

IN BORSA L'AUTO CORRE TROPPO?

Sorpresa 2005: un'industria che certo non se la passa troppo bene è uno dei settori migliori nel listino azionario europeo. Fu vera gloria? No, c'entrano molto le sistemazioni delle proprietà per il timore di scalate

■ di Sergio Pigoli

Indubbiamente si tratta di una delle maggiori sorprese borsistiche del 2005. Udite udite, fra i migliori settori dell'anno in corso in termini di performance a livello europeo si trova, insieme agli energetici, il settore dei titoli automobilistici. La tabella a pagina 31 mostra chiaramente come, con l'eccezione delle due maggiori case americane, **General Motors** e **Ford**, tutti i titoli del settore abbiano vissuto, sino ad ora, un anno di grazia. Sorge spontanea la domanda sulle motivazioni di un tale andamento per ragionare sulla possibile evoluzione futura in un momento in cui il settore nel suo complesso si è portato a livelli prossimi del 2001, e addirittura titoli come **Renault** o **Porsche** hanno segnato nuovi massimi storici.

Per poter effettuare un minimo di ragionamento ed inquadrare i valori in una giusta prospettiva abbiamo

analizzato i principali dati economici 2004 raffrontandoli con quelli del 2001. La tabella in alto, nella pagina accanto, fornisce i numeri di tali confronti. Va detto che in molti casi il 2005 si presenterà migliore, sotto tutti gli aspetti, rispetto al 2004.

I grafici dei titoli mostrano poi in tutta evidenza come il mercato abbia apprezzato il comportamento e le prospettive future di un comparto che solo pochi mesi fa non sembrava poter dare grandi soddisfazioni agli investitori. Ma allora cosa è cambiato nel frattempo e cosa potrebbe essere lecito aspettarsi per il futuro?

Molte, al di là delle speculazioni borsistiche di breve termine, sono le incognite industriali ma anche le opportunità che gravano sul comparto. In termini di auto vendute complessivamente, almeno per quanto riguarda i mercati occidentali, siamo in presenza di un mercato maturo e prossimo alla



saturatione. In quanto automobilisti tocchiamo con mano l'intasamento di tutti i centri urbani e l'insufficienza della rete stradale. Ma il mercato globale non è fatto solo di automobilisti occidentali. Sempre più rilevanza hanno assunto e assumeranno i mercati asiatici e dell'America latina dove ancora certo non si può parlare di saturazione.

Un primo elemento importante che va tenuto in considerazione quando si ragiona di auto è un concetto di marketing assai banale ma fondamentale. La domanda finale di un qualsiasi bene deve essere distinta tra domanda di prima utenza e do-



Confronto 2004-2001 per undici case automobilistiche

NOME	VENDITE 2001	VENDITE 2004	DELTA %	MARGINE OP.2001	MARGINE OP.2004	DELTA %	UTILE NETTO 2001	UTILE NETTO 2004	VALUTA
FIAT	57.575	46.488	-19%	318	22	-93%	445	1586	EURO
BMW	38.463	44.335	15%	3.319	3.737	13%	1.866	2.222	EURO
RENAULT	36.351	40.715	12%	704	2.396	240%	1.051	3.618	EURO
VOLKSWAGEN	91.740	88.963	-3%	5.455	1.523	-72%	2.915	677	EURO
PEUGEOT	51.875	57.038	10%	2.481	2.054	-17%	1.691	1.357	EURO
DAIMLERCHRYSLER	152.873	142.059	-7%	1.168	4.535	288%	662	2.466	EURO
PORSCHE	4.441	6.359	43%	543	1.047	93%	270	616	EURO
GENERAL MOTORS	177.260	193.517	9%	2.269	3.672	62%	601	2.805	DOLLARO
FORD	161.519	171.652	6%	5195	4.831	N.C.	5453	3.487	DOLLARO
TOYOTA	8.285	9.218	11%	749	701	-6%	470	529	YEN (MILIARDI)
NISSAN	3.020	3.718	23%	242	232	-4%	183	102	YEN (MILIARDI)



La nuova Fiat Grande Punto. Sotto la nuova Beetle Volkswagen. Nell'altra pagina, accanto al titolo, due Porsche cabriolet.

manda di sostituzione, dove per prima utenza si intende un bene acquistato per la prima volta da un cliente, mentre la domanda di sostituzione si riferisce ad un cliente che per diverse motivazioni decide di sostituire il bene in suo possesso con un altro simile ma nuovo. Nei vari tipi di mercati le due componenti assumono rilevanza e caratteristiche diverse. Per l'auto nel mondo occidentale la quasi totalità del mercato è un mercato di sostituzione, mentre nei paesi emergenti o di nuova industrializzazione la componente prevalente è costituita da domanda di prima utenza. Questa breve considerazione consente di valutare le prospettive del mercato dell'auto secondo un'ottica meno negativa di quella che per lungo tempo avrebbe voluto immaginare il *de profundis* per i produttori di auto.

