



Robert Kuin
FORTIS INVESTMENTS
 EUROPEAN EQUITY ANALYST
 SECTOR MANAGER



Grégoire Delouche
DEXIA
 ASSET MANAGER
 SETTORE TELECOMUNICAZIONI

QUALI TELECOM MERITANO UN INVESTIMENTO

Opportunità e rischi dopo il buon andamento del 2006. Quattro gestori internazionali specializzati giudicano il mercato e indicano le società che nel medio periodo hanno ancora margini di rialzo

■ di Fabio Sansone

Dopo il grande boom del 1999-2000 e il successivo crollo delle quotazioni dal 2001 al 2003, il settore delle telecomunicazioni sta vivendo una fase di profonda trasformazione. I grandi ex monopolisti di telefonia fissa difendono l'erosione del fatturato e i margini, gli operatori di telefonia mobile si adeguano alle nuove tendenze dei consumatori e i nuovi operatori cercano di conquistare quote di mercato. Ma quali sono le prospettive del settore e su quali titoli e a quali condizioni si può scommettere sulle telecom? *Investire* lo ha chiesto a quattro gestori internazionali specializzati.

Qual è la vostra opinione sul settore telecomunicazioni?

Grégoire Delouche
 ASSET MANAGER DEXIA
 SETTORE TLC.

In termini assoluti, il settoreTlc è piuttosto allettante in quanto presenta scarsi rischi: situazioni patrimoniali solide e sane, capacità di generare cash flow consistenti, i dividendi so-

no alti con ancora potenziali di crescita e le valutazioni sono attraenti.

In termini relativi, se compariamo il suo potenziale con l'intero mercato europeo, il settoreTelecom presenta pochi vantaggi offrendo prospettive di crescita inferiori rispetto ad altri settori. Le societàTelecom hanno poche opportunità di investimento.

Attualmente possiamo considerare il settoreTelecom come difensivo. In caso di crisi, si dovrebbe investire ma in una situazione di crescita stabile dei mercati, il settore TLC non è consigliato. Attualmente la performance del settore è più o meno in linea. Durante l'ultima crisi (luglio-agosto) il settoreTelecom ha sovraperformato rispetto al mercato europeo, ma quando il mercato ha raggiunto una maggior stabilità, le performance sono state inferiori.

Hubert Dekock
 SENIOR INVESTMENT MANAGER
 - HEAD OF TELECOM/MEDIA
 ING IM

E' improbabile che il settore possa registrare nel 2007 e 2008 le stesse performance ottenute durante il 2006 (+28%), ma restiamo comunque positivi sulle prospettive perché ci attendiamo la prosecuzione del trend visto nel 2006. La mancanza di visibilità che ha caratterizzato il settore per alcuni anni, derivante dall'assenza di innovazione tecnologica e legislativa e dall'inesistenza di competitività, sembra si stia riducendo. Le compagnie di telefonia fissa e mobile come AT&T (Stati Uniti), NTT (Giappone), KPN (Olanda) e alcune altre stanno fornendo alcuni interessanti spunti per poter sfruttare questi cambiamenti con suc-

cesso senza peraltro sacrificare il loro ROIC (Ritorno sul Capitale Investito). Se i mesi rimanenti del 2007 dovesse portare maggiori sviluppi in questo campo, allora ci sarebbero ulteriori ragioni per essere ottimisti. .

Robert Kuin

EUROPEAN EQUITY ANALYST
SECTOR MANAGER FORTIS
INVESTMENTS

Il settore europeo delle telecomunicazioni continua a rimanere interessante sotto diversi punti di vista. In primo luogo, il confronto tra le valutazioni di mercato e stime interne relative ai discounted cash flow (DCF) ci consente di intravedere ottime opportunità di investimento nel settore.

Grazie alle operazioni di M&A e di ristrutturazione aziendale, ai consolidamenti, vediamo aumentare la trasparenza nelle prospettive di diversi operatori, con una riduzione dei rischi per i rendimenti. Inoltre, il livello dei dividendi e le operazioni di buybacks danno sostegno al settore. I cambiamenti tecnologici e normativi rimangono fattori da seguire con interesse, perchè possono avere forti impatti sulle dinamiche competitive del settore.

Bruno Lippens

GESTORE DI PICTET PFTELECOM

Pensiamo che il settore telecom possa continuare a registrare buone performance nel medio termine. Nel lungo periodo, invece, osserviamo una serie di rischi che potrebbero impattare negativamente sui margini e quindi sui profitti. Nel breve termine, infine, riteniamo che i fondamentali siano stabili e le valutazioni attuali possano aiutare a far registrare un rialzo delle quotazioni. Inoltre le caratteristiche tipicamente difensive del settore (scarsa correlazione con il ciclo economico, alti dividendi pagati) potrebbero diventare dei punti forti in caso di incertezze sulla crescita economica futura o su un brusco ritorno della volatilità sui mercati finanziari.

Quali gli elementi a favore di un investimento in questo settore?

