



IL PREZZO È GIUSTO?

NUOVI STRUMENTI PER GLI INVESTITORI AZIONARI EUROPEI

Tawhid Ali
Chief Investment Officer—European Value Equities

Nelson Yu
Head—Equity Quantitative Research

IN QUESTO DOCUMENTO: come fare a individuare negli attuali mercati europei le vere occasioni, ovvero quelle che, dietro un prezzo appetibile offrono un solido profilo aziendale, in grado di generare nel tempo un interessante potenziale di rendimento? Riteniamo che gli investitori, invece di affidarsi unicamente ai tradizionali indicatori per la valutazione delle azioni, debbano adattare ed elaborare in maniera proattiva i propri strumenti e le proprie tattiche e accedere così a nuovi ambiti di conoscenza e informazioni.

L'APPROCCIO VALUE È MENO INTERESSANTE?

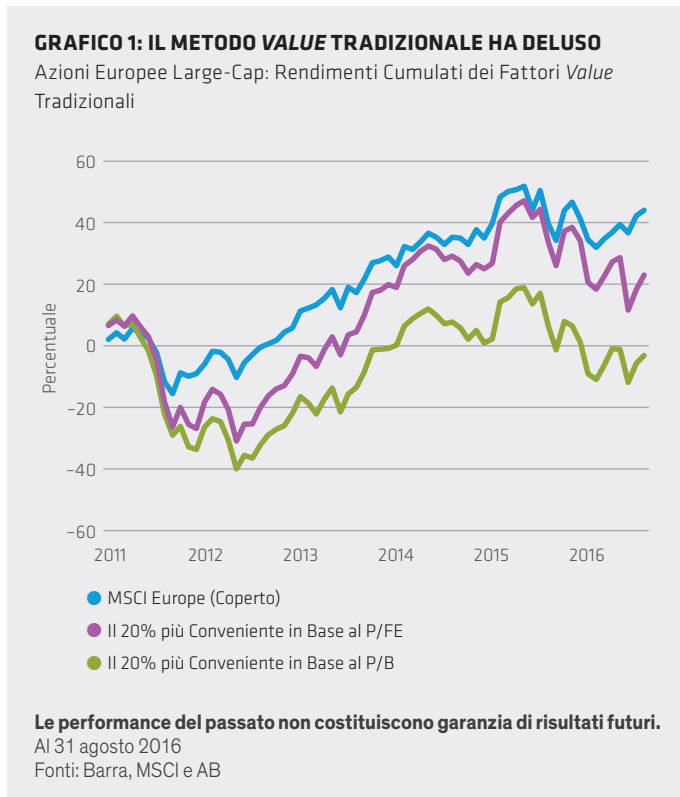
La maggior parte di noi difficilmente sa resistere a un vero affare, ma l'esperienza ci insegna che i prezzi stracciati non sempre offrono un buon valore. Troppo spesso siamo costretti ad ammettere che alla base di un prezzo stracciato c'è una ragione molto semplice: una qualità scadente.

Un dilemma analogo affligge gli investitori alle prese con gli azionari europei. Alla base di titoli apparentemente sottostimati vi sono spesso problemi reali. Alcuni sono alla mercé dei venti contrari e delle difficoltà che affliggono i settori di riferimento nel breve termine e nel lungo termine. Altri semplicemente non riescono a generare e far crescere profitti solidi.

Le numerose sfide alla stabilità dei mercati, dei settori e delle singole imprese stanno mettendo a dura prova il consueto approccio cosiddetto "contrarian" che si concentra sui titoli snobbati dal mercato. A nostro avviso, anziché affidarsi soltanto agli indicatori tradizionali per una stima delle azioni, occorre trovare nuove strade per determinare il vero valore dei titoli.

In questo documento esaminiamo gli strumenti di nuova generazione grazie ai quali è possibile scoprire più efficacemente nei mercati europei titoli a basso prezzo con una reale potenzialità di generare profitto.

Da tempo gli investitori che si prefiggono di scovare azioni sottovalutate si affidano a metriche di valutazione quali i multipli degli utili o degli asset delle società. In particolare, per orientarsi nella ricerca, si focalizzano sul rapporto prezzo/utigli (P/E) e sul rapporto prezzo/valore contabile (P/B). Generalmente, per la costruzione dei portafogli, si affidano a tali parametri le strategie passive e *smart beta value*.



