

PER LE QUOTATE TUTTO (quasi) OK

Al giro di boa di metà anno le imprese italiane arriveranno con utili in rialzo ma senza strappi. Il Rapporto azionario premia Ansaldo Sts e Saipem. E alcuni fiori all'occhiello del made in Italy

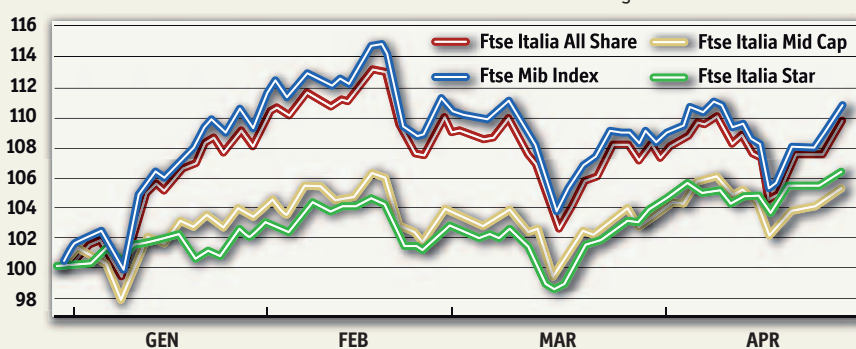
LAURA MAGNA e MASSIMILIANO MALANDRA

Primavera pigra. L'Azienda Italia va, ma a passo lento. E terrà lo stesso ritmo almeno fino al prossimo giugno, con gli utili in leggera ripresa e la Borsa che resiste, ma senza strappi, né grosse sorprese. Intanto, il primo quadrimestre del 2011 è trascorso. E cosa ne è delle nostre imprese? Hanno saputo rialzarsi a quattro anni dall'inizio della crisi finanziaria ed economica che come un fantasma ancora aleggia sulle teste dei *policymaker*? Una risposta la fornisce il Rapporto Azionario quadrimestrale di B&F. Un'analisi che consente di classificare le società quotate a Piazza Affari in base alla qualità dei dati fondamentali e tecnici, assegnando a ciascuna un punteggio, in base 100, sull'*Indice di appetibilità*. Risultato? Il comparto industriale è il più solido, con Ansaldo Sts, la controllata di Finmeccanica che opera nell'alta tecnologia per il trasporto ferroviario, e Saipem, la partecipata di Eni, *best performer* in assoluto con 95 punti. Tra le migliori, troviamo alcuni nomi - i soliti noti - di gruppi molto diversi per attività di business e dimensione, ma che rappresentano fiori all'occhiello del *made in Italy*. Parliamo di Prysmian, Marr, Amplifon, Brembo, Parmalat, Benetton, Pirelli. Alcune sorprese arrivano dal risparmio gestito con Banca Generali (90 punti) e Mediolanum (a 80 punti) che svettano. E dall'editoria in perenne crisi: Mondadori (80 punti) e L'Espresso (75 punti) si difendono bene quanto a fondamentali. Alcune utility restano sopra la sufficienza, ma fanno peggio rispetto a un anno fa: A2a e Hera le migliori con 75 punti, seguite da Atlantia e Erg Renew che invece si fermano a quota 70 punti.

CRESCITA DEBOLE. A parziale giustificazione di performance in termini di appetibilità in molti casi inferiori a quelle rilevate ad aprile 2010, il contesto in cui sono state realizzate, che è di crescita debole. «I dati macro sono in leggero miglioramento - dice a B&F Vittore Greggio, direttore e senior fund manager di Banca Zarattini & Co. - ma con una crescita prevista inferiore al 2% ci vorranno diversi anni solo per tornare al livello di Pil del 2007». Anche trend che sembrano ormai fuori controllo, in primo luogo l'aumento del prezzo del petrolio e l'apprezzamento dell'euro nei confronti delle altre principali valute, dollaro

