

Focus

■ Il comparto tecnologico dovrebbe essere uno dei maggiori beneficiari della ripresa economica: i report delle società del settore nel secondo trimestre del 2009 evidenziano una chiara stabilizzazione e una ripresa degli ordini.

■ La valutazione del settore è ancora incoraggiante. I fatturati e i profitti sono crollati bruscamente negli ultimi dodici mesi, ma si ritiene che possano recuperare grazie agli sforzi delle aziende di tagliare i costi in combinazione con investimenti previsti per i prossimi 6-12 mesi.

■ I gestori si aspettano ancora volatilità nel settore, ma con una tendenza al rialzo destinata a durare ancora diversi mesi. Questa tendenza dovrebbe proseguire nel 2010, sebbene con periodi in cui l'ottimismo vacillerà, causando battute d'arresto nell'ordine del 10% che si alterneranno a netti rimbalzi.

■ A livello di sotto – settori i gestori interpellati da Investire mettono in prima fila quelli dei semiconduttori, degli apparati di comunicazione e del cosiddetto Software as a Service cioè dei pacchetti e dei programmi software offerti come servizio on demand, con la possibilità per il cliente di pagare per ciò che usa ed accrescere la capacità in base alle necessità.

■ Un capitolo a parte, per l'importanza che ricopre, spetta ai titoli legati a Internet. Titoli che presentano caratteristiche di difensività maggiore rispetto al passato, con modelli di business decisamente più stabili, con ingenti profitti e consistenti flussi di cassa che permettono loro di far fronte ai periodi di crisi in maniera decisamente più appropriata.

E 10 ANNI DOPO I TECNOLOGICI SONO BLUE CHIP

Altro che titoli ad alto rischio! Dimenticata la bolla del 2000, i grandi sopravvissuti della New Economy oggi non hanno debiti e brillano per solidità e prospettive



Barney Wilson

JANUS

GESTORE DEL FONDO JANUS
GLOBAL TECHNOLOGY



William de Gale

BLACKROCK

GESTORE DI BGF WORLD
TECHNOLOGY FUND

Jeremy Gleeson

AXA IM

GESTORE GLOBAL TECHNOLOGY

Bernd Kiegler

RAIFFEISEN

FUND MANAGER



■ di Fabio Sansone

Dopo lo scoppio della bolla della New Economy nella primavera del 2000, molti dei titoli del settore hi-tech e, ancora più in particolare, quelli legati a Internet, hanno subito un profondo ridimensionamento di quotazione o, addirittura, sono scomparsi dal listino. Ma ora, a quasi 10 anni da allora, sono in molti a ritenere il settore della tecnologia tra i più promettenti per il prossimo futuro.

«Il settore tecnologico sarà uno dei maggiori beneficiari della ripresa economica. I report delle società riguardo al secondo trimestre del 2009 evidenziano che c'è stata una chiara stabilizzazione e una ripresa evidente degli ordini. La valutazione sul comparto è ancora incoraggiante. I redditi e i profitti sono crollati bruscamente negli ultimi dodici mesi e si ritiene che possano recuperare grazie agli sforzi delle aziende di tagliare i costi in combinazione con investimenti previsti per i prossimi 6-12 mesi», afferma infatti Bernd Kiegler, fund manager del Raiffeisen-Technologie-Aktien di Raiffeisen Capital Management. Gli fa eco Jeremy Gleeson, gestore del fondo AXA WF Framlington Global Technology: «Quando l'economia globale si sarà ripresa credo che il settore tecnologico rappresenterà una delle prime opportunità d'investimento. Il settore è sostenuto da bilanci solidi, forti flussi di cassa e valutazioni interessanti. Ritengo che la buona qualità della crescita sarà ripagata, giustificando un premio sulle valutazioni dei prossimi anni e quando ciò accadrà, sono convinto che il settore tecnologico sarà ben posizionato». Tesi di fatto condivise anche da William De Gale, gestore di BGF World Technology Fund di BlackRock che, tuttavia, avverte: «Mi aspetto ancora volatilità nel settore, ma con una tendenza al rialzo destinata a durare ancora diversi mesi. In generale i livelli delle scorte rimangono molto bassi e il sentiment sta decisamente migliorando, in particolare nel settore dei semiconduttori, grazie ai primi segnali di ripresa della spesa informatica delle imprese e a

