

LE BORSE DIVENTERANNO PIÙ SELETTIVE SULLA BASE DEI PROFITTI INDUSTRIALI



Il dibattito sulle iper valutazioni delle imprese, che emana dallo struggimento degli operatori delle borse valori alle prese con il più enigmatico di tutti i lunghi cicli borsistici di rialzo degli ultimi decenni, si concentra oggi sulla possibilità che, nonostante i corsi azionari abbiano superato di slancio tutti i massimi storici precedenti, in realtà i profitti delle imprese possano in futuro risultare in grado di correre ancora più in alto, giustificando dunque nel tempo ciò che oggi sembra eccessivo.

Da tempo chi scrive sostiene un'ardua tesi: gli investitori sono da troppo tempo alla ricerca di valide alternative alle scelte di asset allocation praticate sino ad oggi perché i corsi azionari attuali arrivino a sgonfiarsi in un baleno. Sebbene sinora i fatti sembrano aver dato ragione a questo assunto, se vogliamo evitare di cadere nel ridicolo con affermazioni fideistiche non possiamo che cercare delle risposte a una domanda di fondo: quali e quante imprese stanno effettivamente moltiplicando la loro redditività? Non tutte evidentemente!



Ovviamente non si può prescindere dai presupposti fondamentali che stanno pilotando da oramai otto anni la corsa al rialzo dei valori mobiliari:

- i tassi straordinariamente bassi ma contemporaneamente la bassissima inflazione rilevata,
- la grande liquidità disponibile sui mercati che è seguita alle politiche monetarie espansive,
- la “congestione dei risparmi” di un’intera generazione di “baby boomers” che si approssima alla pensione e che riversa sui mercati una domanda eccessiva di carta

finanziaria,

- l'ampiezza delle oscillazioni negative precedenti,
- la grande ripresa economica globale in corso,
- l'aspettativa che i profitti delle imprese continuino a moltiplicarsi.

Sebbene l'argomento dei profitti aziendali non sia l'unico a tenere alte le quotazioni borsistiche, forse esso dal punto di vista microeconomico merita qualche ulteriore approfondimento perché il dibattito in questione ha effettivamente preso corpo a seguito di un'impennata degli utili delle grandi corporation quotate a Wall Street e tutti si chiedono se, conseguentemente, c'è da attendersi la stessa impennata anche per le altre imprese nel mondo, fino alle più piccole e alle meno globalizzate (ad esempio le PMI dei paesi emergenti) e, a maggior ragione, fino a quelle meno tecnologiche.

LE SUPER VALUTAZIONI DELLE AZIENDE TECNOLOGICHE



La corsa della tecnologia sembra infatti avere molto a che vedere con le iper valutazioni espresse da Wall Street: sono soprattutto i grandi colossi tecnologici e i dominatori di internet quelli che hanno pesantemente alzato la media delle valutazioni. Le quotazioni borsistiche di questi ultimi viaggiano a multipli di prezzo che superano le duecento volte gli utili. La famosa media del pollo di Trilussa è sempre in agguato dunque è ciò che può giustificarsi nel caso di quei colossi globali potrebbe non essere valido per le imprese periferiche e meno tecnologiche.

I mercati finanziari infatti, se nei prossimi giorni non esprimeranno addirittura una più o meno pesante correzione, quantomeno è probabile che proveranno a ragionare sull'ennesima "rotazione" dei portafogli azionari, allo scopo di selezionare meglio le proprie scelte e, auspicabilmente, di provare a diversificare il più possibile i rischi sistemici del possedere asset finanziari che sembrano a tutti troppo "cari".

Ma ricordiamoci che sono molti molti mesi che i grandi investitori (e sinanco i banchieri centrali) ci ripetono la stessa solfa: l'eccesso di ottimismo che si registra nelle borse porterà presto ad una loro discesa e, dal momento che quel "presto" non arriva mai, da queste colonne nei mesi scorsi abbiamo più volte ironizzato sul tema con analogie letterarie come "Aspettando Godot" o "Il Deserto dei Tartari"! Il punto è che nessun ciclo borsistico può durare in eterno e nessun gestore di portafogli di investimento può permettersi di non chiedersi cosa succederà dopo che quello attuale si sarà esaurito.

Al riguardo c'è chi afferma con certezza che chi investe a questi livelli otterrà scarsi risultati in futuro, chi esprime una fede indiscriminata verso la crescita economica globale che supporta le valutazioni estreme dei mercati, e chi continua a scavare sul fronte della giustificazione razionale delle valutazioni elevate, per trovare non solo risposte al quesito fondamentale sopra descritto (cosa succederà “dopo”) ma anche per riuscire individuare nuove strategie di investimento o nuove ragioni per “ruotare” ancora una volta i portafogli titoli.

