

Investire contrarian nella crisi del settore bancario italiano “Il punto di vista del team azionario europeo”

Mercoledì, 09/13/2017

Scommettere sulla debolezza dei finanziari italiani vista la crisi degli NPL è stato uno dei nostri temi principali nel 2016. Da allora sono state adottate diverse misure per risolvere la crisi e ora il sistema bancario italiano è molto più solido. A distanza di un anno dal culmine della crisi, cogliamo l'occasione per illustrare la nostra visione in quel periodo, il modo in cui abbiamo approfittato della crisi ed esaminare l'andamento degli investimenti effettuati.

Cliccare qui per scoprire perché il nostro approccio attivo e contrarian è unico



Prasaanna Jeyanandhan
Co-Portfolio Manager



Michael Clements
European Equities Expert

“Abbiamo evitato di investire nelle banche, ma abbiamo trovato opportunità molto interessanti per approfittare della ripresa correndo meno rischi.”

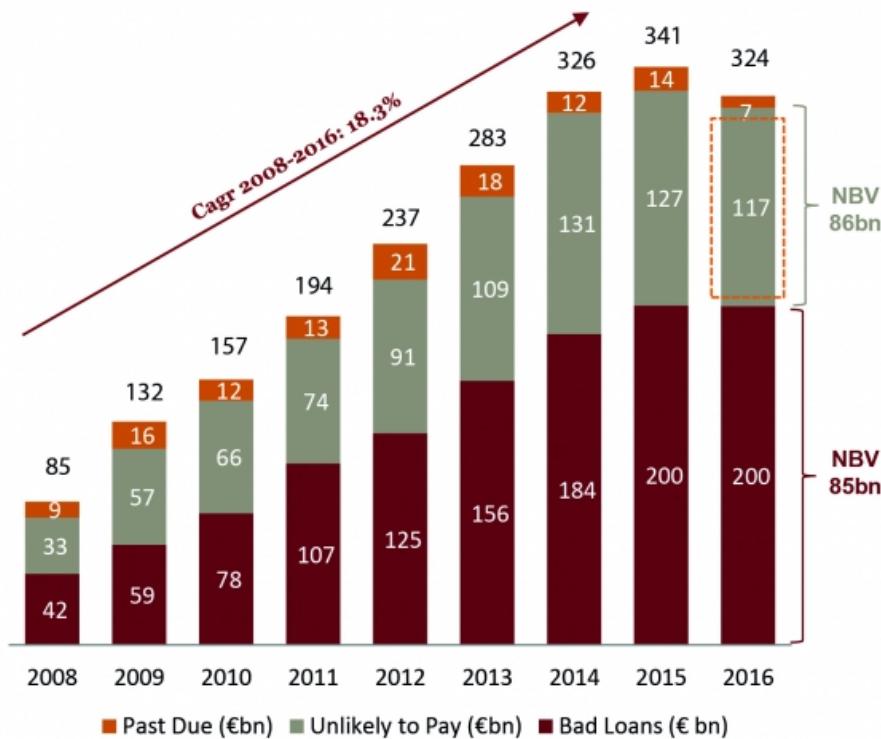
Informazioni di base sulla crisi del settore bancario italiano

L'inizio della crisi finanziaria e la successiva doppia recessione hanno provocato un deterioramento della qualità del credito in quanto il ricorso eccessivo all'indebitamento e la scarsa redditività delle società e delle PMI italiane ha causato un inasprimento delle condizioni di concessione dei prestiti bancari. I crediti in sofferenza (NPL) hanno iniziato a crescere costringendo le banche a definire le perdite, tagliare i dividendi e aumentare il capitale. Fin qui nulla di molto diverso da quanto avveniva in altri sistemi bancari in tutta Europa, in particolare nell'Europa meridionale. Allora perché la crisi del settore bancario italiano è stata così grave? La situazione in Italia è sempre stata esacerbata dall'unicità del suo sistema. Più della metà del settore è composto da banche cooperative o popolari con forti legami con le comunità locali in cui operano.

Questa stretta connessione con i clienti, unita a scarse sottoscrizioni, ha portato prima della crisi finanziaria a un'impennata dei prestiti. Le successive perdite in portafoglio sono state aggravate da un'eccessiva burocrazia e da un sistema giudiziario debole e inefficiente, che ha reso difficile la riscossione dei crediti o delle garanzie alla base di questi portafogli. Di conseguenza, il deterioramento dei portafogli di prestiti è stato particolarmente acuto in Italia, con un volume di NPL più che triplicato a circa EUR 340 miliardi nel 2015.

