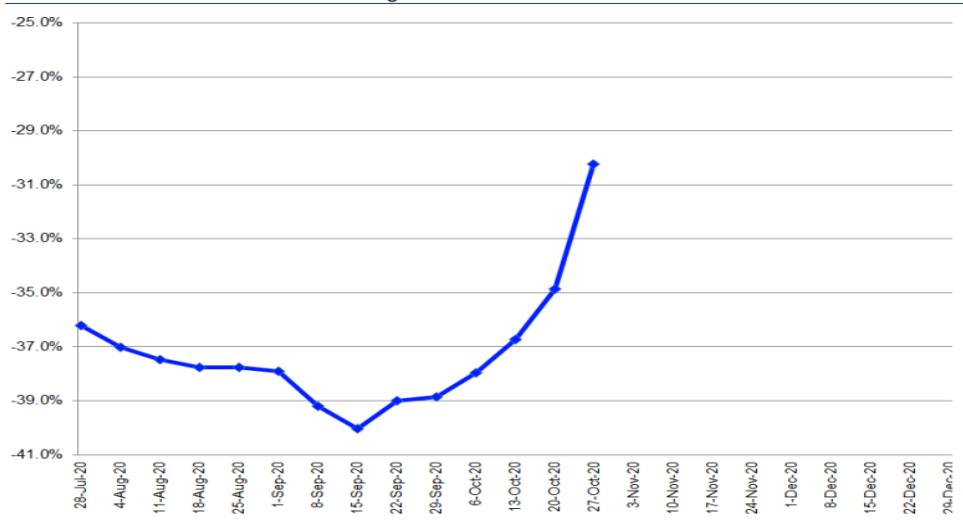


Quale effetto avrà un possibile nuovo lockdown sugli utili europei?

Analisi dello scenario attuale: Reporting Season Q32020

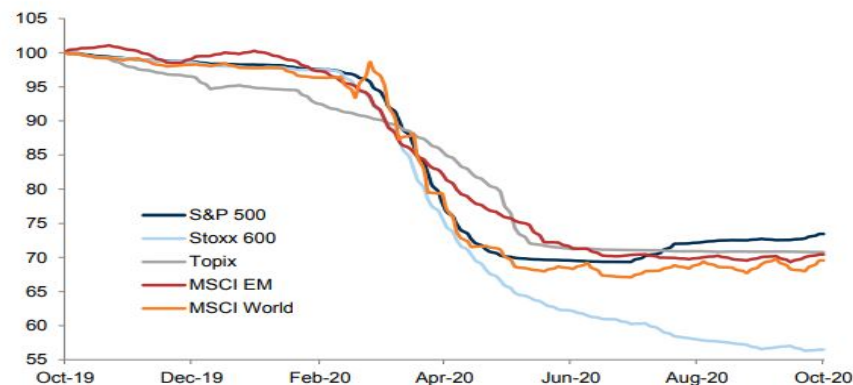
Il taglio di stime sugli utili di consenso per il mercato azionario europeo sembrava giunto finalmente al suo termine. Nell'ultimo mese, infatti, le aspettative di crescita degli utili per il Q3 2020 erano passate da un'attesa di calo del -40% alla data del 15 Settembre, ad un calo del -30% atteso al 27 Ottobre.

Exhibit 2A. STOXX 600: Q3 2020 Earnings Growth Estimate



Anche in Europa, anche se con 5 mesi di ritardo rispetto agli USA, si stava concretizzando una figura di “bottoming”. Una lateralizzazione degli utili europei, preludio indispensabile per un cambiamento di trend degli stessi e anticipatore di una loro possibile revisione a rialzo.

Exhibit 72: 2020 consensus earnings expectations over the past 12 months
Earnings indexed to 100 12 months ago



Se prendiamo come riferimento l'attuale stagione di utili Europea, al 27 Ottobre, circa 110 aziende hanno riportato, delle quali il 57% ha battuto le stime. A livello settoriale sono però solo i settori real estate, utilities e tech a mostrare crescite nel Q3 2020. Al contrario, energetici, material ed industriali mostrano dei cali di utili consistenti:

Exhibit 6A. STOXX 600: Q3 2020 Earnings Growth (Based on 309 constituents with data in both current and year-ago period)