I SETTORI PIÙ INTERESSANTI E QUELLI MENO



Scendiamo perciò nel dettaglio dei principali settori economici:



1. Le maggiori imprese supertecnologiche (come Tesla, ad esempio) scontano nelle loro valutazioni la capacità di raggiungere risultati clamorosi in grado di ridefinire il mercato della mobilità personale e quello degli accumulatori di energia di nuova generazione. Quanto tale fiducia sia ben riposta è difficile dirlo, ma resta l'ineluttabilità del fatto che quelle imprese sembrano destinati a cambiare più radicalmente e più velocemente del previsto i loro mercati di sbocco. Casomai i dubbi degli investitori riguardano la presunzione di relativa inerzia dei produttori tradizionali di autoveicoli e sistemi di energia (tutte da dimostrare) e la presunzione di forte capacità organizzativa e industriale da parte di imprese come quella del tetragono Elon Musk di riuscire a realizzare le quantità richieste dal mercato nei tempi annunciati. Qualora le risposte a tali dubbi siano positive, quanto spazio di mercato resterebbe allora alle altre imprese che si sono buttate all'inseguimento dei leader globali? La mia personale convinzione è che non tutti gli operatori super tecnologici riusciranno infatti a tramutare le loro mirabolanti innovazioni in forti profitti e, in un mondo sempre più globalizzato, i leader mondiali di mercato sono dunque quelli più probabilmente in grado di riuscire a raccogliere i maggiori frutti della loro “brand awareness”. Perciò quanto sopra può valere tranquillamente anche per Amazon, per Google, Apple e Tencent e può dunque fornire un deciso supporto razionale alle astronomiche valutazioni di borsa che essi esprimono;

2. Le imprese invece che fondano sì i loro punti di forza sulla rete internet, ma scommettono soprattutto sulla loro capacità di moltiplicare la clientela e i profitti grazie

alla mera digitalizzazione e al business che ne consegue di sostituzione delle attività tradizionali (ad esempio gli operatori dell'entertainment come Netflix quali valide alternative a quelli come Sky di Rupert Murdoch), secondo la mia umile opinione rischiano grosso: non è così scontato che i loro predecessori non saranno in grado di rinnovarsi velocemente!

3. Lo stesso può valere per i nuovi colossi del commercio elettronico come Alibaba e Zalando, che rischiano di incontrare decisi ostacoli nel loro processo di cambiamento delle abitudini della gente al riguardo della distribuzione commerciale perché l'umanità è molto conservativa se il possibile rinnovamento delle abitudini della gente non porta anche dei radicali miglioramenti nella vita quotidiana. In molti casi perciò è ragionevole porre qualche dubbio su talune mirabolanti valutazioni di titoli come Netflix laddove esse non siano congiunte a vantaggi radicali nella vita di tutti i giorni.

4. Un ragionamento invece a favore delle supervalutazioni che oggi il mercato esprime può riguardare i leaders globali nei mercati del lusso e del lifestyle, come ad esempio Ferrari o LVMH, che storicamente si sono sempre mostrati in grado di saper raccogliere la sfida del rinnovamento ma che poggiano le loro pretese di mercato su una loro potentissima "brand awareness". Per essi l'avanzata delle economie emergenti e lo sviluppo demografico e sociale dell'umanità sono fonte probabile di ulteriori soddisfazioni rispetto ai rispettivi "follower" di mercato e per quanto pazzi possano risultare i prezzi da essi praticati, è possibile che i loro ampi margini restino sostenibili.

5. Al contrario per molte delle grandi imprese che oggi risultano leader nei settori B2B (business to business) ci sono seri dubbi circa la sostenibilità di elevate valutazioni di mercato perché ogni minima novità di mercato potrebbe propagarsi, negli ambiti professionali, alla velocità della luce.

6. Ciò può valere per le compagnie aeree, per colossi informatici come la IBM, per i giganti dell'industria di base come Thyssen o General Electric, o sinanco per i grandi (e innovativi) produttori di sistemi informatici come SAP o Oracle e persino come i grandi produttori di beni di largo consumo come Hewlett-Packard o Samsung la cui offerta commerciale non risulti tuttavia "iconica", a prescindere da quanto capaci siano di cavalcare le innovazioni. In molti di quei settori la concorrenza dei nuovi astri nascenti provenienti dal sud est asiatico o la possibilità che nuove proposte a valore aggiunto provengano da soggetti completamente nuovi rischia di porre dei limiti alla corsa nel tempo dei loro profitti.

