

Sabato 5 Maggio 2007 — Il Sole-24 Ore

IL GESTORE DELLA SETTIMANA / ANDREA CUTURI (GLOBAL WEALTH MANAGEMENT)

«Questo è l'anno di Bmw»

di Isabella Della Valle

Wall Street è in clima di trimestre. Partendo da questo spunto, qual è oggi lo stato di salute delle aziende rispetto agli anni scorsi?

I fondamentali delle società americane sono in buona salute, la reporting season è migliore delle attese: a marzo le stime degli analisti avevano ridotto le aspettative sui profitti di molte aziende americane che presentano invece un rallentamento degli utili meno marcato. Si registrano sia un'espansione delle vendite, sia buone performance in termini di profittabilità (utili per azione), a testimonianza di una duplice attenzione della Corporate America verso lo sviluppo del business e una politica di rigore sulla cost-base. Il primo trimestre 2007 presenta a oggi un "surprise ratio" (rapporto tra numero di aziende che hanno battuto il consensus degli analisti e numero di quante hanno fatto peggio, ndr) di 2,28, un risultato confortante.

Da tempo ormai l'attenzione degli operatori è incentrata sulle materie prime, petrolio e oro in testa, lei cosa si aspetta da questi settori?

La sostenuta crescita economica globale, supporterà la domanda di greggio. Le pressioni ribassiste legate alla percezione di un cambiamento climatico si sono ormai esaurite sulla scia di una continua contrazione delle riserve petrolifere Usa. Nei prossimi mesi crediamo che il prezzo del petrolio possa consolidare i suoi livelli attuali, con la possibilità di rivedere i massimi dell'estate scorsa. Seguiamo quindi con attenzione i risultati delle aziende petrolifere, che raccoglieranno benefici notevoli dal trend rialzista degli ultimi mesi. Diverso invece il discorso per il prezzo dell'oro, i cui aumenti recenti vanno ricondotti alla svalutazione del dollaro. In presenza di un'offerta semi-rigida, il processo di ribilanciamento delle riserve valutarie, in corso per molte banche centrali asiatiche, è il tema che potrebbe dare ulteriore forza alle quotazioni, ma al di sopra dei 700 dollari all'oncia non vediamo potenziale di apprezzamento.

Secondo lei a che punto arriverà il dollaro contro l'euro?

Sulla debolezza della valuta continua a pesare il disavanzo della bilancia commerciale americana e i timori di un'ulteriore correzione del settore immobiliare e del mercato dei mutui sub-prime. La Fed lascerà i tassi invariati nel 2007 a fronte invece di un rialzo della Bce di 50bp realizzato in due tranches. Riteniamo che il trend di indebolimento della divisa americana contro l'euro possa proseguire sino a 1,39, mentre una riaccelerazione dell'economia Usa per fine 2007 potrebbe riportare il dollaro intorno a 1,30.

Se lei dovesse scegliere, oggi punterebbe sui listini americani o su quelli europei?

Nei nostri portafogli l'Europa è sovrappesata rispetto agli Usa. Lo scenario economico che riteniamo più probabile vede per il 2007 un rallentamento contenuto dell'economia americana e una crescita sostenuta per il Vecchio continente. Malgrado il ciclo economico sia in fase avanzata, in Europa le valutazioni aziendali restano ragionevoli. I listini europei hanno

