

2012: LA FINE DELBEAR TREND ?

18 Aprile 2012

Salone del Risparmio

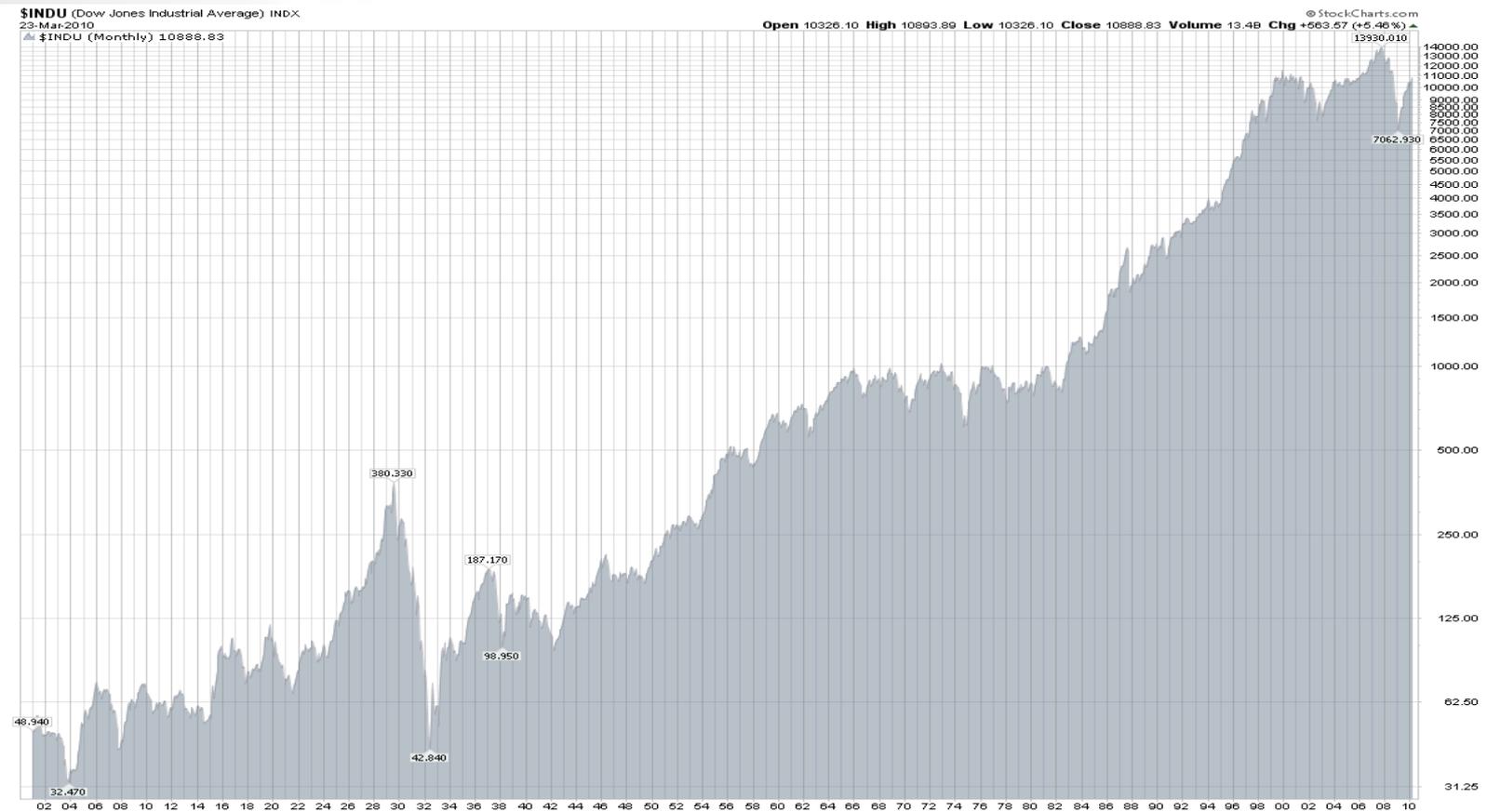
Università Bocconi Milano

Relatori: Alessandro Guzzini

Anselmo Pallotta

FinLABO_{sim}
RESEARCH&ADVICE

C'era una volta il market risk premium



Esiste ancora ?

Euro stoxx

	239.2	-0.1
05 apr 12	.STOXXE	



L'allocazione del capitale e la teoria dei mercati efficienti

Per anni la teoria dominante sui mercati finanziari è stata quella dei mercati efficienti:

I mercati scontano tutte le informazioni disponibili, sia di tipo fondamentale che tecnico

I prezzi di mercato sono quindi efficienti e la gestione attiva non ha senso perché non è in grado di generare valore

Il rendimento atteso è esclusivamente legato al beta (rischio) assunto ed al premio al rischio, che rimane costante nel tempo

La storia dimostra che i mercati non sono affatto efficienti e soprattutto che il premio al rischio non è costante

Grafico 2: Collegamento tra i rendimenti a lungo termine e il punto di partenza dei P/E Ratio



Fonte: Blackrock, Oriel Securities.