Se infatti la domanda di auto ha tenuto negli ultimi anni,



E le obbligazioni? Poche meritano

Occasioni da cogliere al volo? In campo automobilistico ci sono tre case, il cui grado d'affidabilità appartiene alla parte cosiddetta non investment grade, che offrono rendimenti di tutto riguardo, fino a sfiorare l'11% lordo, per un'emissione a lungo termine di General Motors. Fra le tre, sicuramente il miglior rapporto tra rendimento e grado d'affidabilità lo propone Fiat, le cui prospettive, al momento, sembra stiano migliorando decisamente. Per contro, gli ultimi risultati comunicati da Ford e General Motors hanno indotto le agenzie di rating a mettere nuovamente sotto esame l'affidabilità dei loro prestiti, ipotizzando una nuova, possibile riduzione. Da due anni a questa parte, il rating General Motors, che a luglio 2003, era pari a BBB, è sceso a BBB-, il 14 ottobre dello scorso anno, per passare direttamente a BB, il 5 maggio scorso, scendendo di ben due gradini. Ford ha fatto meglio, di poco: il suo rating era BBB, a settembre 2003, ma passava a BBB-, il 12 novembre dello stesso anno, per scendere all'attuale BB+, il 5 maggio 2005. Per ora, Ford sta un gradino sopra General Motors. Per

ambidue, è scattato, dal 3 ottobre scorso, il cosiddetto outlook negativo, l'esame di cui s'è anticipato il possibile risultato finale.

Come rispondere alla domanda iniziale? Sono occasioni? Sì, nel caso della fabbrica d'automobili italiana. No, per le altre due. In effetti, se la riduzione dell'affidabilità dovesse trovare conferma, i prezzi scenderebbero ulteriormente, per riportarsi ai minimi di maggio scorso, nel momento in cui il rating venne diminuito, come s'è indicato poco sopra. Per chi ha una buona propensione al rischio, creare una posizione di emissioni delle case americane, potrebbe rappresentare una strategia interessante, a due condizioni: che si limiti la quota di capitale ad una percentuale che non rappresenti una rischiosità eccessiva per il proprio patrimonio, e che si fissi uno "stop loss", una quota massima di perdita di capitale, se le quotazioni dovessero ulteriormente scendere.

E le emissioni delle altre case automobilistiche? Offrono rendimenti troppo vicini a quelli dei titoli pubblici: meglio scegliere altre strade!

lo si deve in larga parte proprio alla sua natura determinata dalla sostituzione di vecchi veicoli. Alcuni elementi che fanno intravedere tinte fosche per la vendita di auto, quali ad esempio il costo del carburante ai massimi storici in tutto il mondo, paradossalmente possono rivelarsi come una spinta efficace alla vendita di nuove auto, meno inquinanti e soprattutto con consumi inferiori di quelle già in circolazione. Evidentemente più aumenta il costo della benzina, maggiore è la spinta ad utilizzare autoveicoli di nuova concezione che consentono una maggiore percorrenza a parità di consumi. Altro tema al quale probabilmente si è dedicata un'attenzione non del tutto mirata e quello della delocalizzazione produttiva e delle sue profonde implicazioni. Indubbiamente la tenuta, in termini di margini, è stata possibile grazie al fatto che quasi tutti i produttori nel recente passato hanno trasferito nei paesi asiatici intere fabbriche. Coloro i quali non l'hanno fatto, o l'hanno fatto con ritardo, ne pagano le conseguenze in modo assai evidente. L'aver avuto accesso a costi di manodopera corrispondenti a frazioni di quelli altrimenti sostenuti nel mondo occidentale, ha consentito risparmi notevoli in grado di mitigare le pressioni sul livello dei prezzi. In più, soprattutto per quanto riguarda la Cina, tutti i maggiori produttori hanno visto quel mercato come l'Eldorado dei prossimi de-

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 6-10-05	REND LORDO	DIFFERENZIALE DI RENDIMENTO SU TITOLO PUBBLICO TEDESCO ANALOGA SCADENZA
XS0182220862	FORD	4,875	17-05-2007	BB+ ■	99,92	4,91	2,412
XS0171922486	GENERAL MOTORS	6,00	3-07-2008	BB	102,07	5,14	2,518
XS0176164803	FORD	5,75	12-01-2009	BB+ ■	97,75	6,54	3,914
XS0205614323	FORD ■■	4,875	15-01-2010	BB+ ■	93,75	6,61	3,862
XS0107525403	FIAT ■■	6,25	24-02-2010	BA3	101,90	5,73	2,982
XS0129648621	FIAT ■■	6,75	25-05-2011	BA3	102,10	6,28	3,434
XS0187751150	GENERAL MOTORS ■■	5,375	6-06-2011	BB	97,76	5,85	3,000
XS0171943649	GENERAL MOTORS	8,375	5-07-2033	BB ■	75,75	11,24	7,974

■ OUTLOOK NEGATIVO (RATING SOTTO ESAME PER POSSIBILE RIDUZIONE)
 ■■ POSSIBILI RESTRIZIONI ALLA VENDITA IN ITALIA
 BA3 RATING MOODY'S CORRISPONDENTE A BB- DI S&P

La Cina? Più che un mercato, un aggressivo concorrente



Tutti i modelli di punta dell'americana Ford. Accanto la Volkswagen Polo, protagonista di un boom in Cina prima della reazione dei concorrenti e dell'industria cinese.