Chi è

Da Comit, a Nextra fino a Credit Suisse

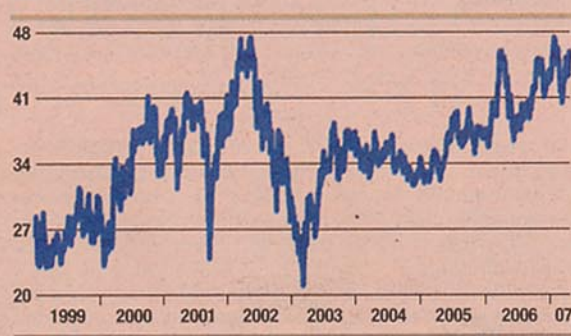
Andrea Cuturi è entrato in Global Wealth Management nel settembre 2006 ed è responsabile investimenti. In precedenza è stato in Comit, prima a Londra dal 1995 al 1998, con il ruolo di Executive nel Securities Team, e poi, dal 1998 al 2001, in Comit A.M. come responsabile del team azionario europeo e membro del comitato strategico. Responsabile del team Global Financial di Nextra I.M. nel 2002 è passato in Credit Suisse come senior vice president responsabile dello sviluppo della unit di Private Banking-Wealth Management di Roma e, dal 2005, anche come membro del comitato strategico del Gruppo Credit Suisse per le attività in Europa. Cuturi è inoltre presidente e ad di Face Off, una holding attiva nel private equity, venture capital e nel trading immobiliare. È laureato in economia e commercio presso l'Università "Tor Vergata" di Roma.



Global Wealth Management

«La forte crescita dei Paesi emergenti ci suggerisce di essere prudenti. Nei portafogli l'Europa pesa più degli Stati Uniti»

Bmw



BMW ha ceduto terreno negli ultimi anni in termini di forza relativa nei confronti del settore Estox. Osservando l'andamento del grafico notiamo come di recente i corsi abbiano accennato a un rimbalzo dopo aver testato importanti supporti. Potrebbe essere l'avvio di un recupero più duraturo che potrebbe significare il superamento in prima battuta dei massimi annuali a 47,71 euro e poi quello dei record assoluti in area 48,20. Un rialzo che restituirebbe brillantezza al trend degli ultimi anni prospettando il proseguimento della corsa verso i 55 euro almeno. A compromettere tale evoluzione contribuirà invece il cedimento di quota 42,50, preludio al test dei supporti a 40,50 euro circa, livelli già testati dal titolo sia a dicembre, sia a marzo e dunque sostegni strategici che dovranno scongiurare discese più preoccupanti in ottica di lungo periodo. A cura di Financial Trend Analysis

già scontato gli effetti dell'euro forte e di un tasso di sconto in ulteriore rialzo, così come un rallentamento della crescita degli utili. Dopo 4 anni di crescita ininterrotta è confortante vedere le Borse europee trattare a multipli ancora contenuti, rispetto sia alle medie storiche, sia agli indici Usa.

E qual è la sua posizione sui mercati emergenti?

La crescita esponenziale di questi Paesi ci suggerisce cautela. Ma la corsa dei mercati emergenti è stata in

buona parte giustificata da un processo di crescita economica, ancora ben lontano dall'essersi esaurito. Sugeriamo quindi di prendere esposizione sugli emergenti, ma con un approccio più selettivo. Al momento la nostra preferenza verte sul sud-est asiatico, dove le economie locali hanno evidenziato una rinnovata solidità e sembrano pronte ad affrontare un processo di "sganciamento" nel corso del quale l'espansione della domanda interna sopperirà a un parzia-

le declino delle esportazioni verso gli Usa. Ci interessa anche l'emerging Europe e, in particolare, la Turchia.

Come ha impostato la politica di investimento e quali sono i vostri criteri di selezione dei titoli?

Le nostre gestioni sono improntate al ritorno assoluto, caratterizzato da un obiettivo di rendimento indipendente dalla performance dei mercati e individuato sulla base dei rischi che i nostri clienti sono disposti a sostenere. Con tecniche di VaR budgeting

«Il titolo è stato penalizzato dal mercato, nonostante i fondamentali siano solidi»

Disegno di Domenico Rosa



impostiamo quindi le nostre gestioni basandoci sull'analisi fondamentale dei titoli azionari. Le valutazioni bottom-up rappresentano la base del nostro portafoglio sia per i titoli "value" sia per i "growth" e sono a loro volta combinate a scelte di rotazione settoriale. In un'ottica di diversificazione del rischio grande attenzione è dedicata anche alla selezione dei gestori terzi "long only" e "alternative", nonché a temi di investimento quotati quali il private equity e il real estate.

Ci sono dei settori sui quali si sente di scommettere? E quali sono, invece, quelli sui quali è cauto?