una stagione inaspettatamente positiva per l'elettronica. Questa tendenza al rialzo proseguirà nel 2010, tuttavia ci saranno periodi (della durata di un mese o anche più lunghi) in cui l'ottimismo vacillerà, causando battute d'arresto nell'ordine del 10% che si alterneranno a netti rimbalzi. Il portafoglio è quindi posizionato per trarre vantaggio dalla tendenza al rialzo: nelle fasi di debolezza il comparto avrà un orientamento più ciclico, mentre nei periodi di forti rally assumerà un posizionamento più neutrale rispetto al mercato. Dopo il decennio di sottoinvestimenti seguito alla bolla dei tecnologici, per il futuro ci sono significative possibilità che il settore tecnologia/internet continui a registrare forti performance per alcuni anni».

Considerazioni che portano molti gestori a sovrappesare il settore della tecnologia come ha deciso di fare l'European Equities Team di JPMorgan am: «Siamo attualmente sovrappesati sui tecnologici nei nostri fondi europei, gestiti con lo stesso processo d'investimento di JPMorgan Funds - Europe Technology Fund. Questa scelta è legata alle peculiari caratteristiche growth del settore, sebbene anche alcuni tratti tipicamente value sembrano emergere favorevolmente».

I SOTTO-SETTORI PREFERITI

Fin qui lo scenario di fondo che, come abbiamo visto, è positivo per il settore tecnologico nel suo insieme: ma quali sono i sotto-settori più attraenti?

«Continuiamo a concentrarci per anticipare il cambiamento, cercando di individuare le società che potrebbero avere un successo pluriennale sul mercato dei prodotti, o di trovare società in cui riteniamo che il prezzo del titolo sia inferiore al valore dei flussi di cassa», precisa Barney Wilson, gestore del fondo Janus Global Technology. «Ci piacciono», aggiunge, quelle società con attività legate direttamente o indirettamente all'industria degli smartphone, considerandone le potenzialità sul lungo periodo. Accanto ai costruttori di hardware e

“
Il settore tecnologico sarà uno dei maggiori beneficiari della ripresa economica. I report delle società relativi al secondo trimestre del 2009 evidenziano una chiara stabilizzazione e una ripresa evidente degli ordini
”

software, le tecnologie di trasmissione wireless delle informazioni sono per noi molto interessanti, in quanto prevediamo un aumento del volume dei dati trasmessi senza-cavo. Mentre non ci aspettiamo un forte rimbalzo nei volumi e nei consumi nell'area della tecnologia, riconosciamo l'impatto che il wireless può avere sul settore e ci stiamo focalizzando su tematiche individuali, come l'aumento della quota di mercato. Il nostro obiettivo, a prescindere dal contesto economico, continuerà ad essere quello di far leva sulla forte e radicata struttura di ricerca fondamentale di Janus per evidenziare quelle che crediamo essere le migliori opportunità per i nostri sottoscrittori». William De Gale (BlackRock), sot-

tolinea che, a seguito della crisi economica, nei mercati emergenti sembra in corso un parziale andamento opposto rispetto ai mercati sviluppati.

