

ACADEMY

Tecniche, metodi, strumenti: conoscere di più per investire meglio

Il rapporto prezzo/utili, la stima di crescita degli utili e il rendimento del dividendo: questi i fattori chiave della strategia di investimento "value" del gestore che per trent'anni ha guidato da contrarian (ma flessibile) il famoso Windsor Fund di Vanguard con un risultato medio annuo superiore al 14 %

LE REGOLE DI JOHN NEFF PER SCOPRIRE I TITOLI SOTTOVALUTATI

I GRANDI INVESTITORI



■ di Ernesto Caggiano

Dal 1964 fino al ritiro definitivo dall'attività lavorativa, nel 1995, **John Neff** è stato il gestore del Windsor Fund di Vanguard, che ha conteso a lungo al Fidelity Magellan di Peter Lynch la palma di più grande fondo d'investimento del mondo.

Per oltre trenta anni Neff è rimasto strenuamente e caparbiamente fedele ad una strategia di investimento orientata al valore, operando da contrarian che va alla ricerca di titoli sottovalutati, trascurati (ingiustamente) dal mercato. Neff, cioè, selezionava titoli di società che, in un determinato momento storico, erano considerati poco interessanti da Wall Street.

Durante i trenta anni di regno al Windsor Fund, Neff ha ottenuto mediamente un rendimento annuo del 14%, superiore di oltre tre punti per-

centuali a quello dell'indice S&P. Non si tratta certo di una performance stratosferica, soprattutto se confrontata con quella di investitori growth nel corso del mercato Toro di lungo periodo che ha caratterizzato Wall Street negli anni 80 e 90. E' questo, però, un giudizio falsato dal facile senno di poi, che valuta a posteriori le strategie che sono risultate più redditizie in determinate situazioni di mercato, senza considerare i rischi insiti nelle medesime e dimenticando che, in scenari diversi, gli esiti avrebbero potuto essere completamente differenti.

GUARDARE IL PEG

Il criterio fondamentale utilizzato da Neff nella sua strategia di selezione delle azioni è il cosiddetto PEG (il rapporto prezzo/utigli diviso per il tasso di crescita atteso degli utili nei prossimi cinque anni) corretto per il dividendo. Si tratta di un parametro che viene calcolato dividendo il rapporto prezzo/utigli per il tasso di crescita atteso degli utili nei prossimi cinque anni sommato al cosiddetto dividend yield. Il PEG corretto per il dividendo, cioè, racchiude tutti i fattori chiave della strategia di Neff: il P/E, la stima di crescita degli utili e il dividend yield, cioè il rendimento del dividendo rispetto al prezzo.

La pietra miliare di qualsiasi strategia di value investing, dalla quale è impossibile in ogni caso prescindere, è un basso P/E (rapporto prezzo/utile). Un P/E basso, infatti, è l'indicazione più immediata e diretta che un titolo quota, come si suol dire, a sconto, costa cioè poco. Il prezzo pagato, infatti, è basso rispetto agli utili che, per così dire, si comprano. La difficoltà nell'analizzare questo indice è riuscire a separare quelle che sono azioni buone ingiustificatamente trascurate dal mercato da quelle che, al contrario, sono giustamente penalizzate, essendo titoli di aziende in seria difficoltà, dalle prospettive tutt'altro che brillanti. Molte società che hanno P/E bassi, infatti, vengono trascurate non perché siano in sé e per sé dei cattivi investimenti ma perché le loro prospettive di crescita del fatturato e degli utili non entusiasmano gli investitori, che, quindi, preferiscono rivol-

gersi ad altre aziende, facendo abbassare i prezzi.

Per giungere ad essere in grado di distinguere i titoli buoni da quelli che è saggio evitare è necessario rimboccarsi le maniche e, come si suole dire, fare i compiti a casa, analizzare cioè i diversi settori produttivi e studiare i bilanci delle società.

Il P/E, però, di per sé considerato non è sufficiente per valutare correttamente un'azione. Un P/E di dieci, infatti, può essere basso o alto, tutto dipende da quello che sarà l'andamento degli utili della società nei prossimi anni; se cresceranno del 20%, del 30% o anche più un P/E di dieci può essere considerato basso e, quindi, l'acquisto un affare; se diminuiranno considerevolmente fino ad azzerarsi, il titolo va considerato caro.

Neff è perfettamente consapevole delle grandi difficoltà insite nella stima degli utili futuri e che queste, in molti casi, non sono altro che tentativi, sia pure fatti in modo più o meno professionale. Imparare, tuttavia, a ipotizzare le prospettive di crescita di una società e del settore all'interno del quale opera e cercare di comprendere quale sia l'attuale visione del mercato su quell'assets è un esercizio fondamentale ed inevitabile, con il quale si deve cimentare qualsiasi investitore.

L'obiettivo di questo genere di analisi è di giungere a stabilire un'aspettativa di crescita credibile.

In molti casi, quando una società presenta utili inferiori, anche di poco, rispetto a quelli stimati dagli analisti più accreditati, il mercato reagisce in modo esagerato; si tratta delle cosiddette sorprese negative sugli utili. Sono queste situazioni nelle quali, se i fondamentali di medio-lungo periodo rimangono buoni, si presentano interessanti opportunità di acquisto per gli investitori che cercano bassi P/E. Concentrandosi sul lungo periodo e sulle stime a 5 anni, Neff richiede tassi di crescita significativi ma non così alti che la crescita medesima possa trasfor-



marsi da fattore positivo ad elemento di rischio. Stabilisce, quindi, un tetto massimo, indicativamente il 20-25%, al tasso di crescita degli utili, oltre il quale lo ritiene poco credibile e difficilmente sostenibile nel medio-lungo periodo.