Sector	Earnings €B 20Q3	Earnings €B 19Q3	Growth €B 20Q3	Growth % 20Q3
Basic Materials	3.3	4.6	-1.3	-28.4%
Consumer Cyclical	6.4	8.2	-1.8	-22.3%
Consumer Non-Cyclical	5.2	5.5	-0.3	-5.1%
Energy	1.3	10.0	-8.7	-87.2%
Financials	18.7	26.3	-7.6	-29.0%
Healthcare	11.8	13.0	-1.3	-9.7%
Industrials	3.1	9.3	-6.2	-66.9%
Technology	6.6	6.4	0.2	3.2%
Real Estate	1.0	0.6	0.4	74.9%
Utilities	3.1	2.7	0.4	13.5%
STOXX 600	60.4	86.6	-26.2	-30.2%

Source: Refinitiv I/B/E/S data

Estendendo l'orizzonte di analisi non solo ai numeri del terzo quarto, ma all'intero anno 2020, ad oggi il consenso si attende che, di tutto il mercato europeo, solo le utilities possano registrare utili in crescita rispetto all'anno precedente, a fronte di utili di mercato attesi in calo del 35.5%:

Exhibit 8A. STOXX 600: 2020 Earnings Growth (Based on 592 constituents with estimates)

Sector	Earnings €B 2020	Earnings €B 2019	Growth €B 2020	Growth % 2020
Basic Materials	33.9	42.0	-8.1	-19.4%
Consumer Cyclical	21.0	61.6	-40.6	-65.9%
Consumer Non-Cyclical	58.5	66.4	-7.9	-11.9%
Energy	7.6	41.3	-33.7	-81.6%
Financials	78.1	144.0	-65.9	-45.7%
Healthcare	64.3	66.4	-2.1	-3.1%
Industrials	24.2	56.0	-31.8	-56.8%
Technology	35.5	38.7	-3.2	-8.3%
Real Estate	9.6	10.8	-1.2	-10.9%
Utilities	20.4	19.3	1.1	5.7%
STOXX 600	353.2	546.6	-193.4	-35.4%

Source: Refinitiv I/B/E/S data

Ma il -35.5% di calo degli utili atteso per il mercato europeo riflette già gli effetti di un potenziale secondo lockdown?

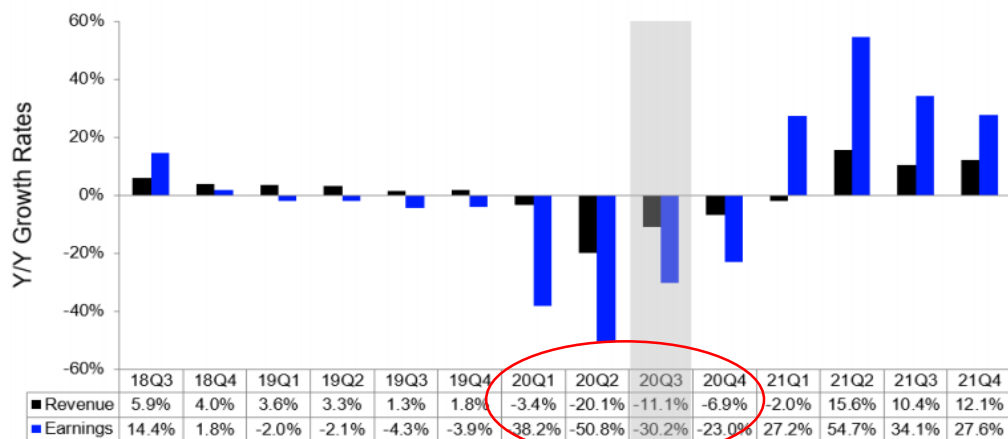
Cerchiamo di dare una risposta al quesito effettuando un'analisi duplice: sugli utili e sui prezzi.

Sugli Utili

Partendo dalle attese di calo degli utili del -35.5% per il 2020, ed andando a scomporre i diversi trimestri, emerge una fotografia preoccupante per gli utili del mercato europeo (Q12020 -38.2%,

Q22020 -50.8%, Q32020 -30.2% e Q42020 -23%) che diventa ancora più drammatica se paragonata alle attese di calo degli utili per il 2020 per il mercato azionario americano, pari solo al -17%.