OPPORTUNITÀ HI-TECH NEGLI EMERGENTI

Il comparto hi-tech, che ha quindi una significativa esposizione verso i titoli dei mercati emergenti, presenta pertanto forti opportunità: l'e-commerce in America Latina, l'impulso della Cina ad avere i propri campioni della tecnologia, i media e le telecomunicazioni sudamericane e africane e i servizi informatici indiani. «Un'area di forte crescita» prosegue William De Gale (BlackRock), «è l'applicazione delle tecnologie di posizionamento, tra cui il GPS, per scopi diversi dalla navigazione quali l'edilizia, l'agricoltura e la gestione delle flotte. Il comparto ha un'esposizione verso gli Stati Uniti e i leader europei di questo mercato. Dopo diversi anni di sottoinvestimenti e il ritiro dei vecchi supporti, il mercato dei semiconduttori DRAM (memoria volatile) sembra più interessante rispetto al passato, considerando anche il collasso di uno dei maggiori player. Alla luce di questi sviluppi, il settore dei semiconduttori potrebbe sostenere maggiori spese per investimenti nei prossimi anni». Ma non è detto che questo pregiudichi le potenzialità del settore dei semiconduttori. «Ci aspettiamo che le aziende collegate alla parte hardware, come i produttori di semiconduttori, di computer e di laptop saranno i primi a muoversi grazie a un aumento della spesa nell'IT. A seguire ci aspettiamo che beneficeranno della ripresa economica i fornitori di servizi IT e le aziende di software. Le aziende asiatiche di hardware sono spesso leader di costo e guadagnano quote di mercato» dichiara infatti Bernd Kiegler (Raiffeisen CM).

APPROCCIO BOTTOM UP PER AXA

Molto più articolato il portafoglio del fondo AXA WF Framlington Global Technology, costruito utilizzando una gestione attiva basata

su un approccio bottom-up. Come spiega nel dettaglio il gestore del fondo Jeremy Gleeson: «Il processo fondamentale si accompagna ad una copertura tematica del portafoglio. Ciò assicura che ogni investimento possa beneficiare almeno di uno dei driver del settore tecnologico, driver che definiscono le opportunità del comparto negli anni a venire. I temi principali dei quali attualmente il fondo beneficia sono: a) mobile computing; b) digitalizzazione; c) adozione della banda larga; d) web 2.0; e) miglioramento della produttività, dell'efficienza aziendale; f) globalizzazione. Credo che le società che rientrano in uno o più dei temi citati, beneficeranno dei trend di spesa futuri. Tuttavia, se si è più legati alla ripartizione settoriale classica del comparto tecnologico, nel prossimo futuro ritengo che le migliori opportunità d'investimento saranno rappresentate dai semiconduttori. Nel lungo periodo, credo invece che saranno rappresentate dagli apparati di rete/comunicazione. Infine anche che il Software as a Service costituisca un'opportunità d'investimento che continuerà a guadagnare sempre maggiore attenzione». Jeremy Gleeson (AXA) snocciola nel dettaglio le peculiarità di ognuno dei sotto-settori preferiti. «Credo che l'industria dei semiconduttori beneficerà di una stabilizzazione della domanda e di un ritorno a livelli d'inventario normali. E' interessante notare che anche se stiamo entrando nella seconda metà dell'anno, stagionalmente più forte (ritorno a scuola, US Federal budget di fine anno, Vacanze Natalizie e IT budget di fine anno), gli inventari sono ancora molto magri. Apparati di comunicazione: la tecnologia che permette la trasmissione dati a banda larga wireless è ormai presente sul mercato e c'è una domanda crescente di smartphone e altri dispositivi mobile che permettono l'accesso a internet. Di conseguenza è cresciuto il peso attribuito a queste reti. I service provider continueranno ad investire in queste tecnologie, specialmente perché vedono nei dati la fonte primaria di ricavi per il loro business.

Da sapere

■ Value

Titolo finanziario, in particolare azione, con carattere di investimento difensivo e con bassa volatilità. Lo stile di gestione value è quello che punta su questi titoli privilegiando in tal modo la solidità patrimoniale, la crescita lenta, ma costante dei profitti aziendali, la distribuzione di dividendi alti e sostenibili nel tempo, e una variabilità di Borsa tendenzialmente inferiore alla media di mercato.