La crisi dei crediti deteriorati o NPL ha registrato il picco lo scorso anno, con l'aumentare dei timori che le perdite crescenti potessero provocare un'ondata di fallimenti di istituti di credito, incluso Monte dei Paschi di Siena (MPS) e persino il gigante bancario UniCredit. La convinzione di un degrado del settore ha portato a pressioni sulla liquidità in seguito all'abbandono da parte dei depositanti delle banche più deboli per paura di perdere il loro denaro in caso di fallimento dell'istituto di credito. Una serie di banche è stata sull'orlo del fallimento e i prezzi delle azioni sono precipitati a livelli estremamente bassi.

Mercato italiano degli NPL



Fonte

Fonte: PWC, "The Italian unlikely to pay market". Dati al 31.05.2017.

Trovare l'opportunità contrarian più adatta

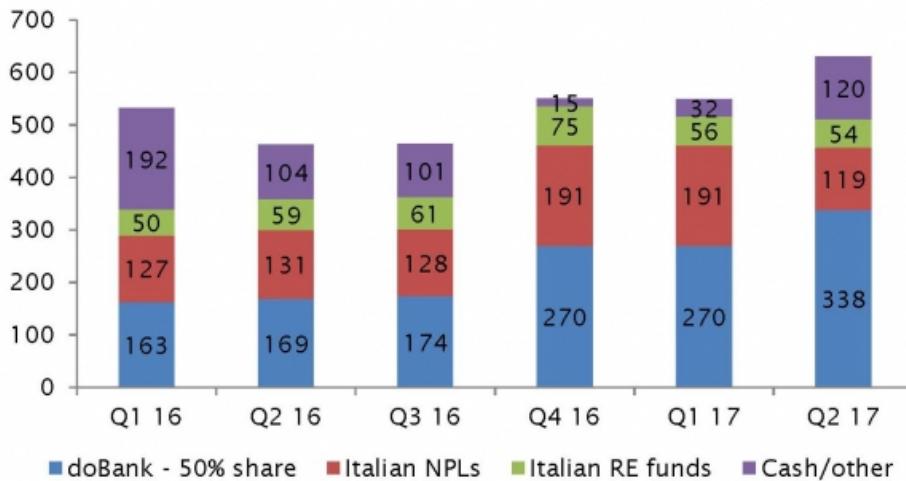
Abbiamo percepito che questo contesto di crisi poteva offrire opportunità di investimento contrarian, ma è stato difficile limitare il rischio di ribasso dei titoli bancari. Sebbene queste banche ribassate avessero un potenziale di ripresa elevato, non soddisfacevano i nostri criteri di investimento e, a nostro parere, rappresentavano potenziali trappole di valore. Bilanci indebitati e opachi, scarsa liquidità ed esposizione a rischi politici: investire in banche ribassate in quel periodo sembrava un lavoro di fantasia, con la possibilità che il capitale degli azionisti potesse sfumare in uno scenario ribassista. In quel periodo gli investitori erano concentrati principalmente su MPS e UniCredit, entrambe con massicci portafogli di NPL e la necessità di raccogliere capitale. Entrambe dovevano assolutamente convincere gli investitori che potevano diventare gli artefici del loro destino. Alla fine, gli azionisti di MPS sono stati azzerati mentre le azioni di UniCredit si sono riprese. Sebbene MPS avesse più margine di rialzo all'epoca, data la sua valutazione molto bassa, UniCredit ha dimostrato ultimamente di avere un business plan più credibile, con molti fattori su cui fare leva e molti attivi da vendere.

Abbiamo evitato di investire direttamente nelle banche, ma abbiamo trovato due opportunità molto interessanti per approfittare della ripresa correndo meno rischi: In ultima analisi, grazie al nostro lavoro su UniCredit e MPS siamo giunti a due dei nostri investimenti principali in questo tema: Eurocastle e Anima.

Eurocastle: sfruttare l'opportunità da EUR 300 miliardi degli NPL

A nostro avviso la crisi dei crediti deteriorati in Italia costituiva un terreno ideale per gli acquirenti di crediti e gli agenti per il servizio del debito. Il mercato era pieno di operatori che cedevano crediti in sofferenza o deteriorati e la montagna di NPL pari a oltre EUR 300 miliardi avrebbe dovuto essere pagata ed estinta in qualche modo. Abbiamo individuato Eurocastle, che si trovava in un'ottima posizione per approfittare di questa enorme opportunità.