Grégoire Delouche (Dexia)

Come già detto, il settore presenta alcuni vantaggi in caso di debolezza dei mercati grazie alle intrinseche caratteristiche difensive. Altri argomenti a favore del mercato TLC sono i seguenti: crescita superiore alle aspettative (lo



Bruno Lippens
PICTET

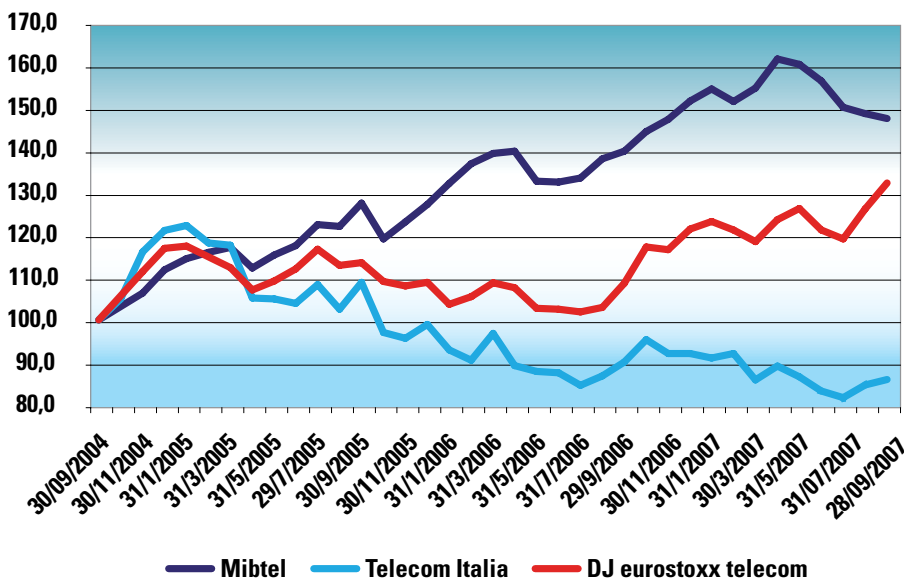
FUND MANAGER
DI PF TELECOM



Hubert Dekock
ING IM

SENIOR INVESTMENT
MANAGER TELECOM/MEDIA

Telecom Italia, da due anni e mezzo sotto gli indici



Borsa: Telecom Italia a confronto con il Mibtel e con la media delle telecom europee.

Telecom Italia, le stime sui conti

	FATTURATO (MIL. EURO)	EBITDA (MIL. EURO)	PROFITTI (MIL. EURO)	P/E	FLUSSI IN %	DIVIDEND DI CASSA IN %	RAPPORTO DEBITI/ EBITDA
2005	29.919	12.517	2.452	17,0	11,1	6,5	4,2
2006	31.275	12.924	3.007	13,9	11,7	6,5	3,6
2007E	31.624	12.340	2.433	17,2	10,4	5,0	3,7
2008E	32.381	12.526	2.526	16,6	6,2	5,1	3,6
2009E	32.855	12.818	2.842	14,7	8,7	5,8	3,6

Fonte: dati della compagnia (2005 e 2006) e stime Dresdner Kleinwort Research (2007, 2008 e 2009).

scorso anno, gli analisti indicavano una crescita nulla (0%) mentre il settore sta crescendo a tassi compresi tra 0,5 e l'1%, cospicui cash-flow utilizzati per la distribuzione dei dividendi (in crescita) a per realizzare programmi di buy-back, valutazioni interessanti etc.

Hubert Dekock (Ing)

Principalmente il fattore M&A (fusioni e acquisizioni), i cambiamenti che riguarderanno le prospettive delle società (in particolare gli utili), ulteriori iniziative di taglio dei costi e il ritorno che otterranno gli azionisti sul loro investimento (buybacks, crescita dei dividendi)

Robert Kuin (Fortis)

Gli elementi a favore degli investimenti nel settore europeo delle Telecomunicazioni sono: la maggiore trasparenza nei trend di mercato, i più bassi rischi per i rendimenti del settore, le valutazioni attraenti e i ritorni agli azionisti.

Bruno Lippens (Pictet)

Sono almeno tre i punti a favore dell'investimento nelle telecom. Il primo riguarda le valutazioni: benchè il settore abbia avuto un buon andamento negli ultimi due mesi, resta leggermente più attraente rispetto alla media di mercato. Il secondo punto attiene alla stabilità dei profitti: dopo gli anni 2001- 2004, le aspettative annuali degli utili sono sempre state sostanzialmente rispettate e si sono stabilizzate rendendo questo settore molto difensivo e particolarmente attraente in un mercato che dovesse vedere crescere la volatilità. Infine, ma non certo per importanza, i dividendi: un

7% di flussi di cassa disponibili e un 4,5% di dividend yield (rendimenti da dividendi distribuiti agli azionisti) fanno gola in un contesto di mercato che potrebbe vedere peggiorare le aspettative economiche e declinare i tassi di interesse.

Quali, invece, i fattori che lo sconsigliano?

Grégoire Delouche (Dexia)

Abbiamo già menzionato i principali svantaggi del settore: tassi di crescita minori rispetto ad altri settori senza possibilità di rialzo data la scarsità di

opportunità di investimento, eccezion fatta per scalate a competitor di dimensioni inferiori. Nel caso di mercati in crescita, i titoli Telecom saranno penalizzati dal loro profilo difensivo.

Hubert Dekock (Ing)

I fattori negativi potrebbero essere maggiormente legati al persistere degli interventi legislativi (tariffe applicabili, sviluppi sulle fibre ottiche, etc), la competizione sulle cablature, l'unbundling e le paure di lungo termine sul VOIP (la tecnologia che riesce a trasmettere la voce attraverso Internet).

Inoltre, il rallentamento della crescita degli utili dovuta alla maturazione del mercato della telefonia mobile e un mercato della telefonia fissa più competitivo..

Robert Kuin (Fortis)

Un posizionamento selettivo nel settore delle telecomunicazione è importante nella visione della nostra casa. In un ambiente caratterizzato da incertezza, dovuta agli sviluppi tecnologici e normativi nella telefonia fissa e mobile, è importante seguire ed anticipare gli impatti sulle barriere all'entrata e sulle dinamiche competitive ed, infine, i rendimenti del capitale investito.

