

IL GESTORE DELLA SETTIMANA | Emanuele Bonabello | Banca Finnat

«Unilever è difensiva»

La multinazionale ha un ottimo posizionamento competitivo e i buoni margini

di **Isabella Della Valle**

La situazione sui mercati è lindecifrabile. Lo spread lascia un po' di tregua, ma la tensione resta. Cosa dobbiamo ancora aspettarci?

Stiamo vivendo una fase molto complessa. Al problema della scarsa liquidità del sistema finanziario si è aggiunto il tema della solvibilità dei debiti sovrani di alcuni Paesi europei, che ha contribuito a minare la fiducia degli investitori, a cui sono venuti a mancare asset sino ad ora considerati "risk free" (i titoli governativi). La scarsa disponibilità di titoli senza rischio, in un momento di grave incertezza sugli sviluppi della situazione economica e la paura di subire perdite, ha portato i flussi d'investimento a concentrarsi sui pochi beni rifugi rimasti quali: oro, titoli di stato tedeschi e americani. Questo nonostante i rendimenti da essi offerti siano negativi in termini reali. Di converso la fuga dai titoli degli altri Paesi ha contribuito a innalzare gli spread e ad aggravarne le difficoltà di finanziamento, penalizzando l'andamento dei mercati obbligazionari in generale. Le banche europee per esempio quest'anno hanno rifinanziato, a tassi maggiori, solo 2/3 dei loro bond in scadenza.

E sui mercati azionari?

I listini hanno subito pesanti ribassi da inizio anno e ora sembra che le quotazioni di molti titoli stiano cercando di stabilizzarsi. I principali indici azionari dei Paesi sviluppati

trattano mediamente a multipli di P/e pari a circa la metà della propria media storica decennale. L'attuale mancanza di direzionalità ed elevata volatilità è destinata a perdurare ancora per un certo periodo. L'indice Eurostoxx potrebbe pertanto oscillare nell'ambito di un range fra 0 e -10% rispetto ai livelli attuali, favorendo l'adozione di strategie di vendita della volatilità tramite opzioni.

Com'è la situazione degli Stati Uniti?

Migliore di quella europea. Sia da un punto di vista macro, sia micro economico. Del resto la Fed sta stimolando da tempo la crescita, finanziando il sistema a tassi bassi e monetizzando il debito pubblico. Le aziende sono più "sane" in termini di bilancio, più competitive e meglio posizionate in termini di mercato rispetto a quelle europee.

E per quanto riguarda l'euro? Quali sono le sue aspettative?

Attraverserà probabilmente un periodo di debolezza. Sinora come divisa ha beneficiato della politica di maggior rigidità monetaria adottata dalla Bce ma la sua tenuta non può prescindere dalla solvibilità dei Paesi aderenti all'unione monetaria. Dato l'attuale scenario i vertici europei devono ora scegliere se mantenere un approccio "ortodosso", a rischio di affondare le economie, oppure accettare il male minore: l'adozione di drastiche misure di emergenza a garanzia dei debiti dei Paesi in difficoltà, anche a costo (e mediante) la crescita dell'inflazione. Del resto il rapporto debito/Pil dei Paesi aderenti all'Ume complessivamente è inferiore (85% a fine 2010) di quello Usa o Giapponese. Quindi di per sé sostenibile. Ovviamente affinché il sistema funzioni nel tempo occorrerà sviluppare nel medio termine politiche fiscali, previdenziali e di spesa armonizzate a livello

europeo. Altrimenti le svalutazioni dei cambi resteranno l'unica "valvola di sfogo" in grado di compensare i disequilibri generati da sistemi economici che viaggiano a ritmi di crescita e inflazione differenti.

Insomma, il quadro è complesso. Voi come state impostando la vostra strategia di investimento?

Da tempo abbiamo impostato i portafogli in modo prudente, privilegiando la diversificazione tra gli asset, riducendo il peso azionario e le scadenze dei titoli obbligazionari. Le recenti difficoltà registrate persino dalla Germania nel collocare in questa fase i propri titoli del debito pubblico dimostrano tuttavia che nessun Paese resterebbe immune da un fallimento dell'euro, motivo per cui siamo fiduciosi che alla fine le autorità europee troveranno la volontà comune di risolvere questa crisi, al di là delle schermaglie politiche.

Come siete posizionate in termini settoriali?

Preferiamo titoli dei settori alimentari, salute, energia e tecnologia. In parte difensivi e in parte orientati alla crescita di produttività. Sottopesiamo invece i finanziari, i cui margini di redditività risultano compressi dallo scenario.