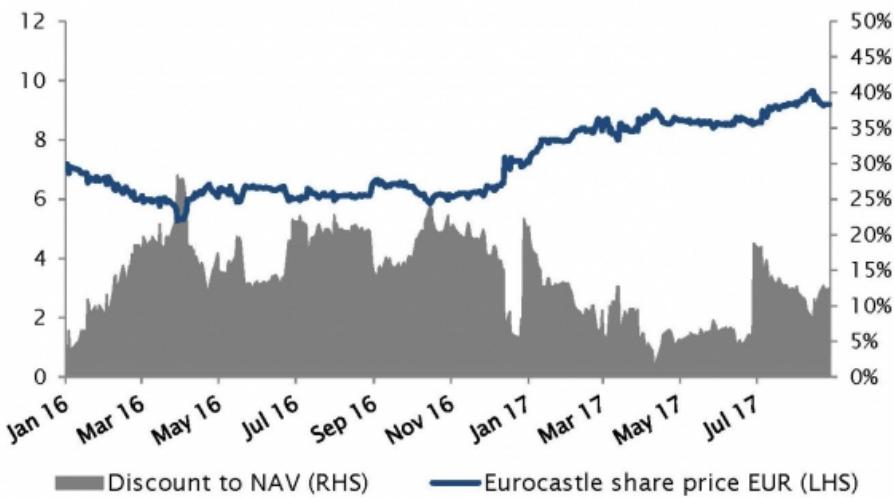
NAV di Eurocastle



Fonte

Fonte: Eurocastle. Dati al 31.08.2017

Corso azionario di Eurocastle vs. sconto rispetto al NAV



Fonte

Fonte: Eurocastle, Bloomberg. Dati al 31.08.2017

Quando abbiamo aperto la nostra posizione nel terzo trimestre del 2016, circa il 40% del NAV di Eurocastle era composto dal suo investimento in doBank (il più grande agente per il servizio di NPL italiano), il 40% era investito in NPL e attivi immobiliari italiani e la parte restante era costituita da liquidità. Dato il sentimento debole in quel periodo, abbiamo iniziato ad acquistare le azioni scontate del 15-20% rispetto al NAV.

Abbiamo intravisto due chiare opportunità in Eurocastle. Innanzitutto, secondo noi, il suo investimento in doBank era nettamente sottovalutato. doBank è uno dei principali agenti per il servizio di NPL sul mercato, con circa EUR 80 mld. di crediti deteriorati gestiti per conto di clienti importanti, tra cui UniCredit, Intesa e Fortress. Il problema degli oltre EUR 300 mld. di NPL presenti sul mercato deve ancora essere affrontato e riteniamo che gli agenti per il servizio del debito indipendenti svolgano un ruolo essenziale. doBank è nella posizione ideale per approfittare di questa opportunità negli anni a venire e lo si comincia già a vedere dalla valutazione. A giugno 2016 Eurocastle valutava la sua partecipazione del 50% in doBank a EUR 169 milioni. A luglio 2017 doBank è stata oggetto di IPO con la valutazione della partecipazione di Eurocastle a EUR 350 mln. e da allora le azioni di doBank si sono apprezzate di un ulteriore 20% circa. Continuiamo a intravedere un potenziale a lungo termine in doBank e abbiamo pertanto partecipato direttamente all'offerta pubblica iniziale.

La seconda opportunità per Eurocastle è investire direttamente nei crediti deteriorati italiani e nel mercato immobiliare in difficoltà. Fortress, il gestore di Eurocastle, sta investendo con successo da diversi anni sul mercato italiano dei NPL. Ciò gli ha consentito di costruire una solida piattaforma per la definizione del prezzo, l'acquisizione e la gestione dei crediti deteriorati. Eurocastle (tramite Fortress) ha una solida relazione con UniCredit e ha lavorato da vicino al piano strategico di quest'ultima. Al centro del piano vi era il progetto FINO ("Failure is not an option"), che prevede, da parte di UniCredit, la vendita di EUR 17 miliardi di NPL a veicoli di cartolarizzazione gestiti da Eurocastle/Fortress e Pimco a un prezzo medio di 14 centesimi. Gli acquirenti sono riusciti a ottenere un prezzo molto conveniente rispetto ad altri portafogli venduti sul mercato. UniCredit era convinta che il valore derivante dalla maggiore certezza di bilancio e, di conseguenza, da un minore costo del capitale, avrebbe compensato di gran lunga qualsiasi rinuncia a flussi di cassa dovuta alla cessione a basso prezzo del portafoglio.