Il tema energetico ha potenziali di crescita interessanti. Ci attraggono molto le nuove tecnologie focalizzate sul business delle rinnovabili. Destano interesse anche alcuni grandi player Oil&Gas le cui valutazioni in termini di multipli non risultano in linea né con le rispettive medie storiche né con le prospettive di crescita. Anche alcuni titoli assicurativi hanno segnato il passo a dispetto di fondamentali incoraggianti e di solidi flussi di cassa. Interessante anche il farmaceutico. Riteniamo invece sopravvalutate le utilities e suggeriamo inoltre cautela sul settore bancario la cui recente ondata di M&A ha spinto troppo le valutazioni.

Potrebbe indicarmi le società che presentano le maggiori prospettive di crescita e perché?

Tra gli assicurativi la nostra scelta ricade su Ing, un gruppo integrato molto solido che vanta una presenza radicata su entrambe le sponde dell'Atlantico e beneficerà più dei concorrenti di una congiuntura favorevole al settore, mentre fra gli energetici la preferenza è per Eni, che tratta a uno sconto ingiustificato rispetto ai player petroliferi mondiali. Nel settore farmaceutico, crediamo che il mercato rivaluterà Sanofi-Aventis, che ha prospettive interessanti. Pensiamo inoltre che, dopo una lunga sotto-performance nei confronti dei concorrenti, questo possa essere l'anno di Bmw, un titolo che il mercato ha penalizzato in questi mesi a dispetto di fondamentali solidi. Quanto al mercato italiano siamo ottimisti su Luxottica, Lottomatica e su Sopaf, una holding che ha trasformato il modello di business.

Potrebbe tracciare un breve bilancio dell'attività di GWM e dare qualche indicazione sui prossimi obiettivi?

GWM è un gruppo internazionale che negli ultimi anni è cresciuto molto, sia come masse in gestione sia come organico. Abbiamo un patrimonio di 2 miliardi di euro, grazie a nuove risorse provenienti da realtà bancarie internazionali e concentrandoci sulla scelta dei migliori professionisti. Questa è una regola per GWM che riesce così a evitare conflitti d'interesse. I nostri clienti/famiglie si accorgono dei benefici che ottengono a essere gestiti da una realtà indipendente. Il nostro obiettivo è continuare a crescere in maniera misurata e organica non solo sul mercato italiano, ma soprattutto sui mercati internazionali con l'apertura di nostre nuove sedi in luoghi strategici come quella di Istanbul.

I «comparables»

| Società | Capitaliz. al 27/04/07 (mln €) | Eps 2007 | P/E 2007 | P/E 2008 | P/Sales 2007 | Consensus di mercato |
|--------------------|--------------------------------|----------|----------|----------|--------------|----------------------|
| Bmw | 29.588 | 4,07 | 11,2 | 10,4 | 0,57 | Overweight |
| DaimlerChrysler | 61.344 | 3,30 | 18,0 | 13,5 | 0,40 | Overweight |
| Volkswagen | 39.726 | 6,71 | 16,6 | 12,6 | 0,37 | Hold |
| General Motors (*) | 17.851 | 3,83 | 8,2 | 7,7 | 0,10 | Hold |
| Volvo (**) | 291.884 | 6,94 | 18,9 | 16,5 | 1,17 | Hold |

(*) In milioni di \$; (**) In milioni di corone svedesi
Fonte: elab. di Analisi Mercati Finanziari su dati di consensus JCF

La casa automobilistica tedesca BMW presenta multipli di mercato piuttosto contenuti e inferiori rispetto a quelli di tutti i competitor europei. Viene infatti trattata 11,2 volte gli utili 2007 contro una media pari a 15,4 volte. Per il 2008 il multiplo P/E di BMW scende a 10,4 volte, un valore ancora decisamente inferiore alla media degli altri competitor, pari a 12,6 volte. L'unica casa automobilistica che presenta multipli inferiori a BMW è la statunitense General Motors, che presenta tuttavia una gamma di modelli molto ampia e non perfettamente comparabile a quella di BMW, focalizzata sull'alta gamma. Il consensus di mercato è diversificato, ma risulta molto positivo (con giudizio overweight) per BMW e per il solo competitor DaimlerChrysler.