

DIETRO I NUMERI
di **Fabrizio Galimberti**

Cosa dice l'indice «big Usa»

È giunto il tempo dell'apuntamento trimestrale con le stime della contabilità nazionale dei profitti delle società americane. Questi sono calcolati in un'ottica di Pnl e non di Pil, cioè comprendono anche i profitti realizzati all'estero dalle società americane. Si prestano quindi bene a una rappresentazione degli utili di Wall Street, dato che le società quotate realizzano circa un terzo dei profitti all'estero. Le stime del Bureau of Economic Analysis coprono naturalmente l'intero universo societario, ma confrontando l'andamento dei profitti di contabilità nazionale con quello dell'indice Wilshire (che copre tutte le 5mila società quotate nei vari listini Usa) si ottiene, con buona approssimazione, un indicatore di correttezza delle quotazioni: i prezzi delle azioni devono evolversi in linea con i profitti, e, anche se i profitti collassati nella quotazione sono quelli a venire, i profitti presenti rappresentano pur sempre un utile "second best" di quell'adeguatezza fra prezzi e utili che è

Usa: i conti delle società

Indici III trimestre 1995=100

	Profitti pre imposta	Profitti dopo imposta	Wilshire
Max '00	113,9	103,7	262,0
Min '03	124,4	132,9	144,3
Max '07	212,2	212,6	271,2
IV '11	264,8	306,7	236,4
II '12	269,0	283,3	264,2
III '12	-	-	264,0

Fonte: eib. Sole 24 ore su dati Bna e Wilshire

alla base dei p/e. In questo confronto c'è un problema di ciclo. Nel breve periodo l'adeguatezza può venir meno: questa deve essere giudicata lungo l'arco del ciclo, o in un periodo di tempo sufficientemente lungo per smussare le fluttuazioni dell'economia. Gli indici riportati nel grafico sono stati calcolati prendendo come base il terzo trimestre 1995 e permettono quindi di ignorare l'influenza del ciclo.

Alcuni punti salienti sono riportati: le quotazioni avevano preso la mano e abbandonato il riferimento ai profitti, non solo - in grande stile - nei boom delle "dot com" del 2007, ma anche, se pure in maniera più ridotta, al minimo del 2003, quando l'indice era ancora superiore ai profitti. Ma da allora gli andamenti si sono invertiti: i profitti - specie quelli dopo l'imposta, che sono i più rilevanti per i prezzi di Borsa - erano ancora superiori all'indice nel trimestre scorso. Le quotazioni del trimestre in corso potrebbero vedere una piena convergenza con l'andamento dei profitti.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

IL GESTORE DELLA SETTIMANA | Anselmo Pallotta | Finlabo Sim

Eurozona troppo penalizzata

Sui mercati emergenti segnalato Sino Biopharma, azienda cinese ad alto potenziale

di Isabella Della Valle

Si rincorrono i rumor su un eventuale intervento Bce a contrastare l'allargamento degli spread. Qual è la sua valutazione sulla validità o meno di questo piano?

Il piano che si va delineando prevede acquisti potenzialmente illimitati di bond governativi ai Paesi che richiedono l'intervento del Fondo salva Stati. Il problema principale di questo piano è l'eventuale subordinazione del debito derivante dall'intervento della Bce, ma Draghi ha dichiarato che sono allo studio diverse opzioni per affrontare tale questione. L'altro tema da chiarire è l'ulteriore potere di intervento che Bruxelles pretenderà sulla politica fiscale degli Stati aiutati dalla Bce, che potrebbe sollevare problemi politici ai rispettivi Governi. A ogni modo, un piano di acquisto senza limiti di titoli di Stato avrebbe l'effetto di calmierare notevolmente la pressione sulle finanze pubbliche dei Paesi deboli, consentendo loro di guadagnare tempo nell'implementazione delle misure di austerità e di avviare politiche volte a sostenere la crescita. Il beneficio si estenderebbe inoltre rapidamente anche al settore creditizio.

Moody's è moderatamente ottimista sulla fuoriuscita dell'Italia dalla crisi entro il 2013. È uno scenario possibile?