Ma Telecom Italia non vale una scommessa

Gli ultimi report degli analisti si concludono con un giudizio sostanzialmente favorevole per l'ex monopolista italiano. Infatti Mark Cardwell di Stanford C. Bernstein &c. assegna un giudizio outperform (rendimento del titolo superiore alla media di mercato) per i prossimi 12 mesi con un target price di 2,5 euro per azione. Stesso prezzo obiettivo indicato da Robert Grindle, analista di Dresdner Kleinwort che nel report del 2 ottobre scorso assegna

un giudizio Add (aumentare le posizioni in portafoglio) al titolo Telecom Italia, Neutrali (andamenti in linea con la media di mercato) le raccomandazioni espresse invece da Carmelo Pappalardo di Rasbank e da Luigi Minerva di Hsbc anche se i target price, rispettivamente pari a 2,03 euro e a 2,25 euro, differiscono non poco. Investire ha colto l'occasione, per rivolgere ai gestori di fondi specializzati sulle telecom alcune domande specifiche su Telecom Italia.

Cosa pensate della società? Riuscirà a fare meglio della media di settore nei prossimi 12 mesi? Ritenete che sia da sovrappeso, neutrale o sottopeso in portafoglio?

Grégoire Delouche (Dexia)

La società è ben posizionata con margini elevati e quote di mercato elevate: il titolo offre perciò più rischi di ribasso che potenzialità di rialzo. La sua valutazione è molto appetibile ma non crediamo che possa rappresentare un'op-

Bruno Lippens (Pictet)

Anche in questo caso sono tre i fattori che giocano a sfavore a cominciare dalle disposizioni dei regolatori del mercato.

Le regole ce entreranno in vigore in Europa nel 2009 sulle reti telefoniche, metteranno nuove pressioni sui margini dei grandi ex monopolisti. D'altra parte, però, non ci aspettiamo grossi impatti da parte degli operatori di telefonia mobile su quelli di telefonia fissa.

Altro punto critico è poi quello della maturità del mercato: il settore ha beneficiato della forte crescita della telefonia mobile negli ultimi anni ma ora anche questa sembra entrata in una fase di consolidamento.

Nuove grandi opportunità in grado di contrastare il declino del fatturato della telefonia fissa sono sempre più scarse e ciò si traduce in una diminuzione dei margini. Infine anche le nuove tecnologia possono rappresentare un'arma a doppio taglio.

La Wimax (il servizio di banda larga senza fili), per esempio, può garantire nuove entrate agli operatori forti già esistenti ma permetterà l'ingresso anche di nuovi attori che potranno soffiare quote di mercato.

Indicate quali sottosettori o società vi piacciono, e perché?

Grégoire Delouche (Dexia)

Per un orizzonte di investimento di 12 mesi i titoli potrebbero essere:

Vodafone: leader globale nella telefonia mobile. La società beneficia delle peculiarità già menzionate (valutazioni, alti dividendi, situazioni patrimoniali solide, ottima generazione di cassa...). Una caratteristica addizionale di Vodafone è la non operatività nel servizio di telefonia fissa. Riguardo alla telefonia mobile, vediamo un potenziale upside grazie al business relativo al trasferimento di dati che può portare ad un deciso incremento dei ricavi per le società operative nel mercato. Dato che Vodafone è attiva solo nel segmento mobile, beneficerà direttamente di questa nuova possibilità.

France Telecom (FT): ha lo svantaggio di essere anche nel business del fisso. Questo business è caratterizzato da un'alta competizione che spesso penalizza i risultati di FT. Nonostante ciò, la quota di mercato della società nel business fisso è stabile da

Da sapere

■ Cash flow

Flusso di cassa. Disponibilità finanziaria che si genera in un'impresa in un determinato periodo di tempo, disponibile per nuovi investimenti o per remunerare il capitale investito. Costituisce la somma di utili netti, ammortamenti ed accantonamenti.

■ DCF

E' l'acronimo di discounted cash flow, un modello di analisi finanziaria che permette di stimare il valore di una società quotata in funzione dei flussi di cassa correnti e di quelli futuri.

■ Buy back

Dall'inglese, riacquisto di azioni. E' l'operazione, deliberata dal consiglio di amministrazione di una società quotata, in base alla quale il management si impegna a riacquistare in Borsa fino ad un certo prezzo massimo, entro un determinato arco di tempo azioni della società accantonando riserve patrimoniali per tale obiettivo.

■ Dividend yield (letteralmente rendimento del dividendo)

E' il rapporto, espresso in percentuale, tra l'importo del dividendo distribuito dalla società e il suo prezzo di Borsa. Per esempio, il dividend yield di un titolo azionario che quota 10 euro e distribuisce un dividendo di 0,4 euro è pari al 4%.

portunità per sovraperformare il settore nei prossimi 12 mesi (ad eccezione di un breve lasso di tempo). Un elemento positivo per Telecom Italia è che almeno uno dei suoi principali competitor potrebbe abbandonare il mercato.