E che tipo di esposizione avete sull'obbligazionario?

Dati i rendimenti attuali riteniamo molto interessanti i titoli governativi italiani di breve scadenza e le obbligazioni di società europee e americane con solidi bilanci e buon cash flow. Per chi è disposto a sopportare il rischio di cambio anche i titoli governativi australiani rappresentano una buona opportunità di diversificazione.

Si sta chiudendo

un altro anno difficile per l'industria del risparmio gestito. Secondo lei ci sono delle prospettive di ripresa per il settore?

L'attuale clima di sfiducia che pervade gli investitori sia privati, sia che istituzionali non aiuta il settore. Tuttavia è innegabile che proprio nei momenti più difficili occorra competenza, attenzione e sangue freddo. Non tutti hanno il tempo e la possibilità di monitorare l'andamento dei mercati e fare scelte consapevoli. Buon gestore non è solamente colui che punta a massimizzare i rialzi in condizioni favorevoli ma soprattutto chi riesce a contenere i danni nei momenti difficili. Di questo non sempre c'è la percezione. Aggiungo che alla fine anche questa crisi passerà come tutte le altre e allora occorrerà essere pronti e saper cogliere le opportunità che il mercato presenterà. Considerando che i principali indici azionari europei quotano ai livelli di circa 15 anni fa, abbiamo motivo per ritenere di essere, in un certo senso, "a credito" con i mercati, e questo ci fa ben sperare.

E ora mi potrebbe indicare le società che a suo giudizio hanno le maggiori prospettive di crescita?

In generale privilegiamo le società con basso indebitamento, buoni cash flow e redditività. In particolare al momento in Europa selezioniamo titoli quali **Repsol** e **Unilever**. La prima per la buona crescita attesa degli utili, la diversificazione in America Latina ed il contenuto livello d'indebitamento; la seconda, più difensiva, per l'ottimo posizionamento competitivo e i buoni margini. Negli Stati Uniti, **United Technologies** per l'alta specializzazione in settori tecnologici e l'ampia diversificazione di prodotti e mercati. Per chi è disposto a rischiare infine, **Cisco** potrebbe avere elevati potenziali di crescita.