Tuttavia, benché si possa affermare che tali parametri vantano una lunga storia di successi, negli anni successivi alla crisi finanziaria globale essi sono stati messi a dura prova da qualsiasi parte il mondo, Europa compresa. Qui, il 20% dei titoli più a buon mercato (misurati in base al rapporto prezzo/utigli attesi P/E (P/FE) e P/B) dal 2011 hanno sottoperformato in modo significativo il mercato europeo nel suo complesso (*Grafico 1*).

Perché così tanti titoli e settori a buon mercato hanno sottoperformato le loro controparti più costose? Il contesto macroeconomico fornisce alcune risposte.

SCENARIO DI INCERTEZZA IN EUROPA

All'indomani della crisi che ha colpito l'eurozona nel 2010–2011, il rallentamento della crescita ha aumentato l'appetibilità delle società difensive considerate più affidabili quanto a crescita degli utili.

Una crescente avversione al rischio in uno scenario di crescita fiacca ha provocato un forte nervosismo nei confronti delle azioni contrariane, che ha spinto gli investitori a cercare riparo nelle poche aree con crescita stabile e attesa positiva degli utili. In particolare, a beneficiare di questa tendenza sono stati i beni di prima necessità, che sono scambiati a prezzi elevati. Poiché queste azioni normalmente offrono dividendi interessanti, sono spesso considerate al pari delle obbligazioni.

Negli ultimi anni le strategie di investimento *value* sono state ulteriormente messe in difficoltà da una insolita concentrazione di titoli finanziari ed energetici all'interno degli indici *value*. La dominanza settoriale dell'universo *value* è eccezionale rispetto al passato: i titoli bancari rappresentano il 9,8% di tutto il mercato europeo, ma dominano il quintile dei titoli più convenienti sul rapporto P/B, dove raggiungono il 46%.

conseguenza, gli investitori che assumono un'esposizione *value* solo sulla base dei parametri P/FE e P/B, si ritroveranno sovraccarichi di imprese finanziarie e di gruppi energetici.

La nostra ricerca indica che la valutazione di queste azioni al di sotto del loro valore intrinseco, è meno attribuibile a fattori specifici della società e sempre più dovuta al loro essere esposte alle condizioni fortemente avverse del momento.

Lo dimostra il numero in diminuzione delle società la cui volatilità azionaria deriva da difficoltà altamente idiosincratice, comprese le problematiche inerenti all'azienda quali l'andamento della gestione o dell'emissione di azioni e obbligazioni. Il trend è messo ancor più in evidenza dalla percentuale di titoli azionari la cui volatilità è causata soprattutto da fattori sistemici, come l'esposizione al mercato beta o la sensibilità ai temi macroeconomici (*Grafico 2*).

Prendiamo ad esempio le banche, attualmente sotto pressione a causa del difficile contesto economico: il coefficiente di capitale che sono tenute a rispettare cambia di continuo. Inoltre, il margine di guadagno ottenuto dai prestiti è sempre più sottile a causa dei bassi tassi di interesse.

AMPLIARE GLI STRUMENTI VALUE

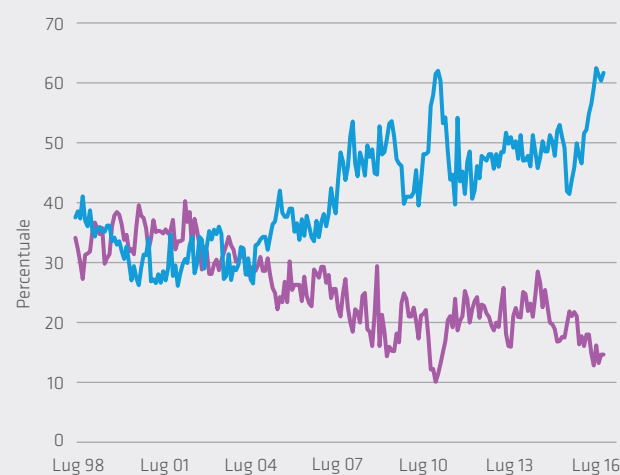
Le numerose sfide alla stabilità dei mercati, dei settori e delle singole società stanno mettendo a dura prova il consueto approccio contrarian che punta a investire sulle azioni che sono ignorate dal mercato. È evidente che focalizzarsi su rapporti P/FE e P/B a basso costo non si sta rivelando una strategia premiante. Bisogna dedurre che siamo a un punto di stallo dell'investimento *value*? Riteniamo di no.