Hubert Dekock (Ing)

Abbiamo sempre avuto Telecom Italia nel nostro portafoglio ma ora l'esposizione è molto al di sotto del suo peso rispetto a quello che la società ha nel benchmark

Bruno Lippens (Pictet)

Telecom Italia è trattata in Borsa ai prezzi attuali con un piccolo sconto rispetto alla media dei concorrenti di settore. Le ragioni di questo sconto vanno ricercate nell'incertezza che regna sulla strategia futura della compagnia, sul futuro flusso di dividendi e sulla sua futura compagine di proprietà e del relativo piano industriale. Nonostante tutto questo, riteniamo che vi siano potenziali catalizzatori che possa-

no migliorare le quotazioni del titolo come il consolidamento della telefonia mobile e le azioni intraprese con successo nella banda larga e nel servizio di telefonia fissa. Riteniamo in ogni caso che le prospettive del titolo dipendano in larga misura dalle strategie che adotteranno i nuovi soci di maggioranza e le intenzioni che dichiareranno a proposito della politica dei dividendi. Nel nostro portafoglio manteniamo un lieve sovrappeso di Telecom Italia.

alcuni trimestri consecutivi. Questa stabilità offre maggiore visibilità nel segmento mobile, che ha come riflesso una minor incidenza del fisso sul totale dei risultati societari. In termini di valutazione, consideriamo ora FranceTelecom alquanto appetibile. Il Management di FT sta cercando di incrementare il fatturato ricavi medi per utente di linea fissa incoraggiando linee multiple combinate (tre o quattro). Inoltre, stanno cercando di incrementare i loro servizi a banda larga (TV,TCV su richiesta e numerosi profili specifici per gli utenti della linea mobile) al fine di innalzare la profittabilità per ogni utente.

Neuf Cegetel: operatore francese nel broadband (internet) i cui maggiori investimenti relativi alle infrastrutture sono terminati lo scorso anno. Attraverso l'acquisizioni di competitor di dimensioni contenute operanti sul mercato francese, Neuf Cegetel ha ora raggiunto una massa critica. Questo significa che la società dovrebbero essere in grado di aumentare i propri margini dati che alcuni servizi e infrastrutture (network, i servizi post vendita etc.) potrebbero essere affittabili. In aggiunta, Neuf Cegetel fa parte di SFR (Société Française de Radiotéléphonie, operatore di telefonia mobile francese che fa parte del gruppo Vivendi). Il flottante è alquanto basso (15%) e si ritiene possibile avvenga uno squeeze out (Vivendi potrebbe acquistare le azioni residuali di Neuf Cegetel).

Hubert Dekock (Ing)

Generalmente non commentiamo i singoli nomi. In linea generale, preferiamo le società telefoniche canadesi e il segmento tower business.

A livello geografico, troviamo interessanti i Paesi dove i sistemi di cablaggio sono ancora limitati (o dove questi sono del tutto inesistenti), e quelli dove si consolidano i sistemi wireless domestici (che significa riduzione del numero di fornitori nel mercato). Inoltre, guardiamo con favore a quei Paesi in cui prevediamo sia possibile un ulteriore taglio dei costi sulla telefonia fissa e i mercati emergenti dove l'esistenza di sistemi wireless è ancora molto limitata (India, Indonesia, America Latina e alcuni Stati dell'Africa).

Robert Kuin (Fortis)

Le nostre posizioni nel settore europeo delle telecomunicazioni sono guidate da una strategia di investimento bottom-up, basata su una combinazione di modelli interni di valutazione DCF e sull'identificazione di elementi catalizzatori (nuovi flussi, trend settoriali etc). Riteniamo che queste posizioni ci consentiranno di beneficiare dei trend settoriali e delle opportunità scaturenti dalle ristrutturazioni aziendali e dalle operazioni di M&A.

Bruno Lippens (Pictet)

Singapore telecom, che offre una combinazione tra una stabile e proficua posizione nel mercato dinamico domestico e potenziali di crescita in Australia accompagnati da forte crescita nei Paesi emergenti (India, Indonesia, Thailandia, Filippine e Pakistan). Inoltre gli ingenti flussi di cassa permetteranno alla compagnia di sostenere dividendi sempre più ricchi nei prossimi anni.

Telenor: il titolo ha sofferto per la delusione dei dati di bilancio relativi al mercato interno (Norvegia) e per le incertezze derivanti da alcune importanti sussidiarie (Ucraina e Bangladesh). Riteniamo che il mercato stia prezzando il titolo nel suo scenario peggiore e che vi siano ampie potenzialità di guadagno con un rischio di perdita relativamente ridotto.

Iliad, è il principale beneficiario delle aperture del mercato francese delle comunicazioni. Inoltre gli investitori fanno previsioni eccessivamente negative sul futuro delle fibre ottiche (dove la società è leader) e sui costi potenziali della licenza 3G (che interessa alla compagnia).

Embarq, nata nel 2006 da uno spin off di Sprint, vanta un management che si è dedicato al miglioramento strutturale dell'efficienza aziendale. Riteniamo che la società possa comunicare dati di bilancio molto positivi sotto il profilo dei margini e dei dividendi (che attualmente già toccano il 4,2%).

American Tower, è l'ideale per investire con beneficio nella crescita della telefonia mobile nelle aree in cui non è già matura, come negli Usa e nei mercati emergenti. ■

“ A livello geografico troviamo interessanti i Paesi dove i sistemi di cablaggio sono ancora limitati o inesistenti e quelli dove si consolidano i sistemi wireless domestici ”

NON SI FERMERÀ LA CORSA DEI PRODOTTI DI LUSO

Focus

■ Le migliori aziende del lusso e dei prodotti di grande marca, che pure hanno già visto crescere sensibilmente i loro profitti, sono destinate a guadagnare ancora di più grazie al forte aumento della domanda che proviene dai Paesi emergenti, Cina in testa.

■ I gestori internazionali che investono in questo settore sono quindi ottimisti e consigliano di mettere in portafoglio società del lusso e grandi marche in misura superiore al normale. Nelle pagine che seguono gli stessi gestori indicano, motivando le scelte, una serie di titoli ritenuti più promettenti.