Durante il 2012 l'Italia ha visto peggiorare rapidamente la propria economia, in conseguenza delle manovre restrittive attuate dal Governo, della stretta creditizia e della crisi di fiducia che ha portato a un forte deflusso di capitali verso l'estero. Allo stesso tempo si è registrato un forte miglioramento nel deficit delle partite correnti e nel deficit di bilancio, che sono state le cause primarie della crisi. Per vedere miglioramenti sulla congiuntura economica occorrerebbe che a livello europeo venissero attuate politiche espansive in grado di trainare attraverso l'export anche l'economia italiana. A livello interno è necessaria una riduzione della spesa e delle imposte. Chiaramente una diminuzione dei tassi di interesse sarebbe di grande aiuto alla ripresa.

I corsi dei listini dell'area euro hanno ampi margini di crescita. Pensa sia giunto il momento di entrare?

I listini europei, a eccezione del mercato tedesco, scontano da tempo una recessione molto profonda dell'Eurozona. Ciò è testimoniato dai livelli eccezionalmente bassi dei multipli di mercato, sia dal punto di vista storico sia in confronto alle altre macroaree. Riteniamo che tale penalizzazione sia eccessiva, in quanto non sconta abbastanza un allentamento quantitativo da parte della Bce, che potrebbe senza dubbio portare i corsi azionari a livelli più in

Chi è

Ingegnere esperto di software

Anselmo Pallotta è socio fondatore e responsabile investimenti di Finlabo Sim, nonché amministratore di Finlabo Sicav. Classe 1976, laurea in Ingegneria Meccanica all'Università di Ancona, dove ha conseguito anche un Dottorato di Ricerca in Energetica, Pallotta ha fondato Finlabo Sim nel 2005 assieme al socio Alessandro Guzzini, coordinando la realizzazione dei modelli e delle architetture software proprietarie, funzione di cui mantiene tutt'oggi la responsabilità. Finlabo è nata come boutique finanziaria con focus sulle strategie di investimento quantitative. Oltre a offrire servizi di consulenza e gestione a clientela private e istituzionale, Finlabo Sim è investment manager dei fondi alternativi Uicis III Finlabo Investment Sicav, il cui comparto Alternative Equity è stato tra i primi prodotti con strategia alternativa a essere lanciato in Italia nel 2006.

Disegno di Marco Scuto



FinLABO sicav

linea con le altre Borse mondiali. Siamo quindi per mantenere una certa esposizione all'equity europeo, sempre con un'attenta selezione dei titoli.

Nel medio termine quali sono le asset class più promettenti?

Riteniamo che, in termini di rendimento atteso in rapporto al rischio, il confronto tra azioni e obbligazioni sia a vantaggio delle prime: se infatti consideriamo i bond investment grade siamo attualmente a livelli

di rendimento inferiori in molti casi ai relativi tassi di inflazione, come conseguenza del flight to quality innescato dalla crisi. Per ottenere buoni rendimenti su tali titoli è necessario selezionare duration più lunghe e rating più bassi.

Ci sono oggi settori particolarmente sottovalutati sul mercato?

In generale da diversi anni assistiamo a una sottoperformance notevole dei titoli cosiddetti va-

lue rispetto a titoli growth e difensivi, giustificata dal modesto tasso di crescita economica. La situazione potrebbe invertirsi qualora l'economia dovesse uscire dalla recessione.

L'euro torna ad apprezzarsi rispetto al dollaro ma qual è il reale stato di salute della divisa europea?

Il trend di medio-lungo dell'euro risulta ancora negativo nei confronti delle principali valute, come conseguenza della cri-

si del debito e del deflusso di capitali dall'unione monetaria. Riteniamo che ci sia ancora spazio di apprezzamento per la valuta americana, per via della migliore dinamica di crescita.

Lei crede che ci possa essere un rischio concreto di un tramonto della moneta unica?

Crediamo che nel breve-medio periodo il rischio di rottura sia modesto e sia sceso ulteriormente a seguito del piano di azione annunciato dalla Bce, la quale sta dimostrando di essere pienamente consapevole dei rischi esistenti sul sistema economico e finanziario europeo e sui danni provocati dalle aspettative di una eventuale rottura dell'euro. Nel lungo invece c'è il rischio che, in mancanza di una maggiore integrazione a livello politico e fiscale, alcuni tra i Paesi più forti, storicamente contrari a politiche monetarie espansive, decidano di sganciarsi per tornare ad avere una piena sovranità monetaria.

Come siete posizionati su Stati Uniti e Paesi emergenti?