Exhibit 3A. STOXX 600 YoY Growth Rates



Source: Refinitiv I/B/E/S data

Questa performance così negativa è da ricondurre, oltre all'adozione di misure molto stringenti di lockdown da parte dei Paesi Europei, alla composizione settoriale dell'indice. Per quanto riguarda quest'ultimo aspetto, mentre il peso dei settori maggiormente resilienti, come tecnologici e communications, è aumentato considerevolmente nell'indice nell'ultimo periodo, la loro contribuzione agli utili è ancora purtroppo solo marginale. Pesano ancora molto i ciclici, come i finanziari con circa il 22% del totale degli utili Europei.

	Peso Settore nell'indice 31/12/2019	Peso Settore nell'indice oggi	Variazione	Contribuzione Utile
Consumer Discretionary	14.12	16.03	1.91	23.94%
Information Technology	10.88	15.39	4.50	4.21%
Industrials	13.24	13.38	0.14	9.01%
Financials	17.46	11.72	(5.74)	22.77%
Consumer Staples	10.11	11.28	1.17	13.12%
Materials	9.45	10.37	0.92	8.65%
Health Care	8.52	7.44	(1.08)	4.69%
Utilities	5.02	5.89	0.88	3.82%
Energy	6.18	3.97	(2.21)	5.94%
Communication Services	4.69	2.81	(1.89)	3.17%
Real Estate	-	1.24	1.24	0.69%

Ipotizzando uno scenario di ulteriore lockdown generalizzato per il Q4 2020, andiamo a valutare quali potrebbero essere i suoi impatti a livello di utili di mercato.

Possiamo ipotizzare per il Q4 2020 un effetto sugli utili in linea a quello già registrato durante il precedente lockdown di febbraio/marzo e quindi portare la crescita attesa di utili al -50% rispetto all'attuale attesa di -23%. Questo avrebbe l'effetto di portare le crescite attese per l'anno 2020 a -42.3% rispetto al -35.5% attualmente scontato dal mercato, con un effetto cioè di un ulteriore -7% sugli utili ed un impatto quindi tutto sommato limitato.

	Q1	Q2	Q3	Q4	2020
Attuale scenario	-38.20%	-50.80%	-30.20%	-23.00%	-35.55%
Ulteriore Lockdown	-38.20%	-50.80%	-30.20%	-50.00%	-42.30%

Sui Prezzi

A fronte di un impatto limitato sugli utili, quale potrebbe essere l'effetto sui prezzi?

Per rispondere a questa domanda cerchiamo innanzitutto di capire cosa stia scontando il mercato nei prezzi attuali.

Andiamo quindi a ragionare sull'EPS previsto a livello di mercato sia nelle attuali stime di consenso, che in quelle da noi calcolate precedentemente, che incorporano un ulteriore lockdown (ulteriore -7% sugli utili). Andiamo poi a definire un multiplo P/E adeguato a questi utili di bottom (l'ultimo bottom di utili raggiunto recentemente ha visto i P/E toccare le 22 volte) con il quale moltiplichiamo infine l'EPS. Secondo queste valutazioni, un nuovo lockdown darebbe un target price per il mercato azionario europeo di 341, praticamente in linea ai prezzi attuali.

	EPS	PE di utili bottom	Target Price	Upside/Dowside
Attuale scenario	16.65	22	366.30	6.01%
Ulteriore Lockdown	15.50	22	341.00	-1.31%

Conclusione

Alla luce di queste analisi, siamo portati a ritenere che i listini europei, da un punto di vista fondamentale, non presentino particolari downside e sembrano in larga parte già scontare uno scenario di lockdown generalizzato.

L'eventuale correzione dei listini sarebbe invece secondo noi guidata dal solo aumento dell'avversione al rischio degli investitori, che si traduce in un superiore premio per il rischio richiesto, legato all'incertezza generale dei mercati, un fattore che solitamente ha effetti di breve periodo sulle valutazioni dei mercati e che ci aspettiamo possa essere velocemente riassorbito anche alla luce dell'avvicinarsi sempre più prossimo di un vaccino e degli ingenti stimoli fiscali che anche l'Europa si appresta ad approvare come sostegno all'economia.

Non c'è alcun dubbio che la situazione sia difficile e che essere costruttivi in questo contesto sia forse più difficile da accettare, ma se non ci limitiamo a osservare l'immediato ed allarghiamo gli orizzonti sia temporali che geografici (USA e Cina ad esempio), possiamo vedere solo come opportunità le eventuali correzioni dei mercati, e le politiche fiscali ultra espansive che saranno coordinate e finanziate dalla politica monetaria come presupposto della nuova ripresa.