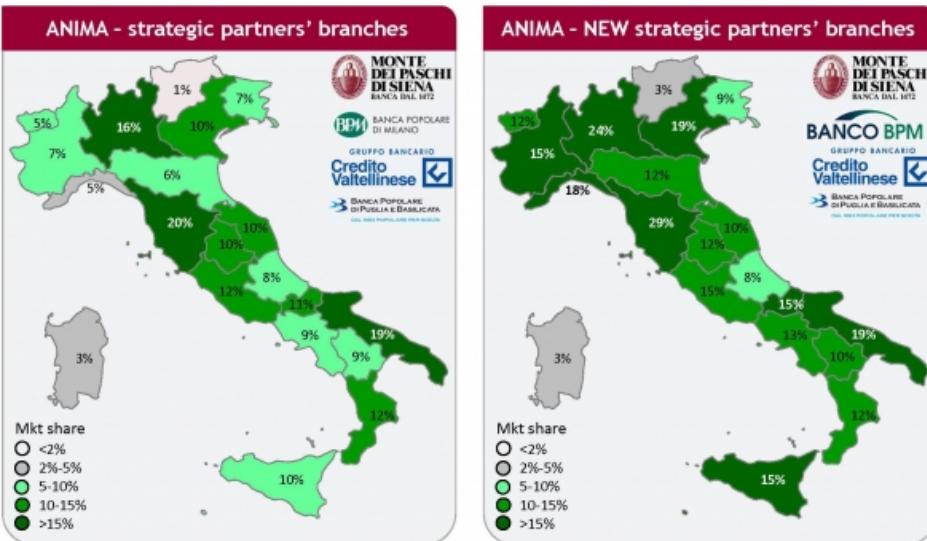
Tale convinzione si è poi rivelata corretta, poiché a partire dall'annuncio del piano le azioni di UniCredit hanno registrato un forte rally. Con la partecipazione a FINO crediamo che Eurocastle abbia messo a segno un colpo da maestro di cui beneficerà per diversi anni a venire. Investendo in Eurocastle abbiamo ottenuto un'esposizione alla ripresa del sistema bancario italiano ma senza i rischi associati con l'investimento diretto in una banca. Inoltre, essendo stati in grado di acquistare le azioni scontate rispetto al NAV, ci siamo assicurati un ulteriore margine di sicurezza (o un rendimento maggiore, a seconda di come la si guardi).

Anima: un posizionamento in MPS ma senza il rischio

Anima è il gestore patrimoniale indipendente leader in Italia, distribuito principalmente tramite una rete di banche partner, incluso MPS e Banco Popolare Milano (BPM), nonché tramite Poste Italiane grazie a un recente accordo. Con l'evolversi della crisi alla fine dello scorso anno è emersa un'opportunità di acquisto azionario. Le azioni di Anima sono state liquidate per timore che il patrimonio gestito distribuito tramite le reti MPS e BPM fosse a rischio. Dopo attenta analisi, abbiamo concluso che il prezzo dell'azione stava scontando ampiamente lo scenario peggiore, ossia che Anima perdesse la parte più cospicua del patrimonio gestito proveniente da queste 2 reti (circa il 35% del patrimonio gestito totale di Anima). È stato difficile intravedere il mutamento di tale scenario, anche nel caso di bancarotta di MPS e della conseguente ristrutturazione. Poiché siamo stati in grado di limitare il ribasso, abbiamo investito in Anima con maggiore tranquillità, dato che il suo potenziale di rialzo è sostenuto da una stabilizzazione della situazione delle due suddette banche. Quando la situazione si è evoluta in positivo, Anima ha registrato alcuni deflussi dalla rete di MPS alla fine del 2016 e all'inizio del 2017, ma tale tendenza si è moderata tramutandosi in afflussi man mano che la situazione di MPS si risolveva. Inoltre, dopo la fusione tra BPM e Banco Popolare (BP) c'è stata un po' di incertezza. BP ha portato con sé il proprio gestore patrimoniale più piccolo, Aletti Gestuelle. Il mercato ha temuto che BPM potesse mettere fine alla propria relazione con Anima a favore del nuovo gestore patrimoniale interno, Aletti. All'epoca sembrava improbabile, perché una scelta del genere sarebbe stata pregiudizievole per tutte le parti coinvolte. In seguito il timore si è rivelato fondato. Il mese scorso Anima ha annunciato l'acquisizione di Aletti, consolidando la propria relazione con l'entità nata dalla fusione di BPM-BP (BAMI) e ampliando la propria distribuzione ai settori BP in cui non era ancora penetrata. Nel giro di nove mesi il sentimento nei confronti di Anima è passato dal timore del verificarsi dello scenario peggiore, in base al quale il gestore avrebbe perso i suoi principali distributori, al tentativo di attribuire un prezzo alle opportunità di rialzo derivanti dalla completa penetrazione da parte di Anima delle reti dei giganti della distribuzione, ossia Poste Italiane, BAMI e un MPS ristrutturato. In seguito all'acquisizione di Aletti, la distribuzione di Anima in Italia sarà senza pari, con accesso ad oltre 4.500 filiali attive in alcune delle parti più ricche del paese.