Qualcuno lo aveva detto già negli anni '30

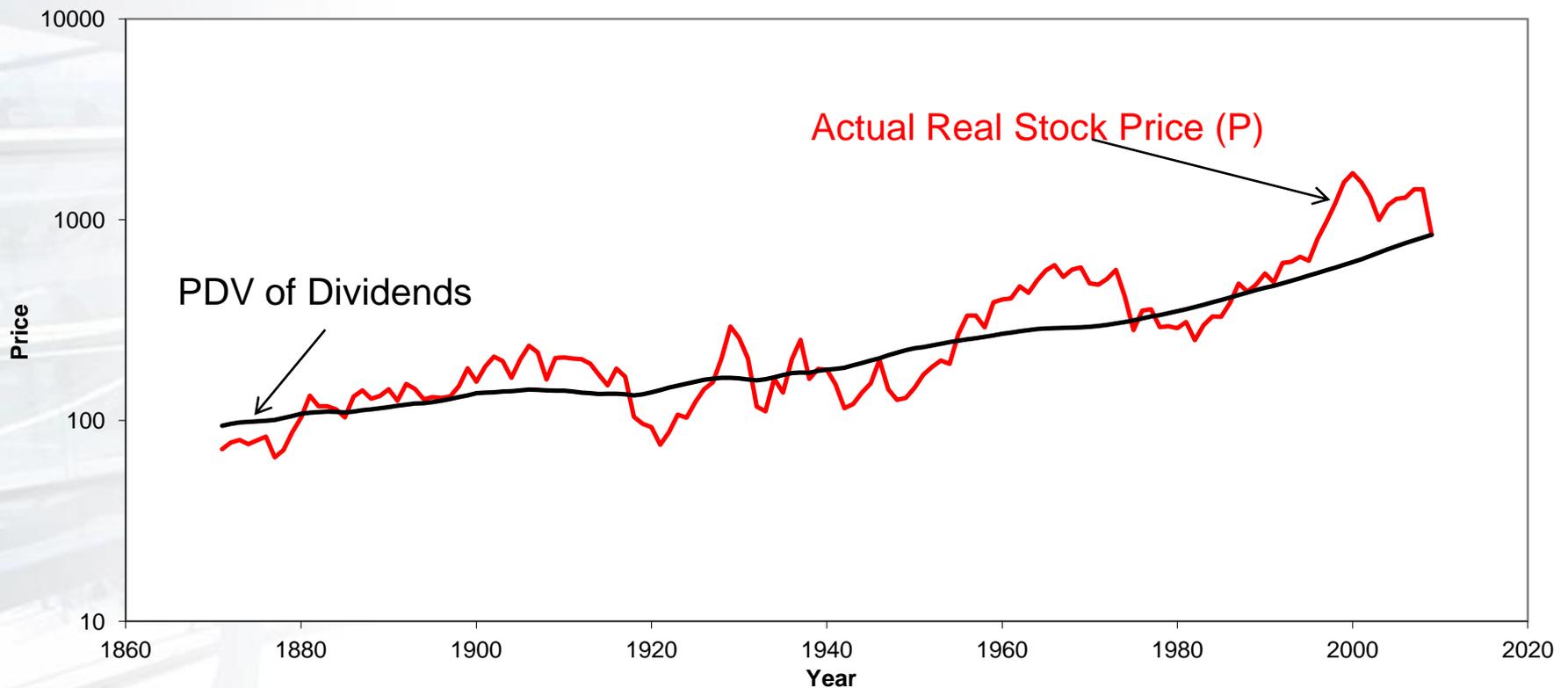
MR. MARKET

*“Common stocks have one important investment characteristic and one important speculative characteristic. **Their investment value and average market price tend to increase irregularly but persistently over the decades,** as their net worth builds up through the reinvestment of undistributed earnings. **However, most of the time common stocks are subject to irrational and excessive price fluctuations in both directions, as the consequence of the ingrained tendency of most people to speculate or gamble**”.*

- Benjamin Graham

Gli studi di Shiller dimostrano che nel lungo periodo i fondamentali contano

Comparing Actual Real Stock Price with PDVs of Future Real Dividends



A che punto siamo oggi

-nel 2000 il premio al rischio era praticamente negativo

Borse Europee: P/E medio 30 → rendimento implicito 3%

Bond Governativi AAA: Rendimento medio 6-7% equivalente ad un rendimento reale del 3-4%.

Premio al rischio effettivo: -1/0%

-oggi è a livelli record

Borse Europee: P/E medio 10-11 → rendimento implicito 9-10%

Bond Governativi AAA: Rendimento medio 1,5%, equivalente ad un rendimento reale negativo

Premio al rischio effettivo: 9-10%

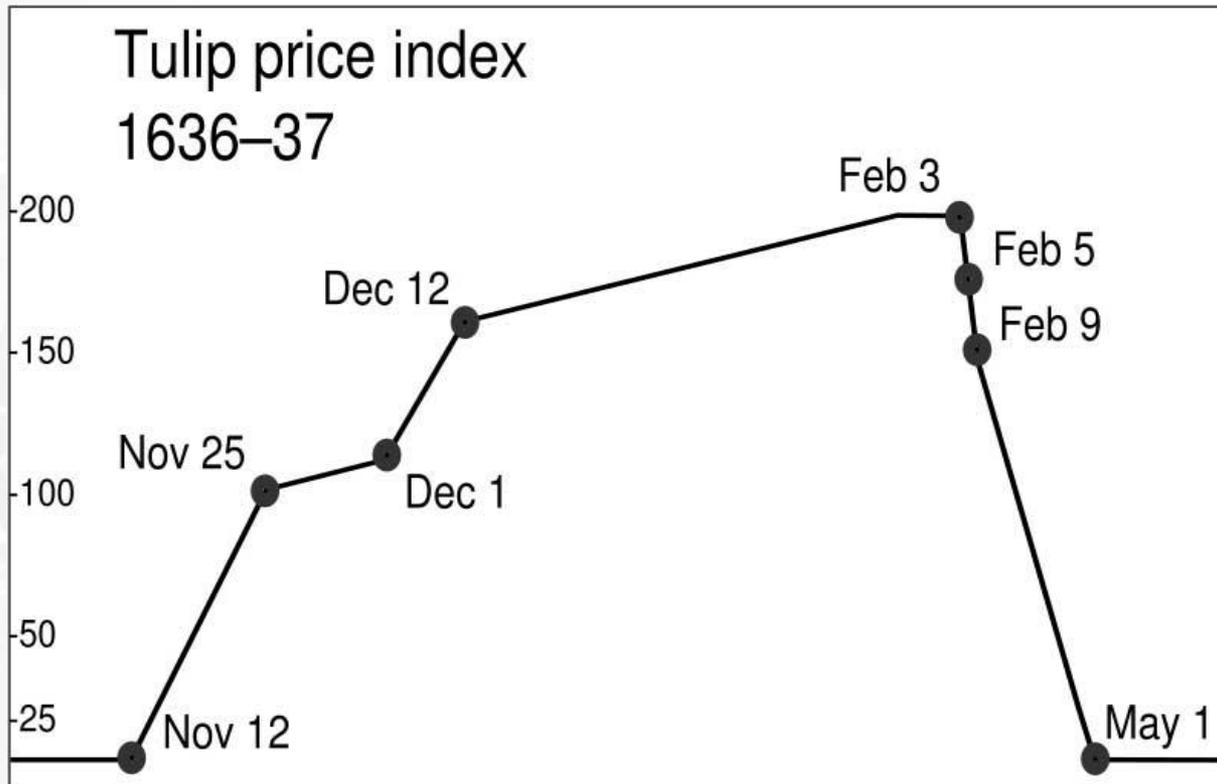
Una concezione errata del rischio

The riskiness of an investment is not measured by beta (a Wall Street term encompassing volatility and often used in measuring risk) but rather by the probability -- the reasoned probability -- of that investment causing its owner a loss of purchasing power over his contemplated holding period. Assets can fluctuate greatly in price and not be risky as long as they are reasonably certain to deliver increased purchasing power over their holding period. And as we will see, a nonfluctuating asset can be laden with risk.

Warren Buffet-Lettera a Forbes- Febbraio 2012

Una storia fatta di bolle...

Dai tulipani



Una storia fatta di bolle...

Alle Internet Stocks



Una storia fatta di bolle...