Tuttavia, per poter scoprire valore nelle azioni è necessario assumere un approccio più ampio e proattivo. Il valore non dovrebbe essere determinato solo dagli utili attuali e dai valori contabili. Siamo convinti che gli investitori, invece di affidarsi esclusivamente ai criteri di valutazione tradizionali, devono sviluppare strumenti propri che permettano loro di stimare il valore delle azioni.

Le metriche descritte nel (*Grafico 3*) costituiscono la colonna portante di una tipologia di strumenti di nuova generazione altamente efficienti per l'investimento *value*. Nel complesso, il nostro metodo *value* unisce gli indicatori basati sugli utili e sul flusso di cassa e, per valutare i profili di debito delle società, guarda oltre ai prezzi delle azioni. Siamo anche convinti che sia molto importante comprendere con esattezza in che modo le pratiche contabili adottate da una società possono incidere su alcune misurazioni del suo valore intrinseco.

GRAFICO 2: I FATTORI SISTEMICI DETERMINANO SEMPRE DI PIU' PREZZI CONVENIENTI DELLE SOCIETA'

Fonti Principali di Rischio* per il Quintile Più Conveniente Europeo di Società Large-Cap (rapporti P/B)



Le performance del passato non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Al 1 luglio 2016

*Paese, settore, beta, dimensione e altri fattori di rischio dell'indice dal modello Barra GEM3L

I fattori sistemici si riferiscono all'esposizione al mercato beta, a sensibilità macroeconomiche e a pressioni cicliche e/o di lungo periodo nei segmenti / settori. I fattori idiosincratichi si riferiscono all'andamento della gestione o dell'emissione di azioni e obbligazioni e ai track records come "steward" degli asset aziendali.

Fonti: Barra e AB

PREZZO SUGLI UTILI ATTESI

Il punto di partenza naturale per qualsiasi investitore in cerca di valore è il prezzo che gli investitori pagano per conseguire gli utili di una società. Capire come la collettività degli investitori valuta il prezzo di un'azione societaria in relazione agli utili previsti può fornire un utile indicatore di quanto siano estese le percezioni sulle prospettive di una società. Tuttavia, un rapporto P/FE molto basso

GRAFICO 3: FATTORI VALUE TRADIZIONALI E DI NUOVA GENERAZIONE

| FATTORI TRADIZIONALI | FATTORI DI NUOVA GENERAZIONE |
|------------------------------------|---|
| Rapporto Prezzo / Utili Attesi | Rapporto Prezzo / Utili Attesi Rapporto Prezzo / Flusso di Cassa Libero |
| Rapporto Prezzo / Valore Contabile | Rapporto Prezzo / Valore Contabile Immobilizzazioni Rapporto Enterprise Value / Vendite |

Al 31 agosto 2016
Fonte: AB

può far emergere un'eccessiva presenza di società con un ridotto potenziale di crescita, mentre le società che scambiano con un P/FE sopra la norma non sono necessariamente povere di valore. Senza un contesto più ampio i rapporti P/FE hanno un'efficacia limitata nella ricerca di azioni iperattualizzate, il che spiega perché bisognerebbe prendere in considerazione anche altri fattori.

RAPPORTO PREZZO / FLUSSO DI CASSA LIBERO

I flussi di cassa delle società non possono essere manipolati così facilmente come invece è possibile fare con i risultati dell'esercizio. Inoltre, essi mostrano la quantità di flusso monetario in entrata o in uscita sotto forma di capitale circolante e di spese in conto capitale, che non sono indicate negli utili contabilizzati.

Le società quotate sotto costo rispetto ai loro forti flussi di cassa liberi sono spesso sul punto di generare una buona crescita degli utili. Le società che presentano abbondante liquidità evidentemente stanno facendo le cose per bene e si trovano nella buona posizione di investire nella loro attività in modo tale da riuscire a incrementare i propri utili. Per contro, le società che non riescono a generare un adeguato flusso di cassa libero potrebbero faticare parecchio per sostenere la crescita degli utili, o anche non avere la liquidità sufficiente per proseguire la loro attività.

RAPPORTO PREZZO / VALORE CONTABILE MATERIALE

Nel corso del tempo, la natura degli asset delle aziende è cambiata. Negli ultimi 25 anni i beni immateriali delle società europee in percentuale dei beni complessivi è aumentata: se negli anni '80 le

attività immateriali rappresentavano soltanto il 5% circa delle attività totali, oggi esse rappresentano in media il 25%.

Vi aggiungiamo il potenziale di creazione della ricchezza che deriva dalla spesa sostenuta dalla società per la ricerca e sviluppo (R&D) in rapporto ai valori contabili delle attività tangibili. Questo aiuta ad ampliare la ricerca di società sottovalutate includendo titoli i cui costi sostenuti oggi per la R&D potrebbero dare i loro frutti domani.