Anche dopo due anni di sensibile rialzo le previsioni dei gestori internazionali specializzati restano positive. Per voi i loro titoli preferiti nel medio-lungo periodo

Le correzioni dei mercati finanziari di fine febbraio e della scorsa estate hanno rafforzato la convinzione degli analisti sul potenziale del settore lusso. Le valutazioni del settore sono infatti interessanti e inferiori alla media storica.

Non solo. La domanda di questi beni è in aumento grazie al crescente numero di consumatori facoltosi e di nuovi milionari soprattutto in Cina e Russia. I marchi più solidi di questo settore che si sono affermati nel corso del tempo rendono i produttori di beni di lusso meno sensibili ai cicli di mercato. *Investire* ha chiesto a tre gestori internazionali specializzati sul settore cosa ne pensassero a riguardo, richiedendo i suggerimenti da adottare e i titoli più interessanti.

Qual è la vostra opinione sul settore beni di consumo di marca e lusso?

Isabelle Ardon

SENIOR FUND MANAGER DEL COMPARTO SGAM FUND EQUITIES LUXURY & LIFESTYLE
Quando abbiamo lanciato, nel 2002, la strategia legata al settore del lusso, abbiamo sviluppato una nostra idea di lusso. La nozione di lusso è soggettiva e si evolve nel tempo, per cui non ci sono regole scientifiche per definire una società operante nel lusso. Detto questo, siamo giunti a questa definizione: qualcosa di non essenziale, che può portare piacere (soggettivo), qualcosa di dispendioso (soggettivo), di qualità superiore, non facile da reperire. Abbiamo suddiviso l'universo del lusso in due gruppi: il primo comprende prodotti caratterizzati da brand ben noti come Louis Vuitton, Gucci e Dior, che si propongono anche come status symbol. Il secondo gruppo include invece prodotti o servizi che, nella loro categoria, sono considerati lo stato dell'arte, apprezzati più per la qualità elevata della loro offerta che per il loro brand, come Sonova (produttore apparecchi acustici) o Nobel Biocare (impianti dentali). Noi rimaniamo molto positivi sul settore del lusso. Il settore ha visto una forte crescita dei margini negli ultimi anni. Prevediamo un'ulteriore espansione dei profitti netti nel 2008: 14.8%, contro il 13.8% del 2006 (fonte: JCF).

Caroline Reyl

SENIOR INVESTMENT MANAGER DI PICTET INTERNATIONAL MANAGEMENT

Gli ultimi due anni sono stati eccellenti per il settore dei beni di lusso e delle grandi marche con una accelerazione del fatturato e dei profitti che hanno segnato nuovi record. Ritengo che il settore si manterrà su livelli sostenuti anche nell'immediato futuro e nei prossimi anni in virtù dei favorevoli trend macro economici e sociali. La domanda di beni di lusso e di elevato standing proveniente dai Paesi emergenti e in particolare dalla Cina e dalla Russia mostra una forza consistente e sostenibile nel tempo. Basti pensare che in meno di 10 anni i cine-

si diventeranno, secondo le più recenti stime, i primi consumatori al mondo di beni di lusso. Inoltre, il numero delle persone ricche (High net worth individual) e la loro ricchezza crescono a ritmi sostenuti e si indirizzano sempre di più verso le grandi marche e il lusso. Infine, ma non ultimo, la crescita del potere di consumo è ormai globale. Nel senso che occorre guardare a quelle che un tempo erano delle nicchie di mercato e che oggi rappresentano nuove fonti di domanda di beni e servizi di lusso. Faccio riferimento, per esempio, ai turisti dei Paesi emergenti, e in particolare a quelli facoltosi di Cina, Medioriente, Est Europa, Russia e India, che quando viaggiano amano spesso il lusso e spendere in acquisti molto più generosi rispetto a quanto non facciano gli europei e gli americani.

Rajesh Tanna

GESTORE DEL FONDO CREDIT SUISSE EQUITY FUND LEADING BRANDS

Il primo obiettivo del comparto CS ef (Lux) Leading Brands è di garantire all'investitore un'esposizione alla crescita dei consumi nel segmento dei

beni e servizi di consumo nei Paesi emergenti di tutto il mondo e, al contempo, un posizionamento sulle compagnie innovative in grado di offrire nuovi prodotti e servizi che possano diventare i grandi brand del futuro. In quest'ottica ci aspettiamo che il profilo di crescita dei consumi mostrato dagli emerging markets possa proseguire in virtù anche dell'ampliamento del processo di urbanizzazione in Asia che vede crescere in maniera significativa la spesa per ogni tipologia di beni e servizi di consumo. Un ulteriore impulso, poi, dovrebbe arrivare dai Giochi Olimpici in Cina del prossimo anno. E l'investimento in compagnie innovative capaci di generare forti profitti coinciderà con le società in grado di affermare il proprio marchio di qualità sul mercato.

Quali gli elementi a favore di un investimento in questo settore?

Isabelle Ardon (SGAM)

Il settore del lusso presenta tre grandi vantaggi: 1) una domanda in aumento dovuta a una maggiore ricchezza

nei Paesi emergenti e a un invecchiamento della popolazione nei Paesi sviluppati; 2) un maggiore potere dei prezzi grazie a una domanda relativamente insensibile all'aumento dei prezzi per i brand più rinomati; 3) forti barriere in entrata a causa del processo di costruzione del brand, che richiede molto tempo e un enorme budget da investire in pubblicità e comunicazione.