Alle case

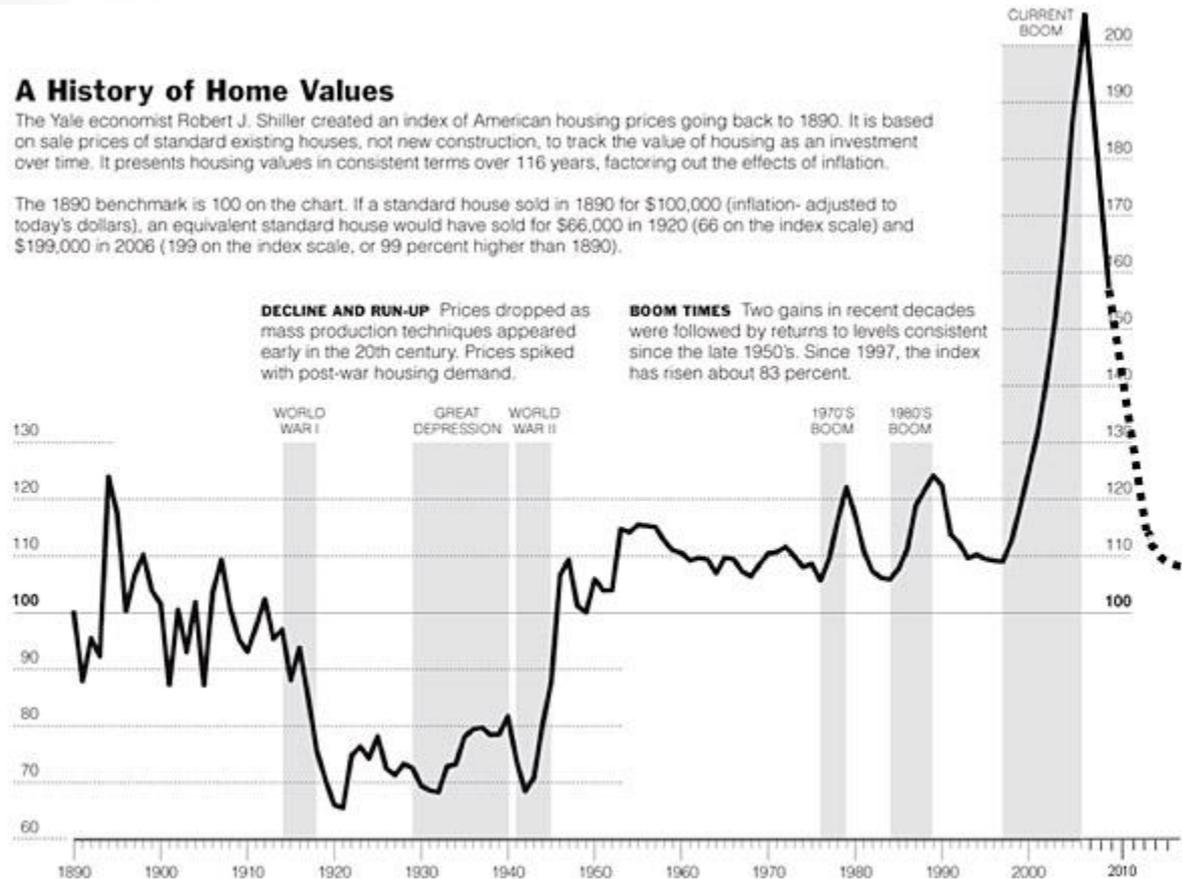
A History of Home Values

The Yale economist Robert J. Shiller created an index of American housing prices going back to 1890. It is based on sale prices of standard existing houses, not new construction, to track the value of housing as an investment over time. It presents housing values in consistent terms over 116 years, factoring out the effects of inflation.

The 1890 benchmark is 100 on the chart. If a standard house sold in 1890 for \$100,000 (inflation-adjusted to today's dollars), an equivalent standard house would have sold for \$66,000 in 1920 (66 on the index scale) and \$199,000 in 2006 (199 on the index scale, or 99 percent higher than 1890).

DECLINE AND RUN-UP Prices dropped as mass production techniques appeared early in the 20th century. Prices spiked with post-war housing demand.

BOOM TIMES Two gains in recent decades were followed by returns to levels consistent since the late 1950's. Since 1997, the index has risen about 83 percent.

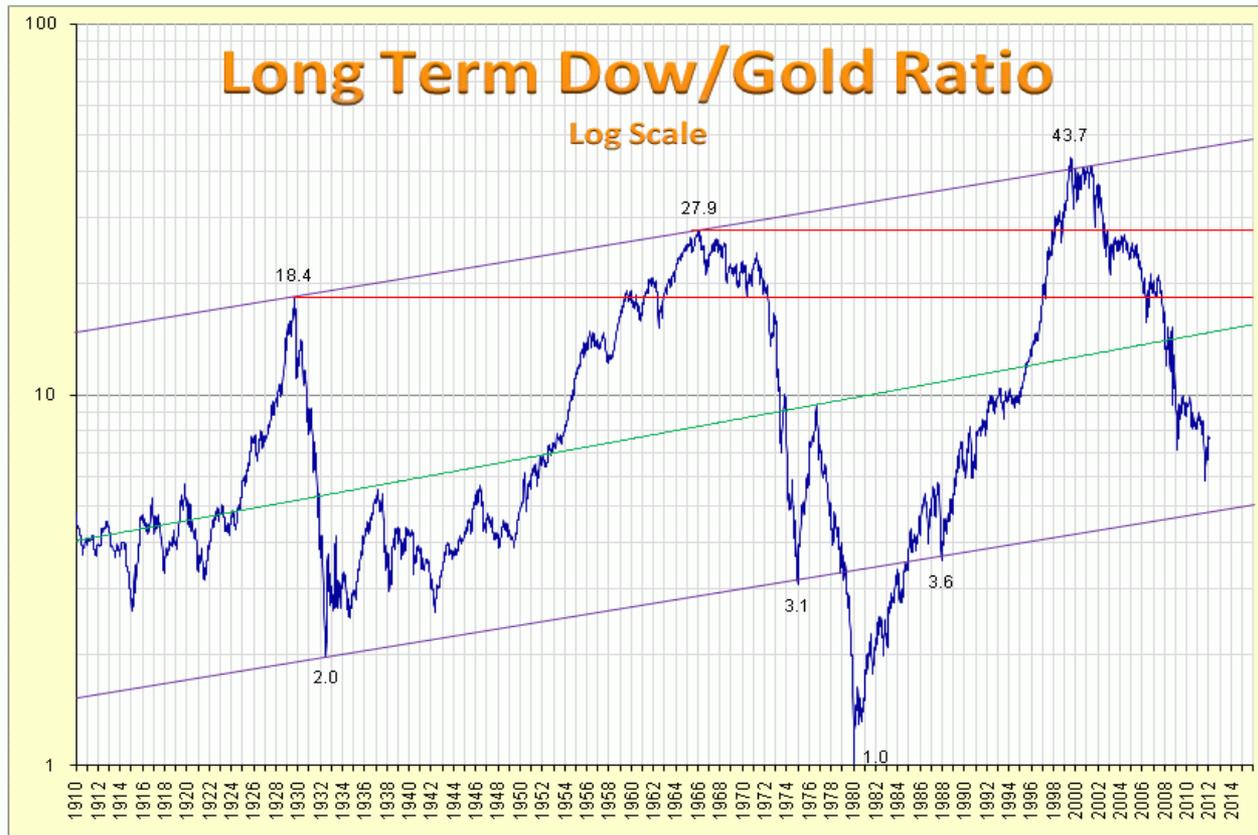


Source: "Irrational Exuberance," 2nd Edition, 2006, by Robert J. Shiller

Bill Marsh/The New York Times

Una storia fatta di bolle...

All'oro ???



Una storia fatta di bolle...

Ai Bond ???

Rendimento
reale dei titoli
di stato
americani



Cosa hanno in comune tutte le bolle ?

C'è una storia di fondo (che spesso coincide con una novità tecnologica o con un trend macro) che giustifica il trend in atto:

Esempi:

Scoperta del Tulipano e utilizzo come bene di lusso e status symbol
Invenzione e diffusione di Internet

C'è un eccesso di liquidità e di credito sul mercato che non trova sbocchi produttivi:

Esempi:

Bolla del real estate
Oro
Bond governativi ?

La bolla si alimenta sulla base dei rendimenti prodotti: le persone infatti sono portate ad estrapolare il rendimento futuro sulla base del rendimento passato (purtroppo anche alcuni modelli di asset allocation ragionano così !)

Esempi:

Cosa mi importa se la casa rende poco...l'importante è che tra due anni posso rivenderla al doppio
Compro un fondo obbligazionario perché è l'unico che ha guadagnato anche l'anno scorso

Cosa segnala l'imminente scoppio di una bolla ?

Si creano nuovi strumenti per sfruttare la bolla:

Esempi:

Internet stocks Italiane

Fondi Immobiliari lanciati guarda caso tra il 2005 ed il 2007

ETN ed ETC sull'oro

Si buttano sul mercato soggetti con nessuna esperienza mentre i soggetti più esperti escono:

Esempi:

Imprenditori che sono diventati in massa immobiljaristi

Anziani e massaie che nel 2000 erano diventati tutti esperti di borsa

Si creano nuove teorie per giustificare l'andamento del mercato:

Esempi:

Teoria delle opzioni reali per giustificare i prezzi delle internet stocks

Oltre le bolle esistono anche i buchi neri !

