che rappresenta il denominatore comune in merito alla veridicità raggiunta dalle valutazioni degli analisti, la quale può venire così rappresentata





# Più precisamente...

- ["Analisti e target price, la lotteria a Piazza Affari", \*Il Sole 24 Ore\*](#)
- ["Crisi, su target price e rating ormai è un tutti contro tutti", \*Milano Finanza\*](#)
- “Una risposta, sul fronte dei *target price*, arriva da un'ampia inchiesta ancora inedita coordinata e realizzata da Laura Zanetti e Stefano Bonini, dell'Università Bocconi di Milano. I ricercatori hanno analizzato un volume di dati non da poco: oltre 9.800 *target price* emessi, tra il 2000 e il 2005, da 47 differenti case d'affari; prezzi obiettivo che, poi, sono stati confrontati con l'andamento dei titoli fino al 31 dicembre 2006. Risultato che, leggendo le tabelle della ricerca, non è proprio confortante”

•“Se si prende in considerazione l'andamento del titolo nell'intero lasso di tempo, compreso tra l'emissione del *report* e la fine del periodo di previsione, il *target price* è stato centrato in media il **30,85%** delle volte. Una percentuale che, però, scende se si confronta la quotazione delle azioni con l'obiettivo di prezzo alla fine del periodo di previsione: qui, in media, solo il **17,08%** delle case d'affari c' ha azzeccato!”

•Sulla scarsa precisione con la quale gli analisti stabiliscono il *target price* non può che scatenarsi la classica *querelle* tra coloro che sostengono la buona fede dei soggetti in questione e coloro che invece invocano un evidente **conflitto d'interesse** tra le grandi banche d'affari e le società oggetto di analisi

- Certo pensare ad un giudizio infallibile rappresenterebbe pura utopia viste le variabili esogene che si trova ad affrontare un analista al momento di iniziare il processo di valutazione, per quanto elaborato e sofisticato esso sia

- Per gli addetti ai lavori più “buonisti” lo scostamento dal prezzo prefissato deriva semplicemente dall’impatto che il *report* dell’analista ha sul mercato, soprattutto nelle valutazioni forti: infatti una volta reso noto questo rischierebbe di “spingere” il prezzo, in ribasso o in rialzo, conducendolo oltre il *target* prefissato

- Secondo altri invece le motivazioni che starebbero alla base del costante scostamento dal prezzo obiettivo può dipendere dai legami in essere all’interno delle banche (c.d. **conflitto d’interesse**)

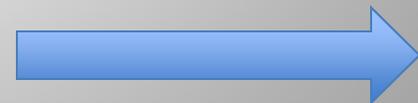
Esempio  nel caso di una Ipo curata da parte del comparto di *Investment banking* di una specifica banca d’affari appare alquanto improbabile che l’analista della stessa emetta giudizio negativo sui relativi titoli (nonostante l’istituzione dei c.d. *Chinese wall*)

**N.B.:** esistono altre opinioni in merito all'affidabilità dei *target price* emessi dagli intermediari finanziari; i più faziosi, detrattori dell'efficienza del sistema finanziario nel suo complesso, puntano il dito contro una certa incoerenza tra il giudizio su di un determinato titolo e l'andamento di quest'ultimo

- in molti casi si è assistito all'emissione di *target price* più che invitanti nonostante la discesa costante del prezzo del titolo in questione

Ma se il prezzo è in costante flessione significa che “qualcuno” sta vendendo e appare difficile che si tratti degli investitori privati dato che:

1. Non v'è motivo di farlo data la diffusione di target price positivi
2. Non godono del “peso relativo” sufficiente a influenzare in tal modo il mercato



Proprio per questo motivo i sostenitori di questa teoria intendono la valutazione positiva su un *target price* da parte di un intermediario come una **ottima occasione per vendere a prezzi più elevati, per poi correggere il tiro trascorso un certo periodo.**

- Vediamo ora se nel caso della Banca dell'Etruria il *target price* stimato ha avuto effettivamente riscontro nel mercato reale

- Banca IMI, *Investment Bank* del Gruppo Intesa San Paolo, nel maggio del 2008, aveva stimato un *target price* per azione a EUR. 8,4 e un giudizio HOLD, con un prezzo di mercato che in quel periodo oscillava sui EUR. 7,9/8,0 per azione

# Immagine 3 – Andamento del titolo Banca Etruria



- Appare immediato che il *target price* prospettato dai professionisti di Banca IMI non è mai stato neanche sfiorato dall'effettivo valore di mercato (con un valore attuale di EUR. 3,2 per azione)
- Altrettanto immediato appare il fatto che la causa principale di questa *debacle* deve essere indicata nella crisi mondiale del sistema finanziario che nel settembre dello stesso anno (ovvero 4 mesi dopo) ha colpito la maggior parte dei mercati mondiali e non certo da una politica speculativa dello stesso istituto

# IN CONCLUSIONE

Il tema sull'affidabilità dei processi di formazione dei *target price* sarà sempre oggetto di diatribe tra gli operatori, tuttavia appare piuttosto improbabile il raggiungimento di un grado di affidabilità che goda di un "intervallo di confidenza" sufficientemente ampio per far sì che il singolo investitore basi le sue decisioni esclusivamente sulle valutazioni espresse da analisti e banche d'affari, per il semplice motivo che determinati eventi risultano imprevedibili per definizione e di conseguenza, nonostante i fautori dell'analisi fondamentale asseriscano il contrario, non possono essere riflessi in anticipo sui prezzi di mercato, facendo perdere gran parte del significato previsionale per il quale i *target price* vengono diffusi