■ Growth

Titolo azionario caratterizzato da alta volatilità e forti potenzialità di apprezzamento anche nel breve periodo. Lo stile growth preferisce questi titoli rinunciando alla distribuzione di dividendi per massimizzare i guadagni di Borsa.

■ Sentiment

Umore di fondo del mercato, tendenza. Condizione emotiva degli investitori che influenza l'andamento dei prezzi e dei volumi delle contrattazioni.

Un'analisi originale del settore Internet

MA I DOT.COM NON SARANNO MICA DIVENTATI DIFENSIVI?

In effetti possiamo dire che i titoli del settore presentano caratteristiche di difensività maggiore rispetto al passato. I modelli di business risultano ora decisamente più stabili, le grosse società generano molti più profitti e molto più Free Cash Flow (Cash Flow operativo al netto degli investimenti in capex), permettendo loro di far fronte ai periodi di crisi in maniera decisamente più appropriata. Del resto, in seguito allo scoppio della bolla Internet all'inizio degli anni 2000, molte di queste società erano già dovute passare per una fase di forte ristrutturazione e rifocalizzazione del proprio business. Le società non hanno debito, bensì cassa netta, e sono in grado di finanziare tutti gli investimenti tramite risorse interne.

Le nuove generazioni sono senz'altro più propense all'utilizzo di Internet a scapito di altri media tradizionali, che già da anni stanno soffrendo un continuo calo di clienti. Attenzione però al fatto, che le nuove generazioni sono anche meno propense a pagare per i servizi online, essendo abituate a usufruire in maniera gratuita di servizi quali i social networking o a generare direttamente i con-

tenuti da offrire alla rete.

Quindi, nonostante questi titoli, dallo scoppio della crisi finanziaria nella seconda metà del 2007, abbiano performato in media meglio rispetto all'indice generale, mostrando un beta decisamente più basso rispetto al passato, tuttavia non dobbiamo scordare che il settore rimarrà volatile e soggetto al ciclo economico.

Titoli preferiti

Nel complesso i titoli Internet presentano caratteristiche molto interessanti e dovrebbero in qualche misura trovare spazio all'interno di qualsiasi portafoglio azionario. Le valutazioni, pur essendo a premio rispetto al mercato in generale, risultano attraenti se consideriamo le opportunità di crescita. Al momento i titoli del settore maggiormente rappresentati all'interno dei nostri portafogli sono i seguenti:

■ **YAHOO:** La società, che ha appena cambiato i propri vertici e sta ripensando a tutta la propria strategia, è leader soprattutto nel display advertising, con una quota di oltre il

25%. Nei motori di ricerca tuttavia non riesce a tenere testa a Google; complessivamente nell'online advertising ha una quota di mercato di circa il 18%.

Recentemente ha annunciato un accordo strategico con Microsoft. Tale accordo risulta favorevole ad entrambe nel lungo termine; Microsoft raggiungerebbe una massa critica in ambito Internet, mentre Yahoo sfrutterebbe le sinergie di R&D per tenere testa a Google nei motori di ricerca. La nuova entità avrebbe una quota di mercato nella pubblicità online di circa il 26%; questo segmento continua ad avere crescite estremamente interessanti, grazie alla penetrazione rispetto al mercato pubblicitario globale ancora contenuto.

Il consenso di mercato pone il P/E atteso a 24, la crescita sperata nel medio termine può attestarsi intorno al +20%.

■ **AMAZON:** è uno dei leader mondiali nell'online retail, con quota di mercato in aumento. La penetrazione dell'e-Commerce rispetto al totale del retail spending rimane ancora bassa ed è destinata senz'altro a crescere in futuro. Amazon cresce 20 punti percentuali di più del settore dell'e-Commerce, continuando l'espansione geografica e delle categorie di prodotti vendute. Inoltre in questa fase di crisi, aumentano i venditori terzi che utilizzano e pagano per sfruttare l'infrastruttura di Amazon. La strategia della società è quella di incrementare i volumi, sfruttare le economie di scala e massimizzare la generazione di Free Cash Flow.