IL FATTORE DIVIDENDI

L'azione ideale, però, oltre ad avere un basso P/E e presentare credibili prospettive di significativa crescita degli utili, deve avere anche un alto dividend/yield. Un elevato livello percentuale del dividendo rispetto al prezzo costituisce, infatti, non solo un'ulteriore fonte di reddito per l'investitore ma anche un elemento di limitazione del rischio, dal momento che l'alto dividendo consente di limitare le eventuali perdite subite in conto capitale.

In sintesi, per Neff, comprare azioni a buon mercato significa individuare titoli che hanno un P/E diviso il tas-





L'APPRENDISTATO PER DIVENTARE TRADER È LUNGO E FATIGOSO, UN PERCORSO FORMATIVO IRTO DI OSTACOLI E DELUSIONI. NON È SUFFICIENTE LEGGERE DECINE O CENTINAIA DI LIBRI CONTENENTI PRESUNTE RICETTE VINCENTI, MA È INEVITABILE OPERARE PER ANNI, SPESSO PAGANDO DI TASCA PROPRIA, PRIMA DI INTRAVEDERE L'ORDINE SEGRETO CHE PUR ESISTE NELL'APPARENTEMENTE CAOTICO MOVIMENTO DEI PREZZI. MOLTO UTILE, COME IN TUTTE LE ATTIVITÀ, È ATTINGERE ALL'ESPERIENZA VISSUTA DI CHI LA SFIDA L'HA GIÀ VINTA, OPERANDO PER ANNI CON STRAORDINARIO SUCCESSO SULLA PIÙ GRANDE PIAZZA FINANZIARIA DEL MONDO, CIOÈ LA BORSA DI NEW YORK.

“ Per essere appetibili le società devono avere un tasso di crescita del fatturato negli ultimi cinque anni compreso tra il 7% e il 20% ed una ragionevole aspettativa che questo trend sia destinato durare ”

so di crescita atteso degli utili sommato al dividend yield molto più basso (dal 30% al 50%) della media delle aziende appartenenti al medesimo settore industriale.

Altro parametro da tenere sempre in considerazione è la crescita del fatturato, che non può essere disgiunta dalla previsione sul tasso di crescita degli utili. Ciò perché in mancanza di crescita delle vendite gli utili potranno anche aumentare nel breve periodo, grazie ad un'efficace azione del management di contenimento dei costi e, quindi, di incremento dei margini.

Si tratta, però, di situazioni che non possono durare a lungo, in quanto i costi hanno un'intrinseca dinamica a crescere (si pensi, soltanto per fare un esempio, al costo del lavoro) e, quindi, sul medio-lungo periodo solo un significativo tasso di crescita del fatturato può garantire un altrettanto significativo tasso di crescita degli utili. Per essere appetibili, pertanto, le società devono avere un tasso di crescita del fatturato negli ultimi cinque anni compreso tra il 7% ed il 20% ed una ragionevole aspettativa che questo trend sia destinato a durare.

Un altro indice di bilancio importante nella strategia di Neff è il free cash flow, il flusso di cassa rimanente dopo le spese per investimenti. Neff, cioè, cerca società il cui management utilizza il surplus di denaro generato dall'attività corrente a favore degli investitori o pagando maggiori dividendi o ricomprando azioni proprie o semplicemente reinvestendo gli utili nell'azienda, incrementando, quindi, il giro d'affari.

Ultimo parametro chiave utilizzato da John Neff nella selezione delle azioni è il margine operativo, che deve essere superiore alla mediana di

settore. Le mediane di settore sono utilizzate come benchmark, come parametro significativo di riferimento, dal momento che in ogni settore l'ampiezza dei margini tende ad essere molto specifica: le aziende che vendono software, ad esempio, hanno margini di gran lunga superiori a quelle che operano nella grande distribuzione o nell'alimentare. Margini operativi superiori alla media di settore significa che i prodotti di una azienda sono competitivi e ben valutati dal mercato e, pertanto, costituiscono un'ottima protezione da possibili sorprese negative. Neff, quindi, pretende che i margini delle aziende da lui selezionate siano superiore alla mediana di settore almeno nell'ultimo anno.

CONTRARIAN

Sebbene fermamente convinto che qualsiasi strategia value, che ricerca, cioè, azioni ingiustificatamente trascurate dal mercato, non possa che essere contrarian e, quindi, andare contro quello che in un determinato momento è il sentiment dominante di mercato, Neff è altresì consapevole che detto approccio, per risultare vincente, deve essere anche flessibile.

Un modo saggio di operare da contrarian è quello di suddividere le aziende in quattro categorie: quelle a crescita altamente riconoscibile, quella a crescita meno riconoscibile, quelle a crescita moderata e quelle a crescita ciclica, concentrando il proprio sforzo di ricerca prevalentemente sul secondo gruppo.

L'investitore accorto, cioè, deve focalizzare la sua attenzione su azioni che hanno tassi di crescita paragonabili alle azioni growth che sono le favorite del momento, ma che sono meno riconosciute dal mercato, sovente in quanto appartenenti a settori non glamour.

Sono queste società che di solito operano in settori considerati maturi, che attraggono l'attenzione non della maggioranza degli investitori ma di quelli più solidi, con portafogli consistenti, le cui azioni, pertanto, di norma sono meno volatili ed anche nei momenti difficili riescono a mantenere buoni livelli di prezzo, grazie anche all'elevato livello dei dividendi. ■