VALORE DI IMPRESA / VENDITE

Il fatturato complessivo è uno degli elementi di valutazione contabile più trasparenti ed è la prima fonte di flusso di cassa per la maggior parte delle società. È particolarmente importante quando si vuole determinare il potenziale di rendimento di società asset-light, cioè con pochi beni i cui valori contabili sono meno significativi. Le società a buon mercato secondo gli indicatori delle vendite spesso generano più fatturati delle loro omologhe e, di conseguenza, hanno una maggiore chance di generare flussi di cassa più stabili. Dunque, un indicatore basato sul fatturato è uno degli strumenti importanti per la valutazione dei titoli.

Detto questo, i dati relativi ai fatturati aiutano a delucidare il quadro aziendale anche su altri fronti. Essi non solo generano flussi di cassa per gli azionisti, ma servono anche a pagare il servizio del debito. Ecco perché raffrontare i fatturati di una società con il suo valore aziendale complessivo, cioè la somma tra la sua capitalizzazione di mercato e il debito, può essere più istruttivo che non confrontarli semplicemente con la quotazione del titolo nel mercato azionario. E questo aiuta a non cadere nella trappola del valore/rendimento potenziale che espone eccessivamente a società altamente indebitate che, stando agli indicatori tradizionali, appaiono a buon mercato.

MULTEPLICI PUNTI DI VISTA COLGONO SEGNALI PIÙ CHIARI

Fattori di valore diversi danno risultati differenti a seconda delle condizioni di mercato e dei settori. Questa è la ragione per cui non si può fare affidamento su un unico criterio quantitativo quando si è alla ricerca di titoli azionari interessanti. Alcuni parametri funzionano meglio se utilizzati per determinati settori e segmenti rispetto ad altri. E tutti funzioneranno in modo diverso a seconda delle diverse situazioni.

L'utilizzo di una serie di parametri fornisce un maggior numero di indicazioni e, inoltre, aiuta in modo determinante ad attenuare un po' di volatilità connessa allo stile di investimento *value*.

GRAFICO 4: DIVERSI FATTORI VALUE FUNZIONANO MEGLIO IN MOMENTI DIVERSI

Rendimento dei Fattori: Quintile 1 rispetto al Mercato (MSCI Europa)*

| | Rapporto Prezzo / Valore Contabile Immobilizzazioni | Rapporto Prezzo / Flusso di Cassa Libero | Rapporto Prezzo / Utili Attesi | Rapporto Enterprise Value / Vendite |
|------|---|--|--------------------------------|-------------------------------------|
| 2006 | 8.1% | -0.4% | -1.7% | 1.7% |
| 2007 | -7.3 | -1.6 | -5.3 | 2.9 |
| 2008 | -12.6 | -6.4 | -17.4 | -1.5 |
| 2009 | 15.3 | 10.1 | 9.0 | 13.9 |
| 2010 | -10.4 | 0.4 | -8.9 | 4.6 |
| 2011 | -16.0 | -4.5 | -9.7 | -5.0 |
| 2012 | 3.3 | 0.7 | 8.1 | 4.8 |
| 2013 | 5.1 | 7.5 | 6.8 | 4.4 |
| 2014 | -3.3 | 5.3 | -0.4 | -3.4 |
| 2015 | -8.4 | 1.9 | -3.6 | -0.6 |

Le performance del passato non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Al 31 dicembre 2015

*Rendimenti coperti in USD

Fonti: FactSet, MSCI e AB

Per esempio, nel 2014 e 2015 le azioni con un basso rapporto prezzo/ flusso di cassa libero hanno generato buoni risultati, anche se la performance di altri indicatori di *value* è stata deludente (Grafico 4).

La valutazione non deve mai essere fatta separatamente, è anche importante integrare altri indicatori quantitativi nella ricerca di titoli a prezzo di occasione, specialmente quelli che mostrano la redditività e la qualità della gestione di una società e le opinioni di altri investitori. Infatti, negli ultimi cinque anni le azioni il cui prezzo era conveniente solo sulla base del P/B sono rimaste molto indietro rispetto al mercato europeo complessivo. Invece, un universo di azioni sottovalutate, sulla base di tutti e quattro i parametri che abbiamo descritto ed escludendo quelle aziende sottocosto con un andamento debole del prezzo e bassa redditività, hanno sovraperformato in modo significativo (Grafico 5).