Aree di crescita sono rappresentate dal download della musica (Amazon MP3), Video on Demand e Kindle, il nuovo lettore dei libri digitali. Infine, una grossa opportunità è rappresentata dal nuovo business del Web service, un servizio che permette alle aziende di acquistare potenza di calcolo "by the hour", accedendo da Internet sull'infrastruttura di Amazon e pagando solo le ore effettivamente utilizzate.

La società detiene uno dei Ritorini sul Capitale più elevati tra i gruppi operanti in Internet e riesce a sfruttare l'effetto leva di un ciclo negativo del capitale circolante. La crescita può attestarsi nel medio periodo a +25%, il P/E atteso per l'anno prossimo è un po' al di sopra di 30.

Altri titoli estremamente interessanti da seguire come investimenti di lungo termine sono senz'altro GOOGLE (leader nei motori di ricerca, online advertising e servizi Web), SALESFORCE.COM (leader nel fornire alle aziende Software on Demand sulla rete) e, tra le small cap, LOGMEIN (fornitore di servizi per la connettività remota)

Stefano Ghio

ALLIANZ GLOBAL INVESTORS ITALIA SGR

GESTORE AZIONARIO



SOFTWARE AS A SERVICE

Lo sviluppo di internet, insieme ai miglioramenti in termini di affidabilità e sicurezza della connessione a banda larga, ha permesso a nuovi modelli di business di fruirne. Uno di questi è il concetto di software che viene offerto come servizio "on demand" - con la possibilità per il cliente di pagare per ciò che usa ed accrescere la sua capacità in base alle necessità. Questo modello

presenta benefici significativi rispetto a quello tradizionale, dove i clienti dovevano costruire i propri datacentre, procurandosi server e dispositivi di storage, e poi comprando software da installare e personalizzare sopportando costi addizionali. Il Software as a Service rimuove molti di questi inconvenienti, il software è in remoto, e quindi, il cliente beneficia sempre della versione più aggiornata.

I costi d'installazione e i tempi di implementazione sono ridotti, se non rimossi del tutto, e quando i dati sono disponibili via Internet (Cloud Computing), gli utilizzatori possono accedere all'applicazione ovunque essi siano, l'importante è che possiedano una connessione a internet. Questo significa che non c'è bisogno di "log in remoti" / "connessioni in VPN (Virtual Private Network)" complicati e costosi.

ITITOLI SELEZIONATI

Per gli investitori a caccia di singoli titoli su cui puntare ecco le prime scelte dei gestori a cominciare da quelle formulate da William De Gale (BlackRock): **Microsoft**: dopo molti anni senza un fattore catalizzante, Microsoft propone ora diverse novità, in particolare il lancio dell'eccellente sistema operativo Windows 7 il mese prossimo, Office 2010 il prossimo anno, un motore di ricerca competitivo come Bing.com, un'utile alleanza con Yahoo! e un possibile ciclo di upgrade nel 2010; **Apple**: la continua innovazione di prodotto, con il probabile sviluppo di un tablet PC dovrebbe sostenere il titolo, mentre l'attuale capacità di generare utili di Apple dovrebbe apparire assai più evidente dopo l'imminente modifica dei principi contabili; **Oracle**: quale principale consolidatore del mercato del software per le aziende, beneficia di notevoli sinergie e di un forte flusso di ricavi ricorrenti; **Dell**: il successo delle iniziative di ristrutturazione della società ci è sempre apparso improbabile in assenza di un vero outsider che ne assumesse la direzione. Tuttavia, a causa della mancata ristrutturazione il titolo Dell è un investimento ciclico più volatile, e alla luce dei primi segnali di ripresa della spesa aziendale per l'informatica e della probabilità di un ciclo di upgrade nel 2010 presenta potenzialità di un rialzo ciclico. Qualsiasi successo nella ristrutturazione sarebbe un sovrappiù; **Adobe**: titolo in portafoglio in vista del prossimo lancio di due prodotti: Acrobat 10 verso la fine del 2009 e Creative Suite 5 qualche mese dopo. Senza troppa pressione competitiva diret-

SALSFORCES.COM

Landamento del titolo negli ultimi tre anni.