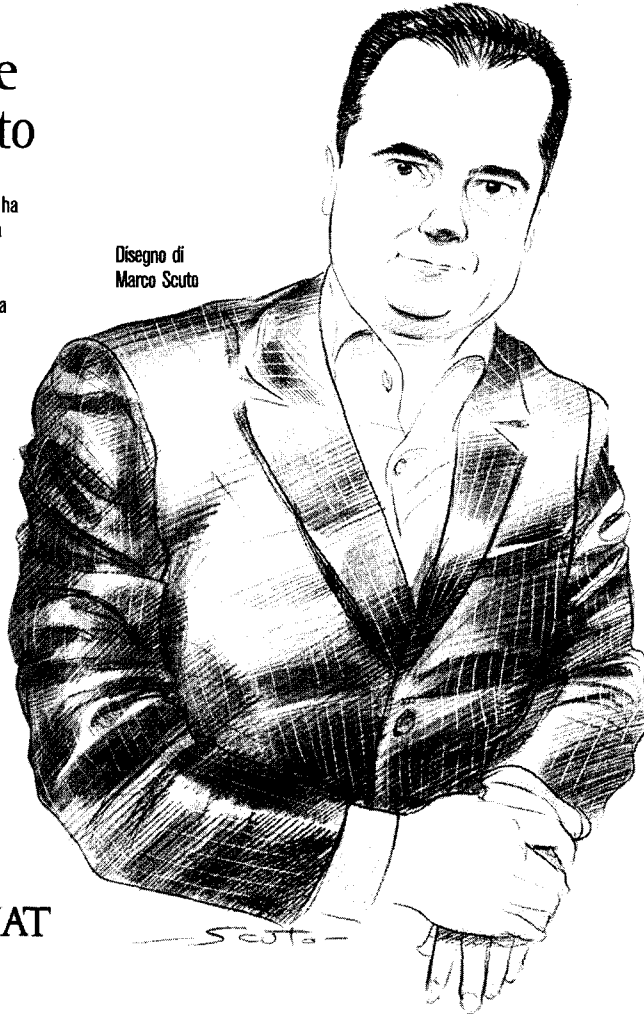
© RIPRODUZIONE RISERVATA

Chi è

Il responsabile risparmio gestito

■ Emanuele Bonabello, milanese, 45 anni, ha frequentato il Collegio Navale F. Morosini a Venezia e si è laureato in Economia e Commercio all'Università "La Sapienza" di Roma. Dopo esperienze nella direzione della Bnl, dove ha lavorato nell'ufficio gestioni patrimoniali e presso la filiale di Londra, è diventato responsabile della gestione del portafoglio di proprietà e della consulenza agli investitori istituzionali presso Meliorbanca. In Banca Finnat dal 2001 ha ricoperto vari incarichi tra cui responsabile dei mercati primari, dell'Investment advisory, degli investitori istituzionali e direttore della New Millennium Advisory SA Lux, società di consulenza della New Millennium Sicav. Oggi è responsabile del risparmio gestito e delle relazioni istituzionali di Banca Finnat e membro dei comitati di gestione, prodotti e commerciale della banca.

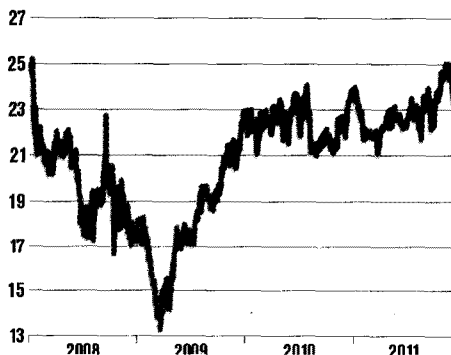
Disegno di
Marco Scuto



BANCA FINNAT



Unilever



Scenario grafico interessante quello di Unilever. Dopo aver oscillato a lungo tra 21 e 24 euro, il titolo ha provato a forzare la parte superiore di tale intervallo a metà ottobre, senza però accelerare come sarebbe stato lecito attendersi. I prezzi hanno poi ripreso quota dopo una pausa di consolidamento, toccando nell'ultima settimana nuovi massimi da inizio anno. Conferme in avvio della prossima ottava sopra area 24,50 ribadirebbero le buone intenzioni del titolo, preparando l'attacco ai massimi assoluti in area 26 e il successivo allungo verso nuovi record ipotizzabili a quota 27 (target successivo nel medio lungo periodo in area 30). Tali prospettive verrebbero invece negate con discese sotto 22 euro, introduttive a un nuovo test della base del trading range in area 21.

A cura di Financial Trend Analysis

I «comparables»

Unilever NV è la controllante di diritto olandese del gruppo Unilever Group proprietaria di molti tra i marchi più diffusi a livello mondiale nel campo dell'alimentazione, delle bevande, dei prodotti per l'igiene e per la casa.

Ai prezzi attuali, e sulla base degli utili attesi per fine 2011 e 2012, Unilever quota a sconto rispetto ai principali competitor internazionali, il cui P/e medio è pari rispettivamente a 16,79 e 15,10 volte.

Se si considera invece il multiplo P/Sales 2011, la multinazionale quota in linea con la media dei comparabile, pari a 1,48 volte.

Il consensus di mercato esprime un giudizio decisamente positivo per tutte le società che sono comprese all'interno del campione considerato.

| Società | Capital (1) | Eps 2011 | P/e 2011 | P/e 2012 | P/Sales 2011 | Consensus |
|----------------------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|--------------|
| Unilever (*) | 68.991 | 1,57 | 15,69 | 14,49 | 1,48 | Sovrappesare |
| Nestlé (**) | 167.310 | 3,04 | 16,69 | 15,50 | 2,01 | Sovrappesare |
| Kraft Foods (***) | 62.419 | 2,28 | 15,50 | 13,91 | 1,14 | Sovrappesare |
| Danone (*) | 28.862 | 2,93 | 16,40 | 14,88 | 1,50 | Sovrappesare |
| Heinz (**)(#) | 16.390 | 3,33 | 15,37 | 14,06 | 1,40 | Sovrappesare |
| Sara Lee Corp. (***)(+) | 10.852 | 0,92 | 19,97 | 17,17 | 1,34 | Sovrappesare |

(1) al 29/11/11, in mln \$; (*) milioni di euro; (**) milioni di franchi svizzeri; (***) milioni di dollari; (#) chiusura esercizi 30/4; (+) chiusura esercizi 30/6; Eps=utile per azione; P/e=rapporto prezzo su utile; P/Sales=rapporto prezzo su ricavi
Fonte: el. Amf su dati Infinaancials