I CRITERI DI SELEZIONE DEI SETTORI INDUSTRIALI

La vera discriminante nell'analisi delle effettive capacità di moltiplicazione dei profitti

prospettici non sembra perciò l'eccesso di valutazioni ai prezzi attuali delle maggiori imprese quotate, quanto la loro capacità di mantenere la testa della competizione nel loro settore industriale con i margini economici che ne conseguono (vedi Apple), la loro capacità di esprimere un'effettiva brand awareness globale, e soprattutto la possibilità che la loro capacità di fare business in maniera del tutto nuova possa riuscire ad estendersi a sempre nuove categorie di prodotto (vedi Amazon) mentre al contempo su quelle meglio presidiate vengono lentamente alzate barriere all'entrata dei nuovi competitors.

Al contrario in buona parte dei settori industriali rivolti al B2B e in quelli meno protetti da nicchie di mercato e situazioni fortemente localizzate nemmeno le imprese maggiori potranno mantenere il passo con le attuali valutazioni e la possibile avanzata della deregolamentazione globale potrebbe mettere in discussione molte aziende leader industriali dei nostri giorni. Le stesse argomentazioni non lasciano purtroppo molto spazio alle supervalutazioni che le borse praticano di molte imprese troppo localizzate o troppo piccole, che dovranno affrontare difficoltà ulteriori nel reperire le risorse per la crescita dei propri profitti. Temo anzi che i fattori di sconto nei prezzi di tali imprese dovranno accrescersi.

I veri rischi degli investitori perciò non risiedono nell'ampiezza dei moltiplicatori di prezzo pagati oggi in borsa, bensì nella rispondenza di tali valutazioni alla loro capacità propulsiva a livello globale e nel cavalcare le grandi ondate di modificazione delle abitudini della gente.

Se queste considerazioni significano che in media i valori azionari sino ad oggi espressi dalle borse potranno proseguire la loro corsa o dovranno necessariamente ridursi in futuro, è materia che qui lasciamo alle personali valutazioni di ciascun lettore. È mia personale convinzione che in assenza di forti scossoni geopolitici o relativi a grandi catastrofi invece i mercati finanziari possano proseguire la loro navigazione relativamente indisturbati, ma che saranno necessariamente costretti a proseguire nel processo di selezione dei migliori asset, così come potranno beneficiare ancora a lungo della relativa calma che regna sui titoli a reddito fisso.

I fattori fondamentali all'opera oggi per tenere bassi i tassi di interesse è possibile che non verranno rimossi nel prossimo futuro. Per prevedere quello più remoto invece ci stiamo ancora attrezzando...

Stefano di Tommaso

LA STRADA DELLA DIGITALIZZAZIONE AZIENDALE NON È UNA PASSEGGIATA DI SALUTE



Un recente studio della McKinsey sul processo di progressiva digitalizzazione delle imprese mi ha recentemente aperto gli occhi sul potenziale distruttivo del fenomeno. Non che non lo avessi immaginato, ma non mi ero reso conto di come funziona realmente.

Il punto è che il cammino delle imprese tradizionali verso la progressiva digitalizzazione delle proprie attività è in media molto più lento di come si potrebbe immaginare. Si stima si trovi a meno del 40% del totale delle imprese nel mondo.

Ma quella media è purtroppo quella del pollo di trilussiana memoria (se io ho due polli e tu non ne hai nessuno, “in media” ne abbiamo uno a testa).

Più in dettaglio i settori più avanzati nella digitalizzazione appaiono essere quello dei Media & Entertainment (62%), del Commercio al Dettaglio (55%), delle Produzioni ad alta Tecnologia (54%) e delle Cure Mediche (51%). Seguono le società di Telecomunicazioni e quelle di Trasporti e Logistica (44%), quelle dei Servizi Professionali (42%), dei Servizi Finanziari (39%), dell’Automotive 32%) e dei beni di Largo Consumo (31%).



Lo studio citato mostra che :

1. la tendenza verso una più veloce e completa digitalizzazione appare molto più forte nelle imprese più grandi e in quelle eccellenti;
2. gli investimenti per realizzare quella digitalizzazione sono -nel totale- assai cospicui e comportano una conseguente forte disparità fra chi può permetterseli e chi invece soffre di scarsità di risorse;
3. quegli investimenti forniscono il miglior risultato laddove sono fortemente allineati con la cultura aziendale e con la strategia (sempre che se ne abbia una) e si riesca a esplicitarla e condividerla con tutto lo staff manageriale (sempre che se ne abbia uno);
4. laddove talune aree di business siano rimaste indietro nel processo esse sono anche le più facili prede per le start-up innovative, forti di una struttura di costi e di condivisione delle informazioni che nei vecchi modelli di business è molto difficile da realizzare.