Caroline Reyl (Pictet)

Quando si investe in questo settore ci si espone di fatto alla crescita di qualità e sostenibile nel tempo. Ecco perché riteniamo che un primo punto di forza del settore sia il puntare su aziende ad alto tasso di crescita. Ci aspettiamo un aumento dei profitti dell'8% - 10% nei prossimi due anni e dal momento che le compagnie di questo settore traggono beneficio dal brand forte, hanno maggiori possibilità di fare anche meglio di tale target. Tanto più che molti di questi player sono ben diversificati geograficamente e traggono in media un 20% di ricavi dai Paesi in via di sviluppo. Un altro punto di forza è poi rappresentato dall'alta profittabilità. Il potere di



Caroline Reyl
PICTET IM

SENIOR INVESTMENTS MANAGER



Rajesh Tanna
CREDIT SUISSE

GESTORE DEL FONDO CREDIT SUISSE EQUITY FUND LEADING BRANDS



Isabelle Ardon
SG ASSET MANAGEMENT

SENIOR FUND MANAGER DEL COMPARTO SGAM FUND EQUITIES LUXURY & LIFESTYLE

Da sapere

imporre prezzi elevati da parte di queste società, molto più di altre che concorrono in mercati di massa, consente di generare margini di guadagno eccellenti. Terzo ma non meno importante punto. È la capacità di generare ingenti flussi di cassa. Infatti più che in passato, quando il management si faceva prendere facilmente la mano spingendosi in dispendiose acquisizioni, le società del settore mostrano un'attenzione ai soci azionisti in termini di generazione di flussi di cassa finalizzata o alla distribuzione di dividendi più generosi o al buy back (come di recente è accaduto per Daimler e Swatch group).

Rajesh Tanna (Credit Suisse)

Il nostro fondo è perfettamente in grado di investire sia nei mercati sviluppati che negli emerging markets. Investire nelle grandi marche dei Paesi occidentali permette spesso di beneficiare di una esposizione forte nei Paesi emergenti, con tutti i vantaggi che ne derivano ma con una volatilità dell'investimento inferiore a quella che si otterrebbe investendo direttamente in aziende locali. D'altra parte, però, individuare alcune imprese locali dei Paesi in via di sviluppo che abbiano valutazioni attraenti e una potenziale affermazione del proprio marchio nell'immediato futuro può fornire un indubbio plus al portafoglio. Proprio per queste ragioni, il nostro processo d'investimento utilizza il sistema interno di valutazione, denominato CS proprietary Holt valuation system e che incrocia i dati delle società operative in tutto il mondo, basa le scelte potenziali di investimento su parametri quali una ingente generazione di flussi di cassa, solidi bilanci, aspettative di rialzo dei profitti e valutazioni di mercato del titolo non eccessive.

Quali invece i fattori che lo sconsigliano?

Caroline Reyl (Pictet)

Il punto debole del settore, in particolare per un investitore come quello italiano che ragiona in euro, è il rischio di cambio. Di norma una com-

pagnia del settore lusso europeo sostiene costi in euro mentre i ricavi sono in dollari o in yen con effetti spesso negativi sui profitti netti finali. Negli ultimi quattro anni, infatti, lo yen giapponese e il dollaro Usa si sono deprezzati, rispettivamente, del 45% e del 35% rispetto alla moneta unica europea. Tuttavia le società riescono, almeno in parte, a contrastare questo fenomeno negativo con operazioni di copertura dei cambi e con una diversificazione del portafoglio ordini. Altri punti deboli del settore potrebbero poi essere rappresentati da un drastico e durevole calo dei consumi a livello mondiale e una frenata del settore turistico. Senza dimenticare che ogni tensione politica internazionale e, in particolare riguardante i Paesi emergenti, ogni crisi derivante da attacchi terroristici e di epidemie ha indubbi impatti sulle prospettive a breve medio termine del settore.

Rajesh Tanna (Credit Suisse)

I rischi dall'investimento in un fondo come questo risiedono essenzialmente in un rallentamento accentuato della crescita economica e dei consumi, un aumento della disoccupazione e della volatilità dei mercati dei Paesi emergenti. Il nostro lavoro consiste nel selezionare e diversificare al meglio il portafoglio del fondo per renderlo il meno sensibile alle variazioni del ciclo economico.

Riuscirà il lusso a fare meglio della media degli altri settori di mercato nei prossimi 12 mesi? Ritenete che sia da sovrappesare, tenere neutrale o da sottopesare in portafoglio?

Isabelle Ardon (SGAM)

Siamo ottimisti nei confronti di un settore così dinamico e, all'interno di un portafoglio allargato, consigliamo senz'altro di sovrappesarlo. Il nostro consiglio si basa sulla sua crescita, sul miglioramento dei margini di guadagno, sull'aumento dei profitti, più alti rispetto a quelli del resto del mercato

■ HNWI

Acronimo di High Net Worth Individual, investitore privato con elevate disponibilità finanziarie. La soglia partire dalla quale un investitore è così etichettato varia a seconda delle indagini: di solito la sua ricchezza finanziaria è compresa tra uno e 5 milioni di dollari. High net worth individual.

