**AcomeA SGR - Il Giappone è il nuovo Nasdaq?**

A cura di **Giovanni Brambilla, Responsabile Investimenti, AcomeA SGR**

Da un anno a questa parte circa, **il mercato azionario giapponese ha messo a segno una performance in divisa locale pari a quella del Nasdaq,** l’indice dei tecnologici Usa. Entrambi gli indici, da giugno scorso, sono infatti in rialzo di circa il 20%.

Se da inizio anno l’indice dei tecnologici Usa ha fatto leggermente meglio dell’indice nipponico Topix, quest’ultimo ha comunque registrato un rialzo doppio rispetto a quello dell’indice statunitense S&P 500.

**Le valutazioni della borsa di Tokyo sono oramai da parecchi decenni molto depresse**: almeno il 50% del listino giapponese tratta ad un rapporto di *price-to-book value* (rapporto fra prezzo e valore contabile) di 1, il 25% delle società che fanno parte del Topix presentano un rapporto fra prezzo e utili tra 5 e 10 mentre la restante parte tratta abbondantemente sotto 20. Queste caratteristiche di performance e valutazioni hanno suscitato l’interesse di grandi investitori istituzionali come Warren Buffet.

L’Abenomics - le politiche portate avanti dal premier Shinzo Abe - ha portato tre elementi che hanno guidato il cambiamento, andando a migliorare la stessa cultura manageriale delle aziende giapponesi: politica monetaria e fiscale espansiva e riforme strutturali per tentare di far uscire il mercato da deflazione e bassa crescita.

Riteniamo che, a prescindere dagli indicatori di crescita, quello giapponese sia un mercato dal grande potenziale in cui diversificare i portafogli perché offre significativi margini di creazione di valore

I fattori dietro la performance degli ultimi mesi

In particolare, la performance degli ultimi mesi del Giappone può essere ricondotta a una serie di fattori. Innanzitutto, la moral suasion della borsa giapponese verso il **miglioramento della corporate governance** delle aziende quotate anche se ancora resta da fare.

A questa spinta si è unita una **crescita delle campagne di attivismo** (ad oggi se ne contano almeno 70) nella direzione di un **utilizzo più efficiente della liquidità aziendale** che risulta particolarmente abbondante: **il 50% del mercato è infatti “net cash”** e i livelli di debito sono molto contenuti.

**Le politiche di buyback e di distribuzione dei dividendi della “corporate Japan” sono attualmente sui massimi storici, contribuendo a un miglioramento dell’efficienza dell’equity** attraverso una compressione del denominatore del rapporto price-to-book.

L’elemento trainante è il maggior focus sul ritorno economico per gli azionisti: oggi il payout ratio è arrivato ad essere 24-25% mentre negli Stati Uniti siamo al 97% o oltre il 100%, cioè le aziende si indebitano per fare buyback o distribuire dividendi. Il divario si sta progressivamente chiudendo a favore del mercato giapponese.

A fronte di valutazioni ancora a forte sconto rispetto ai listini degli altri paesi occidentali, le aziende giapponesi - alcune delle quali sono leader mondiali nei loro settori - **hanno infine messo a segno dei miglioramenti tangibili del ROE (*Return on Equity*, il rendimento del patrimonio netto) in controtendenza rispetto a Usa e Europa, con effetti positivi sui multipli e quindi un effetto diretto sulle performance di Borsa.**

L’aumento dei multipli è solo in fase iniziale e c’è un ampio spazio di upside, in un contesto di aziende caratterizzate da alta qualità dei bilanci.

Fino a 5-6 anni fa le aziende giapponesi avevano infatti ancora uno spettro molto ampio di attività, con divisioni in perdita che oggi vengono finalmente separate e dismesse. Questo ha comportato un abbassamento della top line, ma un incremento dei margini.

**Guardando al miglioramento dell’efficienza finanziaria e della marginalità, il potenziale del Giappone è enorme.** Lo dimostra l’andamento del titolo **Advantest**, che produce macchinari per test di semiconduttori: nel 2011-2012 stava a 670 yen, oggi quota a 19.000 yen dopo aver toccato 20.000.

**

In termini di ROE *(Return on Equity, il ritorno sul capitale*) e di price-to-book value, la borsa giapponese oggi, con price-to-book value molto vicino a 1 e ROE leggermente sopra il 10%, si colloca ancora lontano rispetto ad altri mercati, come l’Europa, verso i quali potrebbe tendere: un avvicinamento ai valori dell’Europa, che non è peraltro un mercato che brilla per gestione dell’efficienza, comporterebbe un ROE più vicino al 13-14% e un price-to-book value più vicino a 2, quindi un aumento significativo dei prezzi.

Dove scovare le migliori opportunità con una gestione attiva e bottom-up

Le maggiori opportunità da cogliere con una gestione attiva e un approccio bottom-up si trovano nelle **storie contrarian o di ristrutturazione**, aziende cioè che stanno trasformando il proprio business model, dismettendo divisioni in perdita o a bassa crescita ma il cui cambiamento non è ancora del tutto appezzato dal mercato come **Konica Minolta, Fujitsu e Seibu Holding**. Sono interessanti, viceversa, aziende che presentano **bilanci particolarmente solidi** e **con posizioni di cassa rilevanti**: queste ultime offrono, infatti, un potenziale di efficientamento e un possibile oggetto di campagne di attivismo che può condurre a incrementi significativi del payout agli azionisti. Parliamo di aziende come **Rohm, Hosiden** - una piccola società che fa componenti elettronici che è arrivata ad avere un enterprise value negativo cioè ad avere più cassa di quello che vale in borsa, **Mabuchi Motor e Casio.**

Sotto la lente anche aziende il cui business è maturo ma **che pagano un dividendo sostenibile o che possono beneficiare di una risalita dei tassi di interesse** come **T&D Holding, MUFJ, Takeda Pharma** (che ha un ottimo dividend yield e sta ristrutturando la pipeline).

All’appello non possono mancare, infine, le società **leader mondiali** nei rispettivi settori come **Sony, Toyota, Panasonic e Nikon**, con elevato contenuto di innovazione e valutazioni “ragionevoli” rispetto a fondamentali di buona qualità.

**Da anni il Giappone è la mancata promessa, da anni le valutazioni sono compresse.** Ma il vento sembra oggi essere cambiato in modo strutturale: in Giappone ci sono leader mondiali con valutazioni incredibilmente attraenti che sono accompagnate da una qualità altissima come testimoniano gli elevati ritorni sul capitale investito e i bassissimi livelli di indebitamento. Questo comincia a produrre performance di Borsa interessanti.