Nel corso del processo di progressiva digitalizzazione del business tra le imprese ci sono poi come sempre quelle vincenti e quelle perdenti.

Il processo può inoltre apparire distruttivo in vari modi:

- può rischiare di cancellare i tratti distintivi che facevano sì che la clientela preferisse quell'impresa alle altre;
- può allontanare personaggi-chiave;
- può non portare effettivi risparmi di costo o effettivi (e misurabili) miglioramenti provocando ugualmente forti uscite di capitali per gli investimenti;
- può risultare fortemente disallineato alla strategia, al posizionamento competitivo e alle competenze migliori, compensando così i miglioramenti con i peggioramenti senza apportare effettivi vantaggi;
- può far perdere a chi gestisce la concentrazione necessaria sul business.

Le conseguenze delle osservazioni appena citate rasentano l'ovvietà: il mondo aziendale si dividerà in poco tempo tra le imprese che riusciranno in tempo (e con profitto) a completare il processo riprendendo spazio sui margini di profitto a causa delle maggiori efficacia e efficienza e quelle che -non avendolo fatto- saranno vittima di una concorrenza spietata, in particolare da parte dei nuovi concorrenti!

Nessun andamento graduale perciò, bensì tensioni, rivoluzioni copernicane e strappi in avanti o indietro. Le innovazioni sono certo necessarie, ma anche gradevoli quanto un

parto cesareo...

Stefano di Tommaso

LA CRISI DI ALITALIA



E' il fallimento di un sistema che vede l'azienda pubblica operare senza la consapevolezza di aver testato una formula imprenditoriale.

Spesso i motivi della crisi aziendale derivano dall'incapacità del management di cogliere la necessità di soddisfare la clientela attraverso un sistema di prodotto complesso.

Un mio recente studio sul posizionamento di mercato delle compagnie Aeree, ha dimostrato che la web reputation di Alitalia è all'ultimo posto rispetto a quella delle altre compagnie di Bandiera degli altri paesi Europei e che -addirittura- la maggior parte di clienti non è nemmeno in grado di distinguere se si tratti di una compagnia Low Cost oppure no.

LA DIVERSA PERCEZIONE RISPETTO A "EMIRATES"

Nello stesso studio avevo altresì dimostrato che i viaggiatori che dichiarano di avere viaggiato in classe economica tanto su Alitalia che su Emirates (che ha una delle web reputation più alte tra le compagnie studiate), percepiscono di avere avuto sulla compagnia mediorientale più spazio a disposizione. Sebbene tale circostanza non sia probabilmente vera, in quanto i posti sono in verità equidistanti, l'esempio dimostra come la comunicazione delle due compagnie determini un diverso livello di percezione di servizi:

Alitalia ha chiuso l'esercizio 2016 con un disavanzo operativo (Ebit) di €275 milioni e una perdita netta di €348 milioni con molti rilievi da parte degli analisti finanziari che rappresentano che nelle pieghe dei conti sono evidenziati rischi rilevanti, con un onere aggiuntivo di ulteriori €310 milioni (Fonte: Dragoni Gianni, "Alitalia accelera sul piano industriale" su Il Sole 24 ore del 26 gennaio).

Emirates però ha un EBITDAR, prima cioè un margine operativo al lordo anche dei costi di noleggio, pari a 9.200.000 AED pari a circa 2.300.000 euro (Fonte: Annual Report 2016 "Emirates").

MASSIMIZZARE LA SODDISFAZIONE DELLA CLIENTELA

I clienti di Alitalia lamentano che non ci sono più molte rotte, e le rotte cancellate sono quelle in cui, attraverso la cosiddetta "Classe Magnifica" Alitalia otteneva i migliori risultati. La dismissione delle rotte, evidentemente risponde ad un'esigenza di cassa, che ha consentito la soddisfazione momentanea di alcuni interlocutori sociali, a fronte dell'insoddisfazione della clientela.

Allo stesso modo, mentre ogni compagnia, mette a disposizione dei migliori clienti, numerosi posti che possono essere acquistati con le miglia, Alitalia, dichiara "candidamente" sui Social Media che è necessario prenotare anche 11 mesi prima-, senza considerare che nell'ultimo triennio è pressoché raddoppiata la quantità di miglia necessaria per ottenere un volo su altra compagnia del gruppo SKY a spese di Alitalia. I primi elementi di un risanamento aziendale sono sempre quelli endogeni. Non sembra possibile, risanare un'azienda senza passare per il tentativo di massimizzare il valore prodotto per i propri clienti.