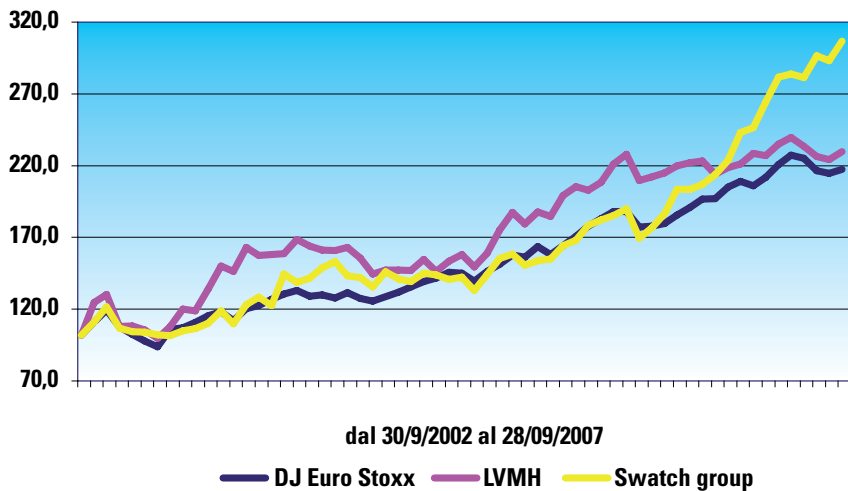
■ Buy back

Dall'inglese, riacquisto di azioni. È l'operazione, deliberata dal consiglio di amministrazione di una società quotata, in base alla quale il management si impegna a riacquistare in Borsa fino ad un certo prezzo massimo, entro un determinato arco di tempo azioni della società accantonando riserve patrimoniali per tale obiettivo.

■ Cash flow

Flusso di cassa. Disponibilità finanziaria che si genera in un'impresa in un determinato periodo di tempo, disponibile per nuovi investimenti o per remunerare il capitale investito. Costituisce la somma di utili netti, ammortamenti ed accantonamenti.

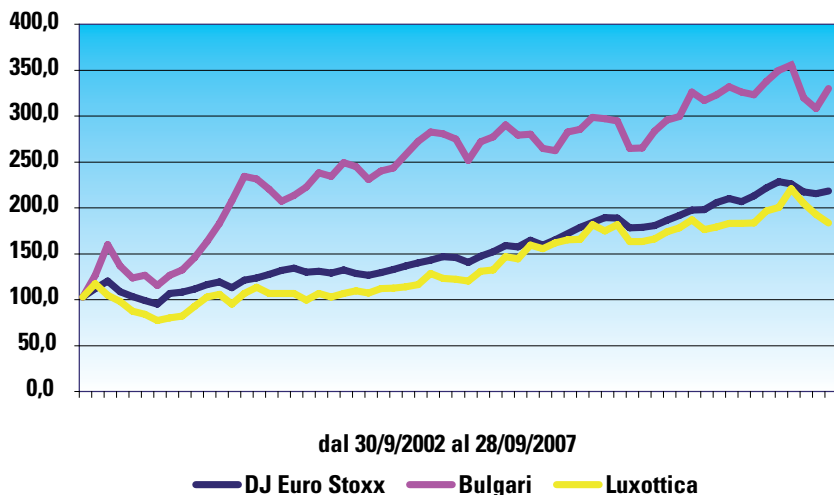
L'accelerazione di Swatch



I titoli LVMH e Swatch a confronto con l'indice azionario europeo.

“ Secondo Merrill Lynch la Cina coprirà nel 2014 il 23% dei consumi mondiali di beni di lusso, contro il 13% del 2006 ”

Bulgari meglio della media della Borse europee



I titoli Bulgari e Luxottica a confronto con l'indice azionario europeo.

azionario. Diversi fattori contribuiscono alla crescita di questa industria. Prima di tutto, le classi media e alta si stanno ingrandendo molto rapidamente nei Paesi sviluppati. Secondo Merrill Lynch, la Cina coprirà, nel 2014, il 23% dei consumi mondiali di beni di lusso, contro il 13% del 2006. La Russia ha più miliardari di qualsiasi altro Paese, dopo gli Stati Uniti, e l'India è il secondo maggiore mercato di gioielli al mondo. Un potenziale importante esiste anche in Usa, dove però i prodotti con un brand noto sono sotto-rappresentati appena si lasciano le città costiere.

Caroline Reyl (Pictet)

Siamo convinti che il fondo Premium Brands sia in grado di performare meglio rispetto alla media delle azioni del settore dei beni di consumo in virtù del suo profilo di crescita sostenibile nel medio termine, della profittabilità e della generazione del cash flow delle società inserite in portafoglio. In uno scenario invece di mercato in ribasso, dovrebbe essere in grado di esprimere una maggiore capacità difensiva rispetto ai consumer goods generici, grazie alla composizione delle aziende nel giardino che evidenziano un forte profilo finanziario, una maggiore fedeltà delle clientela e una minore dipendenza dalla concorrenza dei prezzi.

Rajesh Tanna (Credit Suisse)

Ci aspettiamo che il fondo possa registrare buone performance in ogni tipo di scenario e periodo. Analisi empiriche interne ci suggeriscono che le società con grandi marchi riescono a comportarsi bene in Borsa meglio della media di mercato in ogni stagione finanziaria. Al momento, in particolare, suggeriamo un soprappeso di questo tema (le grandi marche e il settore del lusso, ndr) in quanto vediamo una crescita strutturale dei consumi di fascia alta dei Paesi emergenti e grandi attese per le Olimpiadi cinesi del 2008.

Indicate le singole società del settore che vi piacciono

Isabelle Ardon (SGAM)

Consigliamo i seguenti titoli: **LVMH.** La più grande azienda di lusso a livello mondiale ha un modello di business molto forte e ha pubblicato dati positivi relativi alla prima metà del 2007, con un guadagno di esercizio superiore all'11%. Tutte le sue divisioni stanno mostrando una buona crescita. Il gruppo al momento non vede un rallentamento nelle vendite in America e in Giappone ed è riuscito a implementare un approccio più dinamico, che ha già mostrato buoni risultati.