La creazione di un kit di strumenti quantitativi integrati permette agli investitori di partire con un margine di vantaggio nella caccia alle azioni a buon mercato, indipendentemente dai capricci dei cicli

economici. Ma la scoperta di candidate interessanti è solo il primo passo di un processo di selezione dei titoli, e della costruzione di un portafoglio, con un forte potenziale di rendimento.

IL FATTORE UMANO: TROVARE IL VALORE FONDAMENTALE

Il passo successivo è quello di sottoporre le azioni candidate all'analisi fondamentale. A tal fine, il fattore umano è essenziale per elaborare in modo adeguato le previsioni degli utili di una società nel lungo termine, i flussi di cassa e le prospettive di bilancio. L'analisi qualitativa e la ricerca sul campo sono essenziali per catturare le migliori opportunità, ed evitare quelle più rischiose.

Anche in questo caso, i nuovi strumenti possono dare risultati superiori. In particolare, riteniamo che i tassi di rendimento interno (TRI) forniscano un importante quadro analitico per la ricerca fondamentale sulla società. I TRI sono indicatori chiave per gli investitori di private equity, il cui approccio all'investimento è analogo a quello di proprietari di business strategici, ma sono usati con minore frequenza dagli investitori nei mercati azionari.

MENTALITÀ IMPRENDITORIALE

I TRI posso servire a valutare un potenziale investimento in una società quotata in borsa come se si volesse acquistare l'intera società e non soltanto alcune delle sue quote. I nostri calcoli sui TRI utilizzano le previsioni sugli utili per ottenere un tasso di rendimento annualizzato dai flussi di cassa che prevediamo saranno generati dall'investimento. Questi includono sia i dividendi sia proventi a ttesi qualora la società fosse messa nuovamente sul mercato dopo cinque anni. È molto importante ipotizzare, come farebbero di norma gli investitori azionari, un multiplo di uscita prudente che sia equivalente o inferiore al multiplo corrente. In altre parole, noi facciamo ricorso ai TRI per indicare il rendimento potenziale dell'investimento in una società sulla base della nostra previsione di flussi di cassa, senza il vantaggio di un'espansione dei multipli, o di un re-rating del mercato. Riteniamo che tale approccio offra un buon margine di sicurezza.

A differenza degli indicatori quantitativi, che si ottengono dai dati pubblici di mercato, i TRI sono un prodotto della ricerca proprietaria e si basano sugli approfondimenti e intuizioni degli analisti fondamentali, i quali conoscono molto bene le dinamiche specifiche di un settore e i modelli di business delle singole aziende.

Il metodo che si basa sui TRI può aiutare gli investitori *value* a non cadere nelle classiche trappole dell'investimento *value*. Concentrandosi sui flussi di cassa quale fonte di rendimento, è possibile individuare azioni che sbloccano il valore e ridistribuiscono ricchezza senza dipendere da eventuali variazioni del sentiment del mercato. Questo metodo si è dimostrato particolarmente utile nelle situazioni in cui gli investitori sono turbati da questioni di ordine macroeconomico, o quando le strategie *value* tradizionali che si affidano all'espansione dei multipli sono state meno efficaci.

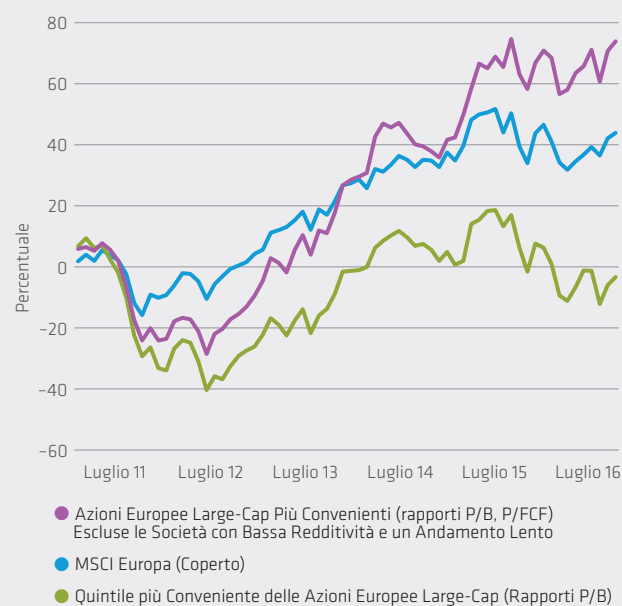
Ovviamente, i TRI rappresentano solo una delle lenti attraverso cui guardare per capire i risultati dell'analisi quantitativa. Vi sono altri strumenti per stimare il valore, quali il prezzo/utile normalizzato e il metodo della somma delle parti, che forniscono dei punti di vista molto validi sulle aspettative fondamentali di rendimento.