Una formula imprenditoriale si valuta sempre secondo due prospettive, da un lato il sistema dei clienti che è soddisfatto mediante il sistema di prodotto, dall'altro lato, il sistema degli interlocutori sociali che si aspetta la remunerazione dei fattori produttivi apportati.

Non c'è dignità nel tentativo di speculazione sulla funzione d'uso del sistema dei prodotti. Tale speculazione, solo apparentemente ha l'effetto di determinare un impoverimento del cliente e un trasferimento a favore dell'azienda. Nei fatti, c'è solo una distruzione del valore aziendale, che ha effetto tanto dal lato della percezione dell'impresa, nel sistema di prodotto, tanto dalla parte del sistema degli interlocutori sociali. Non esiste formula imprenditoriale se il sistema dei clienti non è soddisfatto dal sistema di prodotto, che comprende, tra l'altro, la qualità, il prezzo, la completezza dell'offerta, la credibilità del marchio e la sua riconoscibilità.

I TAGLI SBAGLIATI

Nel caso di Alitalia, non vi è dubbio che tagliare i voli a lungo raggio, quelli dove la classe Magnifica era un'eccellenza sia stato più miope che poco lungimirante. Ma il vero problema non è questo. Il miraggio di un low cost irragionevole e di infima qualità ha distrutto Alitalia. È la mancanza di una formula imprenditoriale protesa alla soddisfazione del cliente: sono le migliaia di critiche sistematiche che le persone postano sui profili dei Social, è il palpabile senso di insoddisfazione del sistema dei clienti. Non c'è intervento monetario di investitori esteri o italiani che siano, che possa determinare un risanamento se prima non si agisce su questi sistemi che determinano la soddisfazione del cliente.

L'economia si definisce globale, da cui il termine globalizzazione, perché globale è il mercato di riferimento, ma è prima di tutto la globalizzazione dei clienti, che agiscono tra di loro comunicando secondo un meccanismo che è stato definito "prismatico", evocando l'idea delle facce dei diamanti in cui ciascuna dà luce a tutte le altre.

Tale meccanismo della comunicazione (non più verticale, ma prismatica) è quello che sta rivoluzionato l'applicazione di tutti i modelli economici aziendali, impattando sulla possibilità di una singola impresa o di un singolo aggregato, di mutare i meccanismi determinanti della generazione di valore in un mercato o della percezione del valore nel sistema degli interlocutori sociali.

Attraverso i social media chiunque è in grado di generare strutture di comunicazione, profili, gruppi di vario genere, strutture di fans, pagine di amici, di seguaci e persone influenti seguite. Come dimostra il recente caso divenuto virale di un cliente della **United Airlines** filmato mentre viene cacciato dall'aereo per un problema di overbooking la cui colpa era imputabile solo alla compagnia aerea, la disattenzione di un'impresa verso i propri clienti si propaga in tempo reale sulla rete, e diventa un pericoloso **driver** di disvalore.

UNA METAFORA DEL "BEL PAESE"

Il rilancio di Alitalia, metafora del rilancio del paese Italia, deve partire da un profondo ricambio della mentalità e dunque del suo **management**, dal ritorno all'efficacia, e dalla fine del corporativismo, che nel caso Alitalia si è espresso in posizioni sindacali miopi e senza possibilità di essere sostenibili economicamente nel tempo.

Proporre una nuova divisa per il personale di bordo avrebbe potuto essere il simbolo di un cambiamento, ma il cambiamento non c'è stato, e alla fine, di nuovo c'è stata solo una divisa arabeggiante, che poco aveva a che spartire con la tradizione Italiana e più che altro sanciva il passaggio in mani straniere.

La compagnia di bandiera, come il nostro Paese, se vogliono decollare, devono tornare ad essere innanzitutto progressive, e al contempo legate alle proprie tradizioni: aperte sì verso l'esterno, ma soprattutto devono puntare alla soddisfazione, dei propri clienti come dei propri cittadini, oppure il malcontento continuerà a trasformarsi in disvalore, perdite economiche e dunque crisi.

Alessandro Arrighi

Dottore Commercialista

e Senior Partner de La Compagnia

P.S.

Sul medesimo argomento vorrei citare qui anche un mio precedente articolo :

<http://www.alessandroarrighi.com/eccellenza-di-cantu-e-fallimento-alitalia/>