Swatch. La crescita dell'export di orologi svizzeri si è attestato su valori a due cifre durante i primi otto mesi dell'anno. La Federation of Swiss Watch Industry ha rivisto al rialzo il suo giudizio per l'intero 2007, dal +9-10% al +12-13%. Nella prima metà dell'anno Swatch ha riportato le sue vendite sopra il 17%. Considerando questi buoni risultati, così come il buon andamento di luglio/agosto, abbiamo aumentato la nostra fiducia sulla sua crescita per gli anni 2007-2008.

Pernod Ricard. Nel biennio 2006/2007 Pernod Ricard ha raggiunto importanti sinergie di costo, in seguito all'acquisizione di Allied Domecq. L'intera gamma di brand ha mostrato buoni progressi. In particolare, i primi 15 marchi, che sono tra quelli di più elevata qualità, sono cresciuti del 13%, contro il 9,1% della gamma nel suo complesso. Anche i profitti asiatici stanno aumentando (crescita organica del 29%).

Luxottica. I dati delle vendite relativi alla prima metà dell'anno sono molto positivi, guidati su larga scala dal totale delle vendite. Ci aspettiamo significative sinergie in seguito all'acquisizione di Oakley.

Antichi Pellettieri: la società ha pubblicato i dati delle vendite relative alla prima metà del 2007 (+18%) e quelli dei profitti pre-tax (+45%). Come previsto, le vendite sono state particolarmente forti nei mercati emergenti (+33%). Il management ha confermato le sue previsioni di

una crescita dinamica per il 2007, così come i risultati positivi della campagna autunno/inverno.

Caroline Reyl (Pictet).

Ci piacciono in particolare:

Richemont: tramite il suo principale brand di gruppo, Cartier, la compagnia beneficia di un eccellente posizionamento sia nel segmento della gioielleria che in quello degli orologi e accessori. Un gruppo in grado di generare un ingente flusso di cassa e trattato in Borsa a multipli davvero contenuti, molto al di sotto della media del settore lusso. Questa compagnia merita una rivalutazione da parte del mercato potendo vantare, peraltro, ampi margini di crescita.

Diageo: rappresenta uno dei gruppi leader mondiali nel segmento vino/alcolici e possiede rinomate etichette internazionali nei whisky quali, ad esempio, Johnny Walker e J&B. Ci piace per la sua alta profittabilità, per l'elevato ritorno del capitale investito, e per il suo profilo difensivo nel settore dei beni di consumo.

Pernod Ricard: è il gruppo secondo al mondo, dietro Diageo, nel segmento vini - alcolici traendo ampi benefici da note marche quali, per esempio, Pernod, Ricard e Chivas. La recente acquisizione di Allied Domecq ha permesso di guadagnare importanti quote di mercato negli Stati Uniti mentre il management ha annunciato un piano di ristrutturazione capace di generare un incremento dei margini operativi.

Coach: è il primo produttore di Borse e borsette negli Usa. Incarna il concetto del cosiddetto nuovo lusso con un focus sulla qualità della vita, sulle aspirazioni di carriera, e sulla freschezza e vitalità giovanile. Il management è stato particolarmente agile nell'esportare questa filosofia anche nell'importante mercato asiatico con successo, conquistando e incrementando nel tempo significative quote di mercato (soprattutto in Giappone). Beneficia pertanto sia di un eccellente management che di una alta qualità dei profitti.

Rajesh Tanna (Credit Suisse)

Tra i titoli in portafoglio che più ci piacciono possiamo segnalare: **Cosmote Mobile Telecoms Sa:** l'operatore greco di telefonia mobile vanta una posizione dominante in diversi Paesi del Baltico con tassi di crescita dei nuovi abbonati e di utilizzo pro capite molto elevati.

Google Inc. Crediamo che la crescita del traffico Internet proseguirà a tassi sostenuti nei prossimi anni sia nei Paesi sviluppati che in quelli emergenti. Siamo convinti che Google possa mantenere la sua leadership di mercato tramite il suo motore di ricerca e generare flussi di cassa importanti e profitti robusti.

Tingyi Holding Co. Basato in Hong Kong, è market leader nell'imbottigliamento dell'acqua, dei preparati di te da bere e nell'impacchettamento di prodotti di consumo prodotti in Cina. Ci aspettiamo che la compagnia conservi la sua posizione dominante con tassi di crescita sostenuti grazie anche ai suoi mercati principali di esportazione.

Scottish & Newcastle Plc. Basata nel Regno Unito, la compagnia produce la birra Baltika fabbricata in Russia e venduta anche in India e Cina. In ognuno di questi mercati vanta una posizione forte e fatturato e profitti in accelerazione grazie anche alla sua birra considerata di elevata qualità.

Banco Santander S.A. L'esposizione del colosso bancario in America Latina è un aspetto molto interessante perché può combinare le sinergie e le esperienze di un grande gruppo mondiale con le crescenti richieste di beni e servizi finanziari provenienti dal Sudamerica

I colleghi del team del comparto CS Global Prestige, l'altro fondo di Credit Suisse asset management focalizzato sui grandi marchi del settore lusso, indicano soprattutto **Swatch group** (solide prospettive di crescita grazie all'incremento dell'efficienza produttiva e al controllo dei costi) e **LVMH** (leader mondiale dal posizionamento strategico in alcune delle aree più promettenti per il consumo di Lusso come la Cina). Anche se non mancano di segnalare **Porsche, PPR, Richemont, Bulgari, Tod's, Lindt & Sprüngli, Tiffany.** ■