Fonte: Bloomberg



AMAZON

Landamento del titolo negli ultimi tre anni.

Fonte: Bloomberg



APPLE

Landamento del titolo negli ultimi tre anni.

Fonte: Bloomberg



ta, il lancio di questi prodotti tende a creare un ciclo prevedibile attorno al forte trend secolare di Adobe; **Nokia**: il sentiment nei confronti di Nokia dovrebbe migliorare con lo sviluppo della gamma di smartphone e l'estensione delle funzionalità high-end a un mercato più ampio. Nokia mantiene la sua posizione low cost nel mercato di massa e si conferma forte sui mercati emergenti. Segue l'elenco dei titoli, senza un ordine particolare, formulato da Jeremy Gleeson (AXA): **Imagination Technologies**: la società è licenziataria di proprietà intellettuali (IP) per applicazioni grafiche e video. Queste licenze includono società leader nel settore dei semiconduttori come Intel, Samsung e Texas Instruments e produttori di sistemi come Apple. Percepiscono una royalty per ogni device in cui si trova la loro, come ad esempio nell'iPhone di Apple, il Pre di Palm e l'Atom CPU di Intel; **Brocade Communications**: la società produce switch in fibra, utilizzata in applicazioni di storage e apparati di rete che permetteranno di fare affari maggiori quando i datacenter saranno aggiornati per gestire l'arrivo del Cloud Computing. Brocade è in una posizione competitiva essendo l'alternativa a Cisco. Dal momento che Cisco si sta preparando a sfidare IBM, HP e Dell, queste si stanno organizzando per lavorare più a stretto contatto con Brocade; **Tessera**: il business principale della società è il licensing di tecnologie di chip scale packaging (CSP) per semiconduttori. Questo tipo di tecnologie accresce la miniaturizzazione dei packaging per semiconduttori richiesti per l'uso di dispositivi wireless, elettronica di consumo e mobile computing; **Rovi**: la società possiede un ampio portafoglio di tecnologia IP usata nella produzione digital media che include guide di programmazione interattive e protezione dei contenuti. L'investimento in questa società scommette sulla crescente penetrazione di tecnologie di trasmissione digitale (via cavo, satellite e terrestre) e IPTV o TV in internet; **Tandberg**: la società fornisce apparecchiature a supporto di

GOOGLE
L'andamento del titolo negli ultimi tre anni.
Fonte: Bloomberg



LOGMEIN
L'andamento del titolo dal suo esordio ad oggi.
Fonte: Bloomberg



YAHOO
L'andamento del titolo negli ultimi tre anni.
Fonte: Bloomberg



sistemi di video-conferenze aziendali. I loro prodotti coprono l'intero range di soluzioni: dall'end-point video ad apparati di rete alle suite di Telepresenza; **Vistaprint**: la società usa il potere di internet per raccogliere le esigenze del mercato small business relativamente alla documentazione marketing. Ciò consente di fornire elevata qualità nella stampa di quantità ridotte a prezzi competitivi. Questa tecnolo-

gia permette di automatizzare completamente i processi di stampa. Infine le prime cinque posizioni in portafoglio al fondo Raiffeisen-Technologie-Aktien di Raiffeisen Capital Management. Si tratta di **Acer, Cisco, IBM, Intel, Microsoft, Nokia**. Mentre i principali sovrappesi del comparto JPMorgan Funds - Europe Technology Fund sono **Infineon, Atos Origin, Unit 4 Agresso, Steria, Aixtron**. ■