Gli indici italiani a confronto

Andamento normalizzato in base 100 da inizio anno - Fonte: Bloomberg



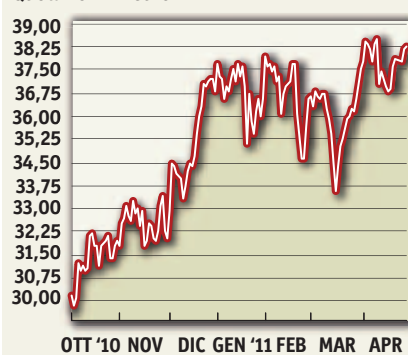
Ansaldo Sts

Quotazioni in euro



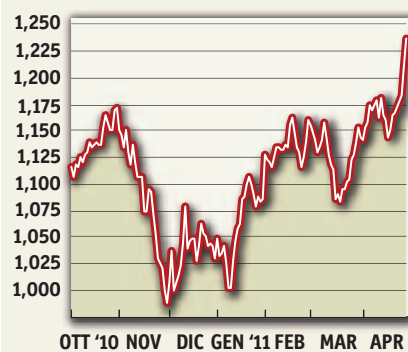
Saipem

Quotazioni in euro



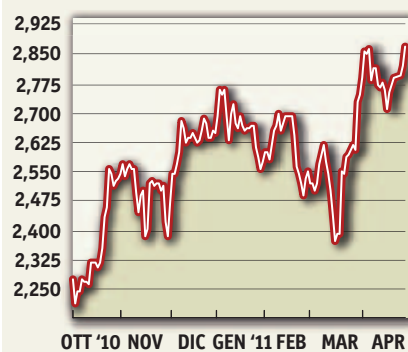
A2a

Quotazioni in euro



Mondadori

Quotazioni in euro



in testa, «rendono difficile prevedere obiettivi di crescita più ambiziosi dell'1% per l'Italia - sostiene Luigi Dompè, gestore di Prima Sgr - Appare invece migliore rispetto a molte delle altre principali economie, Germania esclusa, l'andamento dei conti pubblici, e questo si potrà riflettere in una graduale riduzione del rischio-Paese con conseguenti benefici sulle prospettive del mercato finanziario domestico». Anche se la fiducia degli imprenditori si è riportata su livelli vicini a quelli pre-crisi «la crescita - aggiunge Riccardo Alaimo,

gestore di NorVega Sgr - non è ancora abbastanza forte da innescare un significativo processo di creazione di posti di lavoro. Questo, insieme alla dimanica negativa dei redditi reali ostacola i consumi interni».

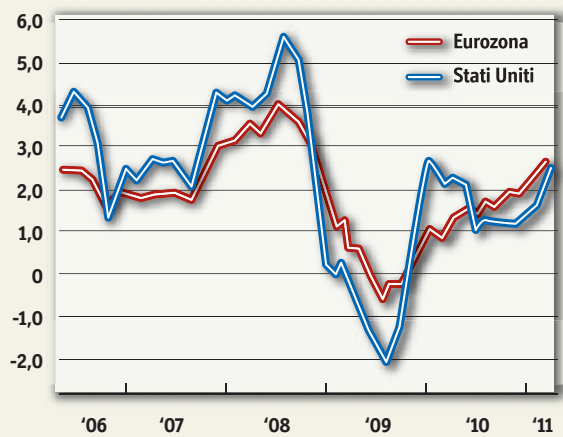
PROSPETTIVE DI STABILITÀ. Dunque, cosa accadrà nel prossimo trimestre? «Quanto agli utili aziendali - sostiene Francesco Leghissa, economista dell'ufficio studi di Copernico Sim - credo sarà in linea con quello appena trascorso con risul-

tati positivi». Ma, possibili freni all'evoluzione dei business verranno ancora, come per la congiuntura, da materie prime impazzite e dollaro debole. «Si tratta di situazioni complicate da gestire per i dirigenti delle imprese - dice Alexandre Hazez, cio di Convictions asset management - La debolezza del biglietto verde potrebbe favorire le grandi imprese che hanno di solito una maggiore capacità a gestire la variazioni delle valute. Dopo una forte sovraperformance delle piccole e medie imprese l'anno passato, ora le small rischiano di soffrire anche in termini di valorizzazione di mercato».