EVOLUZIONE COSTANTE

Se i metodi tradizionali per individuare azioni a prezzi di occasione portano verso titoli che celano grosse problematiche di fondo, allora è il momento di rivedere i modi proattivi gli strumenti e le tattiche usate per costruire il portafoglio. Il continuo affinamento degli strumenti quantitativi è un passaggio fondamentale nell'incessante ricerca di maggiori informazioni sui titoli.

GRAFICO 5: GLI STRUMENTI DI NUOVA GENERAZIONE POSSONO INDIVIDUARE AZIONI A BUON PREZZO CON UN VERO POTENZIALE DI REMUNERAZIONE

Risultati Cumulativi: Azioni *Value* Europee di nuova generazione Relative al Mercato Europeo Complessivo e al Quintile più Conveniente (rapporti P/B)



Le performance del passato non costituiscono garanzia di risultati futuri.
Al 1 luglio 2016
Fonti: MSCI e WorldScope

Oggi gli investitori nei mercati europei sono alle prese con condizioni di mercato difficili. Le società europee devono superare enormi difficoltà che ostacolano la crescita degli utili, mentre l'espansione dei multipli non è un indicatore affidabile se si vogliono incrementare i rendimenti. In tale contesto, riteniamo che un ampio spettro di indicatori quantitativi, unito alla ricerca fondamentale sulle società, e una buona dose di attenzione ai TRI, costituisca la ricetta vincente. Siamo convinti che questo set di strumenti sia in grado di catturare solidi rendimenti azionari a lungo termine, dando la possibilità di individuare società che sono scambiate a prezzi interessanti e che possono generare un buon valore.

ALLIANCEBERNSTEIN LIMITED

Piazza IV Novembre, 7
20124 Milan, Italy
+39 0200 621 325

Riservato esclusivamente agli investitori professionali o agenti finanziari. Non è consentita la consultazione da parte del pubblico verso il quale è vietata la diffusione e l'offerta.

Nota per i lettori: Le informazioni contenute nel presente documento riflettono le opinioni di AllianceBernstein L.P. o delle società collegate e delle fonti che essa considera affidabili alla data della pubblicazione. AllianceBernstein L.P. non rilascia alcuna dichiarazione o garanzia in merito all'esattezza, accuratezza e completezza delle informazioni e pertanto non fornisce alcuna garanzia che le stime, previsioni o opinioni contenute nel presente elaborato si verifichino. Le performance passate non sono garanzia di risultati futuri. Le opinioni espresse nel presente documento possono essere soggette a modifiche in qualsiasi momento successivo alla pubblicazione dello stesso, il quale ha finalità meramente informative e non costituisce una consulenza di investimento. AllianceBernstein L.P. non fornisce alcun tipo di consulenza fiscale, legale o contabile e non tiene conto degli obiettivi di investimento o della situazione finanziaria del singolo investitore; prima di prendere qualunque decisione, invitiamo gli investitori a rivolgersi ai professionisti del settore per esaminare la propria specifica situazione. La presente informativa non può essere interpretata come materiale commerciale o di marketing o come una sollecitazione o invito ad acquistare o vendere alcun prodotto, strumento o servizio finanziario offerto da AB o dalle sue collegate.

Avvertenza per i lettori europei: la presente informativa è stata redatta da AllianceBernstein Limited, 50 Berkeley Street, Londra W1J 8HA, ai fini della commercializzazione. La società è registrata in Inghilterra con il n. 2551144. AllianceBernstein Limited è autorizzata e disciplinata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority (FCA).

MSCI non rilascia alcuna garanzia o dichiarazione, esplicita o implicita, e declina ogni responsabilità relativamente a qualsiasi dato MSCI contenuto nel presente documento. I dati di MSCI non possono essere ridistribuiti o utilizzati come base per altri indici, o per qualsivoglia titolo o prodotto finanziario. La presente relazione non è stata approvata, rivista o prodotta da MSCI.

Il logo [A/B] è un marchio di servizio di AB e AllianceBernstein® è un marchio registrato utilizzabile previa autorizzazione del titolare, AllianceBernstein L.P.

© 2016 AllianceBernstein L.P., 1345 Avenue of the Americas, New York, NY 10105