Bmw da inizio 2000 in Borsa

cenni, date le sue enormi capacità di crescita. Anche qui tuttavia esiste il rovescio della medaglia. Il caso della **Volkswagen** può essere considerato emblematico. Nel giro di soli tre anni la casa tedesca è passata da una quota di mercato di oltre il 40% a poco più del 10%. Certo la reazione dei concorrenti a livello mondiale è stata veemente. Ma il suo prodotto di punta in quel mercato, la Polo, è indubbiamente stato danneggiato dal lancio della Golo, auto cinese in tutto e per tutto, compresa la proprietà di chi la produce, che assomiglia alla Polo in molte cose, salvo che nel prezzo ovviamente di molto più basso. E le bellicose dichiarazioni dei produttori cinesi al recente salone di Francoforte non fanno che avvalorare la tesi di chi vede la Cina non solo come un mercato da conquistare ed un serbatoio quasi infinito di manodopera a basso costo, ma anche come un ulteriore aggressivo competitor che si sta solo ora affacciando nell'arena globale con il quale bisognerà fare i conti nei prossimi anni.

Ma allora cosa ha tanto spinto all'ottimismo i mercati finanziari che hanno premiato forse più di quanto lo scenario potesse far supporre? La spiegazione sembrerebbe facile da trova-



Daimlerchrysler in Borsa



Fiat da inizio 2000 in Borsa



Ford da inizio 2000 in Borsa



General Motors da inizio 2000 in Borsa



Nissan da inizio 2000 in Borsa



Porsche da inizio 2000 in Borsa



La nuova Volkswagen Passat. Sotto, uno dei modelli della gamma Porsche.



Renault da inizio 2000 in Borsa



Toyota da inizio 2000 in Borsa



Volkswagen in Borsa



Peugeot da inizio 2000 in Borsa



Ma che performance!

NOME	PREZZO AL 24/10/05	VARIAZIONE % AL 24/10/05
VOLKSWAGEN	45,92	+37,78
PORSCHE	600,59	+27,93
TOYOTA	5040	+20,86
RENAULT	72,65	+18,03
FIAT	6,82	+15,50
DAIMLERCHRYSLER	40,15	+13,89
PEUGEOT	52,8	+13,27
BMW	37,08	+11,74
NISSAN	1191	+6,91
GENERAL MOTORS	28,26	-29,45
FORD	8,25	-43,64

re. La gran parte dei titoli automobilistici sono realmente public companies controllate da un nucleo ristretto di soggetti con percentuali di capitale che non li mette al riparo da possibili scalate. In una fase storica di abbondante liquidità i mezzi finanziari a disposizione di investitori aggressivi certo non mancano. E così si scopre che sulla Borsa di Francoforte circa il 30% del flottante è oggi detenuto da fondi hedge, mentre le incursioni di questi soggetti nel capitale della Fiat non si contano proprio più. Se poi si aggiunge che, pur in un momento assai negativo, l'unico periodo di fulgore delle azioni General Motors risale a maggio giugno in concomitanza del rastrellamento effettuato da Kirk Kerko- rian, vetusto ma ancora arzillo fi-

naziere americano, si ottiene un'impressione per la quale più che a mirare ai dividendi futuri realizzati mediante margini operativi, i titoli dell'auto sembrerebbero al centro di mosse e contromosse volte a concentrarne il controllo. Ed anche la recente operazione sui titoli Fiat realizzata da Exxor-Ifil ricadrebbe in questa ipotesi.

L'acquisto recentissimo di quasi il 20% di Volkswagen da parte di Porsche non è altro che una mossa quasi obbligata per difendere, guarda guarda, il controllo in mani tedesche insieme ad importanti relazioni industriali, dall'assalto di famelici ed aggressivi investitori senza bandiera. E' indubbio quindi che dagli eccessi di pessimismo di qualche tempo fa i titoli abbiano recuperato quotazioni forse troppo sacrificate. Lo scenario complessivo presenta oggi sia elementi positivi che minacce incombenti. Di certo si può tuttavia concludere che, al di là delle tematiche di business relative al settore dell'automotive, le azioni dell'auto stanno vivendo una stagione che le vede protagoniste di interessi extra-business. La speranza è che questi interessi rimangano vivi ed anzi continui ad alimentare l'attenzione degli investitori. ■