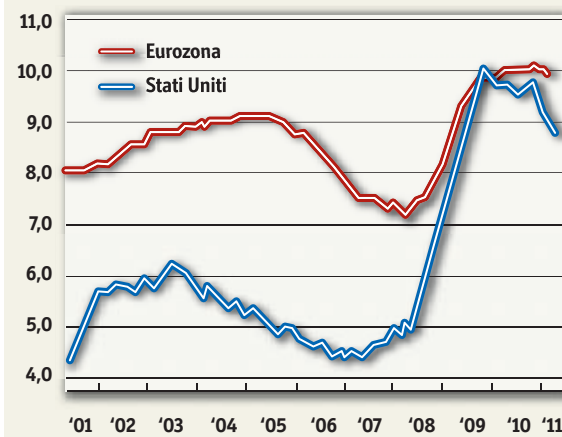
Ma in generale, più che la dimensione, nel 2011 si dovrà valutare la bontà delle singole storie e la parola d'ordine sarà stock picking. «Ciò che conta è la flessibilità - dichiara Leghissa - senza dubbio finora è sopravvissuto e ha reagito bene chi ha saputo adattarsi alle nuove condizioni economiche e soprattutto chi è riuscito a ritagliarsi nuove fette di mercato e nuovi modi di fare business, insomma chi ha capito meglio e prima che l'economia globale è cambiata nel post crisi». Quanto a settori e titoli, la Borsa offre attualmente vari spunti «a livello macro - spiega Greggio - le ristrutturazioni bancarie e le tensioni sui tassi d'interesse e a livello micro le molte società di buona qualità che stanno facendo ottimi risultati e probabilmente continueranno a farli, indipendentemente dalla preoccupante situazione economica interna: le sorprese maggiori potranno venire dalle utility, con in *pole position* società come Eni, Enel e Biancamano e dal settore finanziario». Proprio le banche, che escono da un 2010 molto difficile a causa dei tassi di interesse eccezionalmente bassi «dovrebbero mostrare - afferma Dompè - migliori dinamiche sul margine di interesse e confermare il progressivo calo degli accantonamenti su crediti. Nel settore finanziario siamo positivi su Generali dove un clima più sereno a livello di governance potrà riportare l'attenzione sulla gestione. Sovrappeso anche su Mediobanca, che al netto del valore delle partecipazioni, appare la banca più redditizia e meglio patrimonializzata. Nel settore industriale vediamo margini di apprezzamento per Fiat dove procede l'integrazione con Chrysler e non escludiamo la valorizzazione di asset come Ferrari, e per Pirelli grazie all'ottimo posizionamento geografico. Sovrappeserei titoli con multipli piuttosto compressi in grado

Usa ed Eurozona: inflazione...

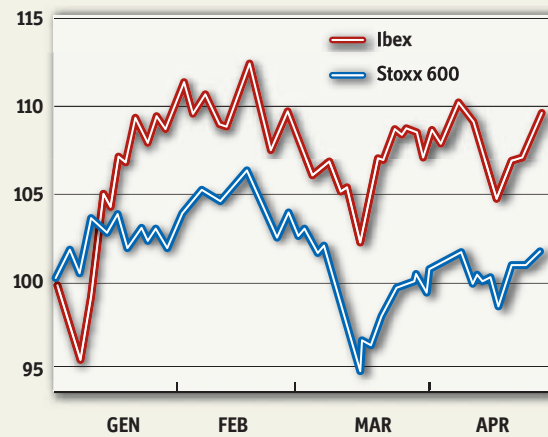
Dati in percentuale - Fonte: Bloomberg

**... e disoccupazione a confronto**

Dati in percentuale - Fonte: Bloomberg

**Dj Stoxx e Ibox da inizio anno**

Andamento normalizzato in base 100 - Fonte: Bloomberg



di avere una generosa e visibile politica dei dividendi come Telecom Risp, Mediaset, Enel». In generale, i difensivi sono meglio posizionati per fare bene nei conti e in Borsa. «A parte la sorpresa della carta stampata, sono avvantaggiati i settori legati ai beni di consumo e ai servizi primari - conferma Leghissa - Basterebbe guardare la lista della spesa delle famiglie per capire a quali beni i consumatori non rinunciano». Dunque spazio per crescere, insieme agli industriali, per farmaceutici e alimentari. «Crediamo - spiega Alaïmo - molto nei nel mix redditività/solidità finanziaria delle società del settore farmaceutico che potrebbero ben proteggere anche in eventuali ritorni di avversione al rischio, come Diasorin e Recordati; siamo ottimisti anche su alcune società industriali attualmente fuori dai riflettori ma con ottimi fondamentali e buone prospettive di crescita, nonostante il ci-

**La ripresa è fragile
E, nel primo semestre,
saranno avvantaggiati
i titoli difensivi
La parola d'ordine
è stock picking**

clo si sia portato verso una fase di ripresa più matura (ad esempio Zignago Vetro e Landi Renzo); infine vediamo ben posizionate alcune società del food&beverage, come Campari, che potranno beneficiare in fasi più difficili del forte pricing power».

CRESCITA INTERNA. Un'altra caratteristica da non sottovalutare per individuare le storie di successo del prossimo trimestre è la vocazione all'export, ma in maniera più selettiva rispetto al passato. «L'Italia è un Paese senza crescita ormai da oltre un decennio - sostiene Greggio - è naturale che le imprese vocate all'export siano avvantaggiate in modo strutturale». Soprattutto l'esposizione agli emergenti è un *catalyst* positivo. «Ma a partire dal secondo semestre - precisa Dompè - le dinamiche valutarie tenderanno ad essere penalizzanti per le aziende esportatrici». In particolare, «con il dollaro che continua a svalutarsi - conclude Hazez - rischiano di essere penalizzati i vincenti del 2010, anche se si tratta in ogni caso di società di gran qualità».