Tipicamente allo scoppio di una bolla segue il cosiddetto “buco nero”

In pratica il trend che ha provocato la bolla si inverte e le quotazioni raggiungono in genere livelli estremamente contenuti

Come si crea e da cosa si riconosce un “buco nero” ?

C'è una contrazione di liquidità che causa vendite forzate

Esempi:

Margin calls su azioni

Pignoramenti sui mutui immobiliari

Si crea un clima estremamente pessimista che si autoalimenta per via dell'andamento di mercato

Esempi:

Economia in recessione

Borse che fanno nuovi minimi

Aziende che falliscono

Oltre le bolle esistono anche i buchi neri !

Quando termina il buco nero e quali sono i segnali predittivi ?

In genere il buco nero si ferma nel momento in cui cessano i flussi negativi e ritornano invece nuovi acquirenti

Ciò avviene in genere perché le quotazioni tornano ad essere talmente interessanti che alcuni investitori che hanno orizzonte di lungo periodo e che non hanno debiti incominciano a comprare vedendo il valore

Il riequilibrio tra domanda e offerta può avvenire anche perché si riduce l'offerta: ad esempio possono avvenire delisting

In genere ci sono poi dei catalist che possono essere un miglioramento delle condizioni di liquidità (es. LTRO ??) o una ripresa di indicatori cosiddetti "leading"

Attenzione però che i mercati anticipano la ripresa economica in genere di almeno sei mesi !

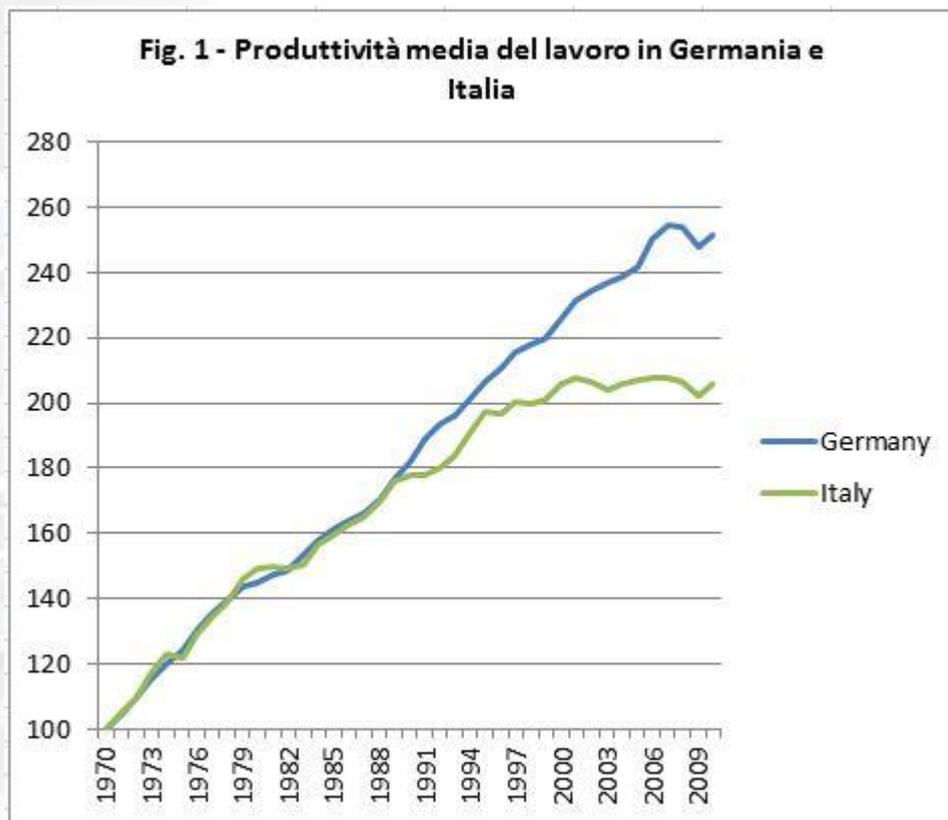
Dove siamo ora e quali scenari ci possiamo aspettare ?

Il fattore determinante che ha spinto al ribasso i mercati negli ultimi anni è la crisi finanziaria Europea

Dal punto di vista della liquidità, l'innalzamento degli spread nei paesi periferici e lo stop dei finanziamenti sul mercato interbancario ha spinto le banche e gli intermediari finanziari a fare raccolta diretta e a "smontare" il gestito

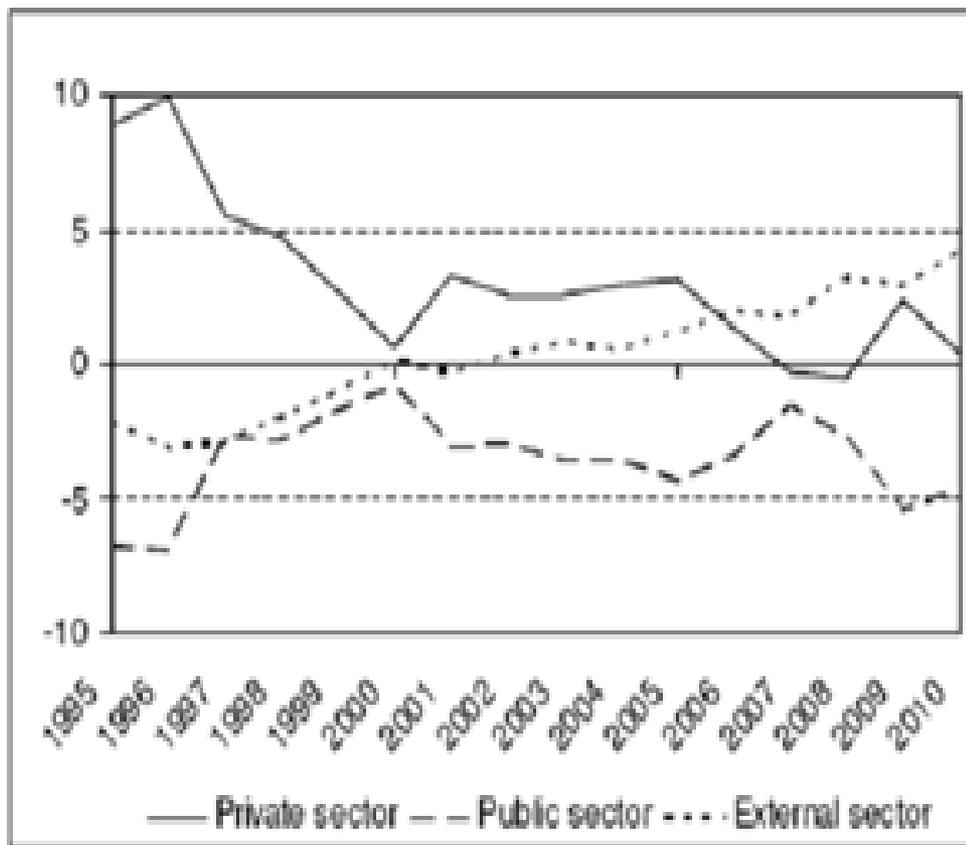
Inoltre la recessione in atto ha ridotto in molti casi gli utili delle aziende, soprattutto di quelle poco orientate all'export