L'investimento in Anima si è rivelato complicato, poiché ha richiesto l'analisi delle varie circostanze dei suoi partner bancari. Tuttavia, Anima soddisfaceva i nostri criteri di qualità e siamo stati in grado di investire in un momento in cui il titolo era oggetto di vendite eccessive sulla scia dei timori dei distributori, anche se ritenevamo che il ribasso fosse limitato. Non si poteva dire lo stesso dei partner di distribuzione bancari di Anima, come alla fine è stato con MPS.

Mappe di copertura Anima/Aletti



Fonte

Fonte: ANIMA, presentazione “ANIMA and Banco BPM - Acquisition of Aletti Gestieffe SGR”. Dati al 31.08.2017

Il nostro stile di investimento contrarian in pratica

Il modo in cui abbiamo analizzato la situazione in Italia e gli investimenti che abbiamo effettuato sono tipici del nostro processo. Il nostro approccio di tipo contrarian è stato attirato dall'opportunità derivante dalla crisi degli NPL, ma il nostro orientamento verso la qualità ci ha tenuto alla larga dalle trappole di valore come MPS. Abbiamo dedicato tempo a comprendere le problematiche alla base della crisi e la nostra analisi ha fatto emergere i vincitori di questo mercato, in particolare gli agenti per il servizio del debito e i gestori patrimoniali. L'analisi delle nostre società target, dei loro vantaggi competitivi e delle loro valutazioni ha fissato un minimo al ribasso a cui ci saremmo sentiti tranquilli ad aprire posizioni. In questa fase, il nostro processo ha svelato opportunità di investimento all'estremità minore dello spettro delle capitalizzazioni di mercato. E non è un evento raro: spesso sono queste società, che operano fuori dal radar di altri investitori, a essere in grado di generare l'alfa più elevato. Data la nostra filosofia di investimento a lungo termine, ci siamo sentiti convinti dell'investimento in questi tipi di società grazie al rialzo che intravediamo negli anni a venire. Rimaniamo entusiasti delle prospettive sia per Eurocastle sia per Anima.

Disclaimer

Il presente documento di marketing è stato redatto dal Gruppo Syz (di seguito denominato «Syz»). Esso non è destinato alla distribuzione o all'utilizzo da parte di persone fisiche o giuridiche cittadini o residenti in uno Stato, un Paese o una giurisdizione le cui leggi applicabili ne vietino la distribuzione, la pubblicazione, l'emissione o l'utilizzo. Spetta unicamente agli utenti verificare che siano legalmente autorizzati a consultare le informazioni nel presente. Il presente materiale ha esclusivamente finalità informativa e non deve essere interpretato come un'offerta o un invito per l'acquisto o la vendita di uno strumento finanziario, o come un documento contrattuale. Le informazioni fornite nel presente non sono intese costituire una consulenza legale, fiscale o contabile e potrebbero non essere adeguate per tutti gli investitori. Le valutazioni di mercato, le durate e i calcoli contenuti nel presente rappresentano unicamente stime e sono soggetti a variazione senza preavviso. Si ritiene che le informazioni fornite siano attendibili; tuttavia, il Gruppo Syz non ne garantisce la completezza o l'esattezza. I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.