L'INTERVISTA

Economia in miglioramento Ma le stime sono più caute

Rossi (Rothschild): «Occasioni fra i petroliferi e le rinnovabili. Poi auto e componentistica»

MASSIMILIANO MALANDRA

«Il 2010 è stato l'anno del Dax, che ha messo a segno una performance superiore al 20 per cento. Ma quest'anno la sorpresa potrebbe essere l'Ibex spagnolo». Stefano Rossi, amministratore delegato di Edmond de Rothschild sgr, gioca la carta spagnola per il 2011, convinto che la situazione stia migliorando per il Paese iberico. «Sul mercato obbligazionario i Bonos, vale a dire i buoni del tesoro spagnoli, si stanno comportando molto bene e da inizio anno gli spread rispetto alle emissioni tedesche sono tornati a restringersi. E se come di solito avviene, cioè che l'equity segue il mercato obbligazionario, allora questo potrebbe essere l'anno della ripresa per l'Ibex, che, dopo il -17% del 2010, già da gennaio è fra i migliori indici europei».

Come vede lo scenario economico?
Gli entusiasmi di analisti e Banche centrali si sono un po' raffreddati ma la situazione è comunque migliore di un anno fa. A gennaio per gli Stati Uniti la stima del Pil era del 3,4-3,9% ora è scesa al 3,1-3,3 per cento, con un'inflazione attesa al 2,1-2,8% a fronte di una previsione che a inizio anno non andava oltre l'1,7 per cento. L'unico dato più positivo, per ora, è quello relativo alla disoccupazione che ci aspetta ora all'8,4-8,7% contro il 9% di inizio anno.

E da questa parte dell'Atlantico?
In Europa la situazione è più complessa. Cresciamo meno degli Stati Uniti, ma questa non è certo una novità, bensì un dato ormai consolidato. Da notare come la ripresa sia più lenta ma la Banca centrale sia stata la prima a muoversi. Del resto mentre per la Fed la mission sia la crescita, per la Bce è tenere sotto controllo l'inflazione. Questo spiega il diverso approccio agli aggregati economici.



Stefano Rossi

“Le scommesse 2011 sono la Spagna sulla buona prova dei Bonos e i bancari per i buoni multipli”

Come vedete l'azionario?

C'è sicuramente del valore inespresso. Specie in alcuni settori. Del resto basta vedere i primi esiti che escono dalle trimestrali, sia negli Stati Uniti che in Europa: l'80-85% delle società che hanno comunicato i conti hanno rivelato risultati migliori delle stime. Segno da una parte che gli effetti dei tagli e delle ristrutturazioni hanno avuto successo e dall'altra che si assiste a un aumento dei ricavi e della marginalità.

Ma cosa vi aspettate ora?

Nel breve termine una correzione: gli indici azionari ci sembrano un po' «tirati» e questo potrebbe dare il via a prese di beneficio. In questo momento, a quel che vedo, il mercato non sta premiando le società: manca quello che in gergo viene chiamato

l'espansione dei multipli che potrebbe fungere da volano alla relazione tra prezzi delle azioni e crescita degli utili. E questo frena certamente, a mio modo di vedere, molti investitori, istituzionali e privati, dal mettere nuovo denaro sul mercato azionario. Anche se c'è da dire che, guardando ai flussi di denaro, non si rilevano nemmeno disinvestimenti massicci.

Quali i settori più interessanti a livello europeo?

Sicuramente quello petrolifero. Anche a prescindere dalle recenti fiammate, il petrolio si è mantenuto su livelli elevati e i gruppi dell'oil hanno mostrato una invidiabile tenuta. A tutto questo si aggiungono poi gli ottimi risultati trimestrali. Poi, sempre per rimanere in tema, le energie rinnovabili: hanno tratto vantaggio del balzo del petrolio e delle vicende giapponesi, ma è un trend destinato a durare.

Altri?

Il comparto auto e in particolare quello della componentistica.

Qualche titolo?

Due big francesi della componentistica come Valeo e Faurecia. Poi la tedesca Continental, una brillante storia di ristrutturazione e di crescita.

La vostra opinione sul bancario?

Noi ci crediamo, anche se per ora rimane una scommessa, visto che il mercato non lo sta premiando. In particolare penso a quegli istituti che hanno già varato o deliberato aumenti di capitale. Il grosso delle svalutazioni è stato ormai effettuato e i multipli sono decisamente appetibili: alcune banche, post aumento, valgono in Borsa metà dei mezzi propri...

E a livello di indici, oltre alla scommessa sull'Ibex?

La Gran Bretagna. Il settore dell'M&A in Europa sarà dominante nei prossimi due anni e il listino con il maggior numero di società contendibili e la migliore governance, intesa in regole certe e chiare, è proprio il Regno Unito.