Le cause della crisi



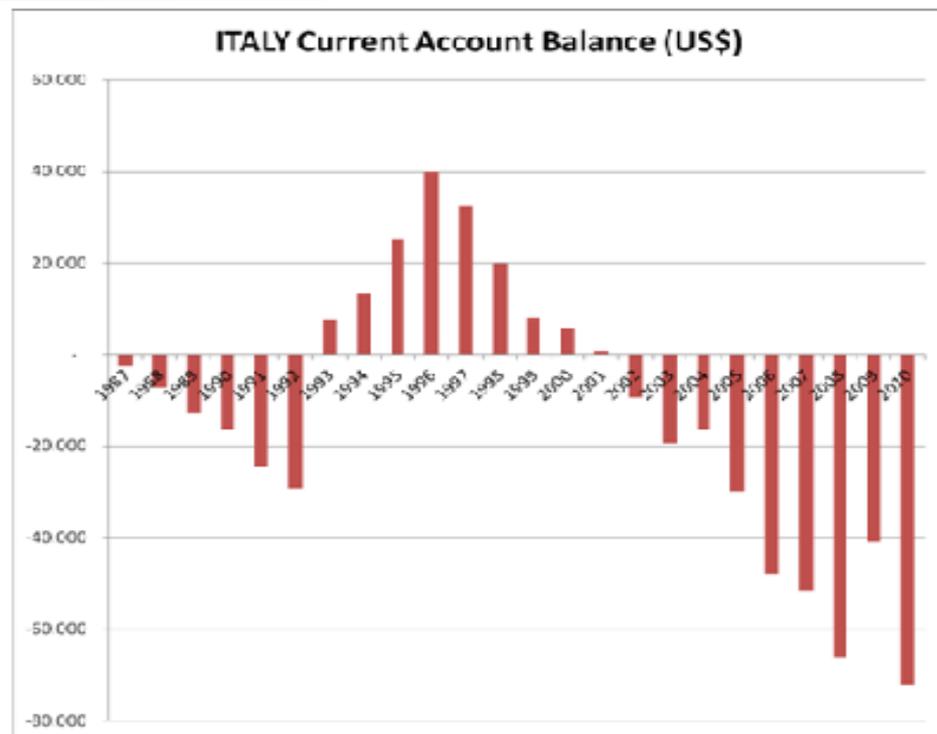
All'interno dell'Euro non è stato più possibile compensare il differenziale di produttività con svalutazioni competitive

Le cause della crisi



La diminuzione di competitività è stata compensata, a parità di consumi, da un aumento dell'import, finanziato dall'aumento del debito pubblico (in altri paesi è stato il settore privato ad indebitarsi ma il risultato alla fine è lo stesso)

Le possibili vie d'uscita dalla crisi



Per recuperare competitività nel breve periodo esistono solo due vie:

- la svalutazione (in questo momento significherebbe l'uscita dall'Euro)

- la deflazione interna (ovvero la riduzione dei costi dei fattori produttivi: salari, terreno, etc ...)

Cosa succede nei due scenari ?

Nel caso di uscita dall'Euro di un paese le conseguenze nel breve sarebbero molto negative:

-conversione forzosa di tutti i saldi in Euro nella nuova valuta (che si svaluterebbe immediatamente del 30% circa)

-Reintroduzione di limitazioni alla circolazione di capitali per evitare una fuga dalle banche e possibile introduzione di limiti ai prelievi di contante

-Probabile default sui debiti esteri dello stato e delle aziende private

Nel medio-lungo termine l'uscita dell'Euro garantirebbe il recupero di competitività e il ritorno ad un percorso di crescita sostenuta

Cosa succede in questo scenario a bond e azioni ?

In questo scenario i bond di emittenti locali verrebbero con tutta probabilità convertiti in valuta locale con una svalutazione effettiva prevedibile di almeno il 30%

Paradossalmente l'asset class migliore è rappresentata dalle azioni, in particolare quelle rappresentative di società orientate all'export

Cosa succede nei due scenari ?



Dopo 5 anni di crisi, dovuta all'ingresso dell'Argentina nel cambio del dollaro americano, il governo locale decide di dichiarare default sui debiti esteri e di convertire forzatamente i risparmi dei cittadini da dollari a pesos. La borsa argentina nei 5 anni successivi ha realizzato una delle migliori performance tra tutti i mercati azionari mondiali.

Cosa succede nello scenario della deflazione interna ?

Nello scenario della deflazione interna avvengono due fenomeni:

Avviene una diminuzione dei salari (quantomeno in termini relativi, nei confronti dei paesi “forti”)

Avviene una contrazione dei prezzi degli immobili e degli altri fattori produttivi

Tutto ciò può portare come conseguenza negativa alla insolvenza dello stato e del sistema finanziario, se l’aggiustamento da fare è troppo elevato !

E’ quello che è successo in Grecia !

Di questo scenario ad ogni modo si possono avvantaggiare, ancora una volta le aziende esportatrici !

Infatti queste possono avvantaggiarsi del recupero di competitività per aumentare i margini e la quota di export

**I bond ad alto rendimento in questo scenario possono essere estremamente pericolosi !
(ancora una volta vedere quanto accaduto in Grecia)**

Esiste una terza via?

-Il recupero di competitività avviene su più anni, ed invece che diminuire i salari ed i prezzi dei paesi “periferici” sono la Germania e gli altri paesi virtuosi ad aumentare i loro salari, sulla spinta dell’inflazione generata da una crescita interna sostenuta e della bassa disoccupazione

-Il debito pubblico, viene, almeno in parte Europeizzato (vedi ipotesi Eurobond)

Per fare questo devono sussistere due elementi:

-Una banca centrale all’Americana, che stampi moneta e che mantenga tassi reali negativi nei paesi virtuosi, (e tassi comunque accettabili nei paesi meridionali)

-Una politica economica e fiscale Europea coordinata, che miri a far recuperare competitività nei paesi periferici (ad esempio liberalizzando il livello salariale e riducendo le imposte sul lavoro) e a far salire i consumi nei paesi “virtuosi”

In questo scenario a perdere sarebbero soprattutto le obbligazioni tedesche, mentre i titoli dei paesi periferici potrebbero fare un bel recupero

Anche i mercati azionari in questo caso registrerebbero una forte risalita, soprattutto quelli dei paesi periferici (in particolare ancora una volta le aziende esportatrici, ma anche le aziende tedesche rivolte ai consumi interni !)

Quale scenario ci attende ?

Uscita dall'Euro: le azioni delle società esportatrici potrebbero godere di una svalutazione competitiva e assicurarsi una crescita duratura sui mercati esterni; nel lungo periodo tutta l'asset class azionaria ne sarebbe favorita.