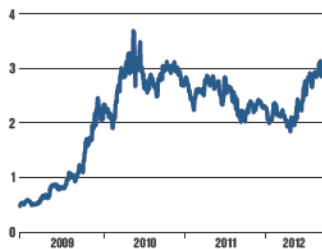
L'economia statunitense ha retto bene negli ultimi mesi, come testimoniato sia miglioramento del mercato immobiliare sia dai buoni risultati aziendali, grazie alle politiche espansive attuate dal Governo e dalla Fed. Riteniamo che seppur esistono rischi di peggioramento derivanti dall'avvicinarsi del cosiddetto fiscal cliff, ovvero dall'esaurirsi dei piani di spesa e di incentivo fiscale garantiti dal Governo, la necessità di salvaguardare la ripresa in corso farà da stimolo nel cercare un nuovo compromesso sul piano del deficit federale, con la Fed sempre pronta a lanciare il QE3. In generale manteniamo una view positiva sulle principali aree emergenti, supportata in primis dalle dinamiche di crescita dei consumi interni. In particolare continuiamo a privilegiare le principali aree del Sud Est Asiatico e il Sud Africa.

Quali sono oggi le società con il maggior potenziale di crescita e perché?

Nel mercato domestico siamo ancora positivi su Pirelli & C.: la società prosegue nel miglioramento della marginalità, inoltre il mix di vendite a livello geografico la vede ben presente in diversi mercati emergenti a elevata crescita. Tra le small segnaliamo Reply, attiva nelle soluzioni It in Italia e Germania. La società è un piccolo gioiello in termini di costanza di risultati e cresce mediamente attorno al 10% annuo. Il titolo quota meno di 6 volte gli utili attesi del 2012. In Germania continuiamo a essere positivi su Bayer, che potrebbe quotare a multipli più alti vista la forza dei risultati; segnaliamo inoltre Kws Saat, attiva nella produzione di sementi, che beneficia del trend di crescita nella domanda di soft commodities, e Gsw Immobilien, real estate attivo nel settore residenziale e commerciale. Sui mercati emergenti segnaliamo Hutchison Telecommunication, operatore telefonico in espansione su Hong Kong e Macau, e Sino Biopharmaceutical, titolo growth cinese del settore farmaceutico.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Sino Biopharmaceutical



Sino Biopharmaceutical, titolo quotato a Hong Kong, ha mostrato segnali di ripresa a partire dai bottom primaverili in area 1,85. Il rialzo ha condotto il titolo sopra 3 dollari prima della brusca correzione dell'ultima settimana. I prezzi dovranno mantenersi sopra area 2,80 per garantire continuità alla tendenza. Probabile in tal caso la realizzazione di un ulteriore segmento di crescita verso gli obiettivi a 3,50 e 4,00 \$, dove sono posizionati i massimi toccati nel 2010. L'ipotesi rialzista troverebbe ulteriori conferme nell'immediato con il superamento della resistenza a 3,18/3,20 che di recente è riuscita a respingere l'assalto del titolo. Il cedimento di quota 2,60 rappresenterebbe invece un pericoloso segnale di debolezza per i corsi che andrebbe a interrompere la serie di minimi e massimi crescenti tipica di una tendenza rialzista, prospettando l'affondo verso quota 2,00.

A cura di Financial Trend Analysis

I «comparables»

Sino Biopharmaceutical è una società farmaceutica attiva nello sviluppo, produzione e commercializzazione di farmaci cinesi e medicinali chimici. Rispetto all'unico comparabile quotato sul mercato e sulla base delle attese degli utili di fine 2012 e di fine 2013, la società quota a premio, mentre risulta a sconto se il confronto viene effettuato con il multiplo P/Sales 2012. Il consensus espresso dal mercato sul settore esprime un giudizio positivo per Sino Biopharmaceutical e attendista per China Shineway Pharmaceutical Group.

Dati in milioni di dollari di Hong Kong

Società	Capit.	Eps 2012	P/e 2012	P/e 2013	P/Sales 2012	Consensus di mercato
Sino Biopharmaceutical	14.923	0,15	20,1	16,2	1,93	Sovrapprezate
China Shineway Pharmaceutical Gr.	10.156	1,17	10,2	9,0	3,76	Tenere

*Al 29/8/12; Eps=utile per azione; P/e=rapporto prezzo su utile; P/Sales=rapporto prezzo su fatturato
Fonte: el. Analisi mercati finanziari su dati FactSet