Probabilità: 5%

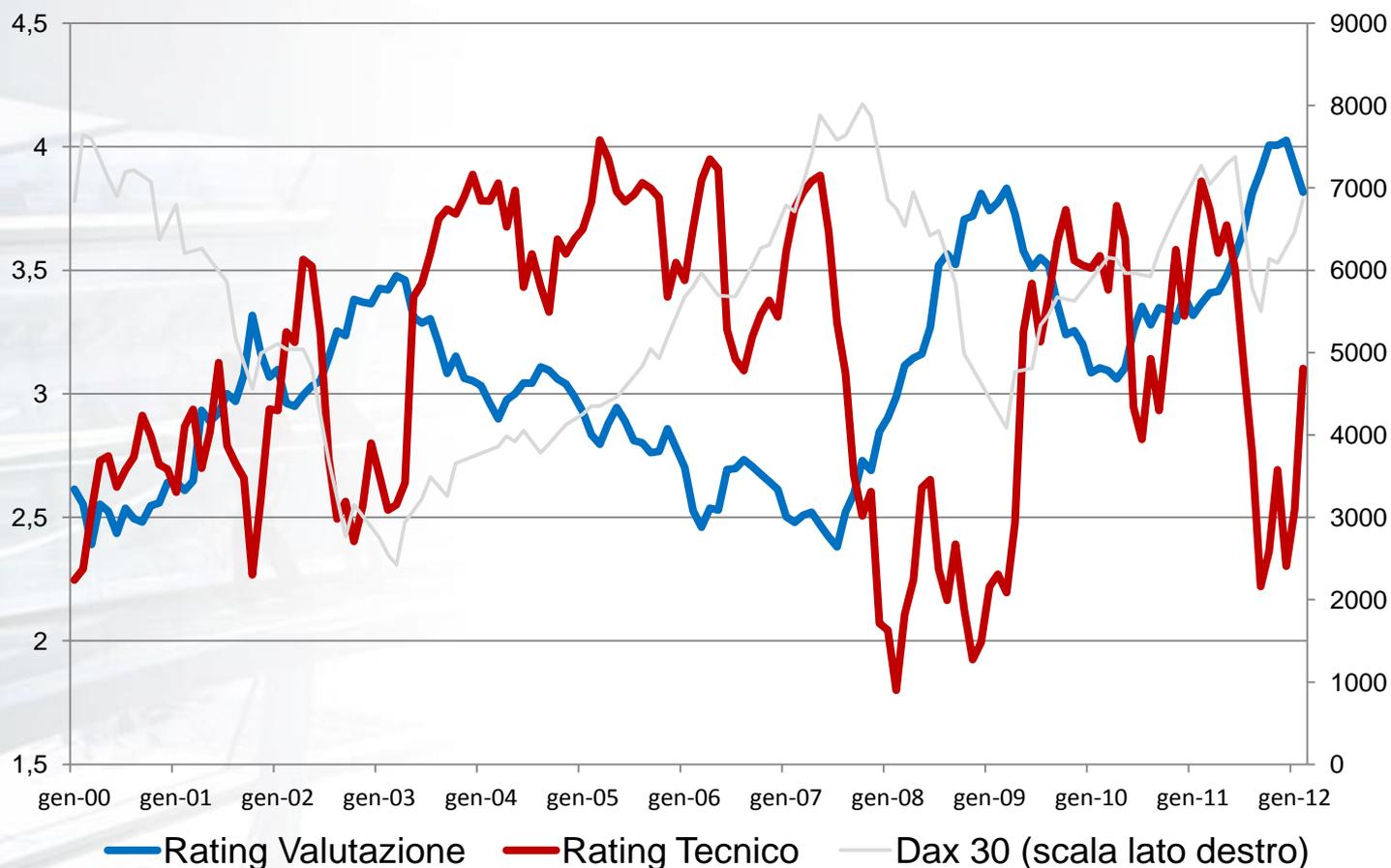
• **Deflazione interna:** le aziende esposte ai consumi interni continuerebbero a soffrire, mentre quelle esportatrici potrebbero far bene.

Probabilità: 45%

• **Politica europea espansiva ed eurobond:** buoni recuperi generalizzati dell'asset class azionaria, in particolar modo delle società dei paesi periferici e di quelle esposte ai consumi interni dei paesi core.

Probabilità: 50%

Il mercato sta scontando un rischio consistente che si verifichi lo scenario 1 !



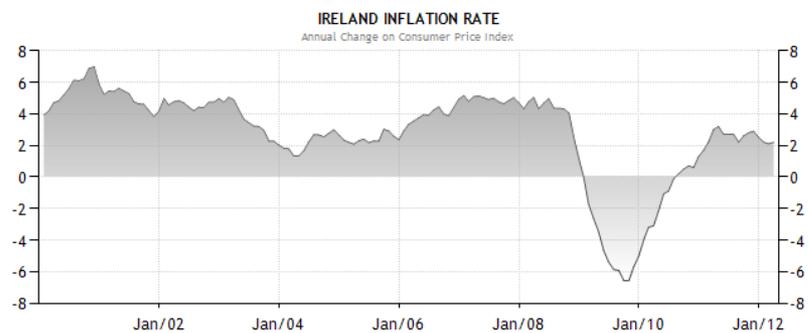
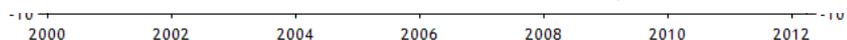
Il rating medio di valutazione dei titoli del Dax30 è attorno a 4/5: nonostante sia stata una delle migliori in Europa nell'ultimo anno, la borsa tedesca risulta ancora sottovalutata

Potenziale Upside del 20-40% ad 1 anno

In realtà in questo momento la strategia scelta dalla Merkel è chiaramente la 2: il caso Irlanda.



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | CENTRAL STATISTICS OFFICE IRELAND



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | CENTRAL STATISTICS OFFICE IRELAND



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM

Dopo la grave crisi in cui è caduta tra il 2008 e il 2009, durante la quale il debito pubblico, per effetto dei salvataggi bancari, ha raggiunto il 100% del PIL, l'Irlanda ha intrapreso con decisione la via del risanamento economico, fatta di austerità pubblica e di forte deflazione interna.

Sebbene la crescita economica stazioni a livelli appena positivi, un primo forte miglioramento si è avuto dalla bilancia commerciale ritornata a livelli positivi.

Ma nel medio periodo si potrebbe andare verso lo scenario 3

- I paesi periferici europei con forti deficit commerciali devono ridurre il gap di produttività rispetto ai paesi più virtuosi al fine di diminuire i propri squilibri sui conti. (**deflazione interna**)
- Contemporaneamente i governi di tali stati devono attuare una forte politica di spending review allo scopo di diminuire il fabbisogno finanziario pubblico. (**politiche di austerità**)

Entrambe queste misure possono essere attuate in maniera autonoma dai singoli stati o nell'ambito di una maggior coordinamento politico europeo.

Allo stato attuale la Germania della Merkel ribadisce la linea secondo la quale tocca ai singoli stati attuare tutte le misure necessarie alla riduzione degli propri squilibri.

Ma il crescente malcontento per l'aggravarsi della crisi nei paesi periferici sta portando la Germania in una posizione di sostanziale isolamento.

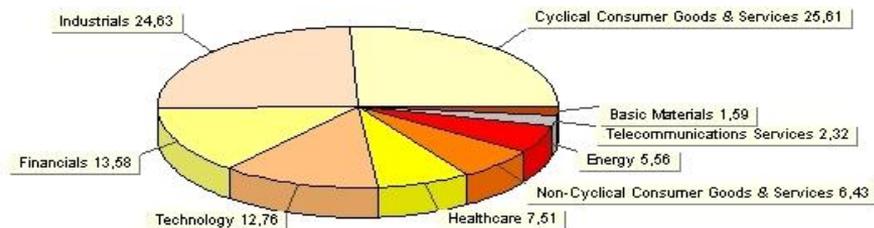
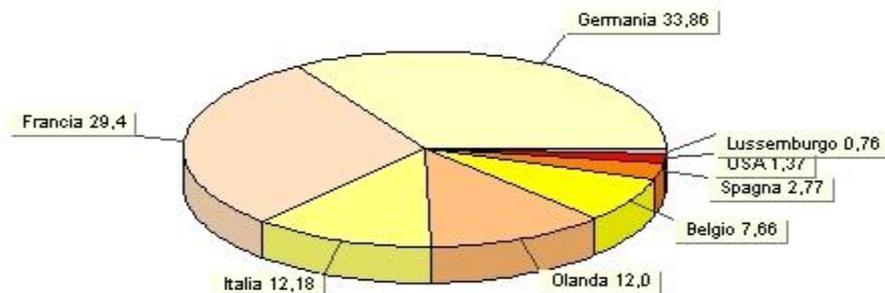
Uno degli eventi che potrebbero imprimere una svolta alla politica comunitaria sono le elezioni presidenziali in Francia: il candidato socialista **Francois Hollande**, in testa ai sondaggi, ha promesso di farsi promotore a livello europeo di una radicale svolta, sintetizzabile nei seguenti punti:

- Introduzione degli **eurobond** per finanziare la spesa per investimenti (es infrastrutture)
- Revisione del **fiscal compact**, al fine di ammorbidirne le misure in particolare in materia di controllo del deficit pubblico
- Revisione dello statuto e del mandato della **BCE**, ad oggi esclusivamente limitato al controllo della stabilità monetaria.

Come siamo posizionati ora ?



Al momento come dicevamo siamo nello scenario 2: i mercati da preferire rimangono ancora quelli dei paesi core (Germania in primis e Francia), mentre l'esposizione settoriale migliore prevede un sovrappeso dei ciclici e degli industriali contro un forte sottopeso dei finanziari (in particolare bancari), delle utility e delle telecom. In generale sono da selezionare società growth, esportatrici e con forte esposizione alle aree a maggior crescita mondiale (mercati emergenti e USA)



Alcuni esempi di posizioni long: Adidas

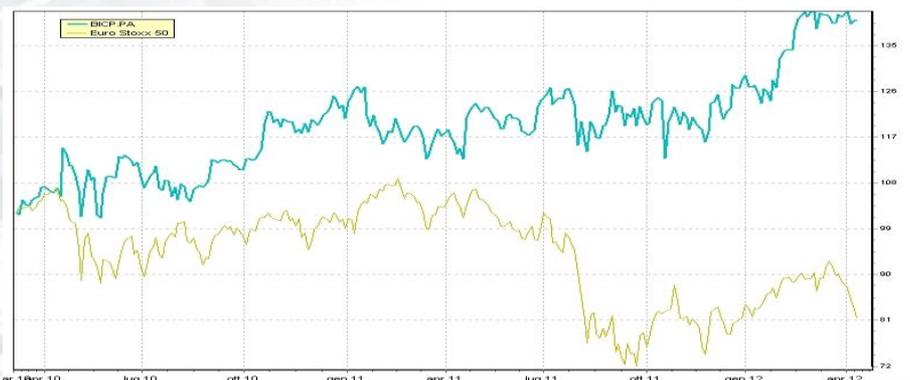
	31 dic 14	31 dic 13	31 dic 12	31 dic 11	31 dic 10	31 dic 09
Fonte dati				Reuters	Reuters	Reuters
Tipo	1_Consensus	1_Consensus	1_Consensus	5_Annuale	5_Annuale	5_Annuale
Valuta (di emissione)	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
Valuta (di visualizzazione)	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
Controllo						Si
Indici di struttura						
-Debiti totali/Patrimonio netto				1,01	1,15	1,19
-Debiti finanziari/Patrimonio netto				0,24	0,35	0,47
-Copertura impieghi con fonti durevoli				1,3	1,28	1,23
-Posizione fin netta/Ebitda	-0,51	-0,38	-0,21	-0,18	0,03	0,99
-Posizione fin netta/Patrimonio netto	-0,13	-0,09	-0,05	-0,04	0,01	0,2
Indici di disponibilità						
-Indice di liquidità				0,61	0,72	0,78
-Indice di disponibilità				1,19	1,26	1,3
Indici di efficienza						
-Rotazione del capitale investito				1,17	1,13	1,17
-Rotazione CCN				14,29	18,14	12,39
-Rotazione rimanenze				5,38	5,66	7,06
-Rotazione crediti				7,82	7,19	7,26
Indici di redditività						
-ROI				8,9%	8,2%	5,7%
-RONA	16,7%	16,2%	14,8%	14,7%	13,6%	8,6%
-ROE	14,6%	13,7%	13,1%	12,6%	12,3%	6,5%
-ROE Adjusted	14,4%	13,9%	13,1%	12,6%	11,9%	7,0%
-ROE Adjusted (PNG Medio)	15,3%	14,6%	13,9%	13,4%	13,1%	7,4%
-Ebitda %	11,4%	10,6%	10,0%	9,5%	9,3%	7,4%
-Ebit %	9,5%	8,7%	8,0%	7,6%	7,3%	4,9%
-Payout %				31,1%	29,5%	29,8%
Indici di crescita						
-Crescita ricavi	5,9%	6,4%	8,4%	11,3%	15,5%	-3,9%
-Crescita mol	14,0%	12,8%	15,2%	12,9%	45,6%	-40,2%
-Crescita utile adj	16,8%	17,9%	16,3%	21,5%	108,4%	-58,9%
Indici per cash flow						
-Cash flow operativo/Ebitda	0,74	0,74	0,72	0,63	0,8	1,56
-Free cash flow/utile netto adjusted	0,84	0,82	0,79	0,34	1,03	3,92



- Large cap tedesca del settore abbigliamento
- Capitalizzazione: 12 bln EUR
- Fatturato: 14 bln EUR
- Est. CAGR fatturato 2011-2013: +7,5%
- Est. CAGR utile netto 2011-2013: +17%
- Oltre il 70% dei ricavi fuori dall'Europa occidentale

Alcuni esempi di posizioni long: Bic

	31 dic 14	31 dic 13	31 dic 12	31 dic 11	31 dic 10	31 dic 09
Fonte dati						
Tipo	1_Consensus	1_Consensus	1_Consensus	Reuters	Reuters	Reuters
Valuta (di emissione)	EUR	EUR	EUR	5_Annuale	5_Annuale	5_Annuale
Valuta (di visualizzazione)	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
Controllo						
Indici di struttura						
-Debiti totali/Patrimonio netto				0,23	0,24	0,39
-Debiti finanziari/Patrimonio netto				0,01	0,01	0,16
-Copertura impieghi con fonti durevoli				1,68	1,72	1,79
-Posizione fin netta/Ebitda	-1,13	-1,07	-0,8	-0,78	-0,59	-0,55
-Posizione fin netta/Patrimonio netto	-0,29	-0,28	-0,22	-0,22	-0,15	-0,12
Indici di disponibilità						
-Indice di liquidità				2,16	1,69	1,91
-Indice di disponibilità				3,4	2,71	2,76
Indici di efficienza						
-Rotazione del capitale investito				0,88	0,9	0,77
-Rotazione CCN				3,35	4,13	4,02
-Rotazione rimanenze				4,44	5,32	5,19
-Rotazione crediti				4,38	4,89	4,54
Indici di redditività						
-ROI				16,9%	14,7%	10,2%
-RONA	22,0%	20,9%	19,4%	20,8%	16,1%	11,8%
-ROE	16,3%	15,8%	16,9%	16,2%	14,4%	11,6%
-RDE Adjusted	16,5%	16,5%	16,9%	17,8%	15,1%	13,2%
-RDE Adjusted (PNG Medio)	16,9%	17,2%	17,5%	17,9%	15,8%	13,9%
-Ebitda %	24,1%	24,6%	24,3%	23,1%	20,5%	18,0%
-Ebit %	19,8%	19,9%	19,6%	19,3%	16,2%	13,2%
-Payout %				79,2%	44,2%	76,8%
Indici di crescita						
-Crescita ricavi	6,3%	3,1%	4,0%	-0,4%	17,2%	10,0%
-Crescita mol	4,0%	4,5%	2,3%	12,6%	33,2%	0,0%
-Crescita utile adj	5,7%	6,5%	0,9%	19,7%	27,0%	14,8%
Indici per cash flow						
-Cash flow operativo/Ebitda	0,76	0,76	0,78	0,48	0,69	1,22
-Free cash flow/Utile netto adjusted	0,98	0,97	0,99	0,42	1,02	0,74



- Mid cap francese attiva in produzioni di largo consumo
- Capitalizzazione: 3,6 bln EUR
- Fatturato: 1,9 bln EUR
- Est. CAGR fatturato 2011-2013: +3,5%
- Est. CAGR utile netto 2011-2013: +3,5%
- Oltre il 70% dei ricavi fuori dall'Europa occidentale

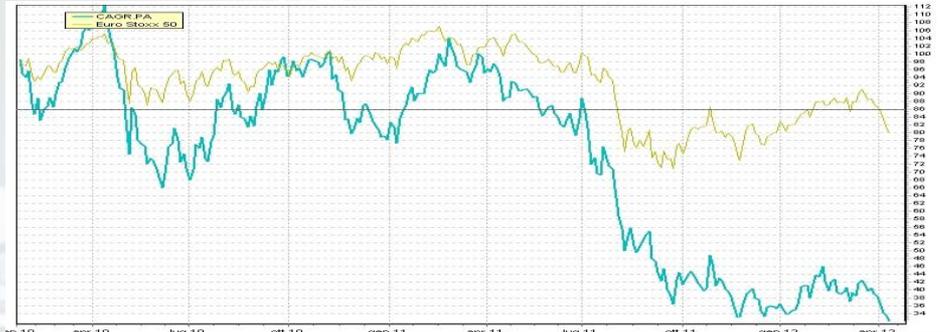
Alcuni esempi di posizioni short: Enel

	31 dic 14	31 dic 13	31 dic 12	31 dic 11	31 dic 10	31 dic 09	31 dic 08
Fonte dati				Reuters	Reuters	Reuters	Reuters
Tipo	1_Consensus	1_Consensus	1_Consensus	5_Annuale	5_Annuale	5_Annuale	5_Annuale
Valuta (di emissione)	EUR						
Valuta (di visualizzazione)	EUR						
Controllo						Si	Si
Indici di struttura							
-Debiti totali/Patrimonio netto				1,71	1,69	2,11	3,36
-Debiti finanziari/Patrimonio netto				1,16	1,19	1,49	2,27
-Copertura impieghi con fonti durevoli				0,68	0,71	0,71	0,73
-Posizione fin netta/Ebitda	2,27	2,5	2,63	2,62	2,69	3,67	3,62
-Posizione fin netta/Patrimonio netto	0,84	0,93	1,01	0,84	0,87	1,31	1,95
Indici di disponibilità							
-Indice di liquidità				0,46	0,52	0,52	0,56
-Indice di disponibilità				0,53	0,6	0,6	0,63
Indici di efficienza							
-Rotazione del capitale investito				0,46	0,43	0,39	0,45
-Rotazione CCN							
-Rotazione rimanenze				24,64	25,67	24,87	27,3
-Rotazione crediti				6,7	5,75	4,78	4,81
Indici di redditività							
-ROI				6,5%	7,2%	7,0%	7,2%
-RONA	7,4%	6,8%	7,1%	8,0%	9,7%	8,5%	11,5%
-ROE	8,7%	8,2%	8,7%	10,7%	11,6%	16,6%	25,9%
-ROE Adjusted	8,7%	8,2%	8,4%	10,7%	11,6%	14,1%	25,9%
-ROE Adjusted (PNG Medio)	8,8%	8,5%	8,3%	10,8%	12,5%	17,3%	26,4%
-Ebitda %	21,6%	21,6%	21,5%	21,9%	23,6%	24,6%	23,1%
-Ebit %	13,5%	13,4%	13,3%	14,0%	16,5%	17,6%	15,6%
-Payout %				59,5%	60,0%	43,6%	
Indici di crescita							
-Crescita ricavi	2,6%	1,3%	-1,1%	7,8%	15,7%	4,4%	39,5%
-Crescita mol	2,7%	1,9%	-6,9%	0,9%	9,6%	11,5%	40,7%
-Crescita utile adj	8,8%	3,2%	-17,6%	-5,5%	-4,2%	-13,4%	9,8%
Indici per cash flow							
-Cash flow operativo/Ebitda	0,64	0,65	0,63	0,67	0,68	0,57	0,74
-Free cash flow/Utile netto adjusted	1,48	1,4	1,2	1,04	1,55	-0,82	1,58

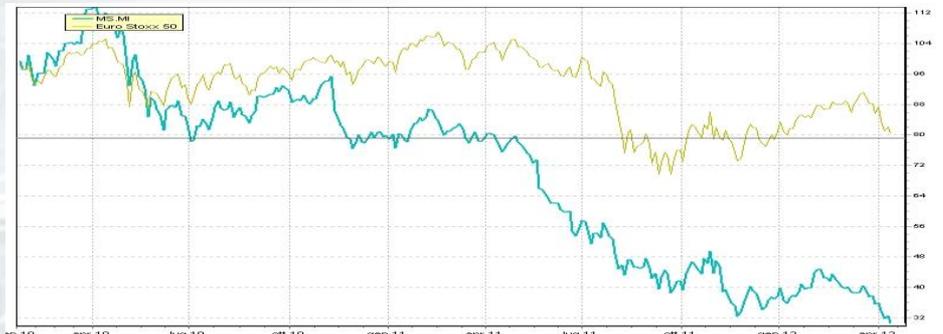


- Utility elettrica, primo operatore in Italia
- Capitalizzazione: 22 bln EUR
- Fatturato: 77 bln EUR
- Est. CAGR fatturato 2011-2013: 0%
- Est. CAGR utile netto 2011-2013: Neg.
- L'80% del fatturato è generato tra Italia e Spagna

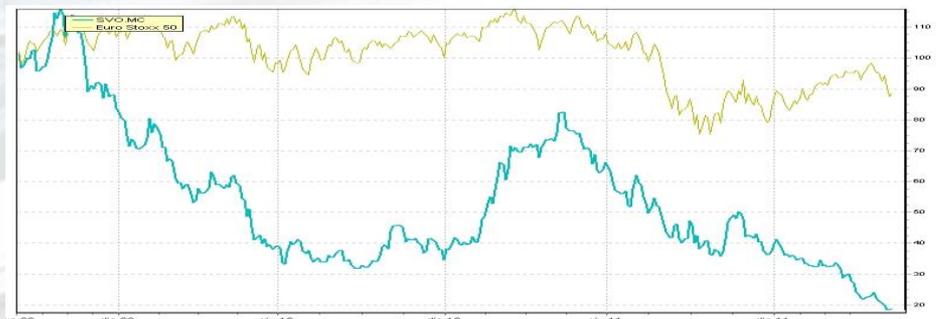
Alcuni esempi di posizioni short:



Credit Agricole (Francia)



Mediaset (Italia)



Sacyr Vallehermoso (Spagna)

Contatti

FinLABO SIM SpA

Corso Persiani 45
62019 Recanati (MC)

Office: +39 071 7575053

Fax: +39 071 7572805

Email: info@finlabo.com

Web: www.finlabo.com