

Luglio 2009

FOCUS ON

a cura di Allianz Global Investors Italia SGR

Allianz 
Global Investors



Prospettive per le società internet

Sebbene il tema sia complesso e difficilmente sintetizzabile in poche

righe, tuttavia io evidenzerei le seguenti dinamiche afferenti il settore Internet:

- innanzitutto, nonostante la crisi economica ne abbia rallentato la crescita, ritengo che il settore Internet rimanga un'area caratterizzata da crescita secolare. Rimango confidente che, una volta che la situazione macro si sia stabilizzata, sia l'e-Commerce che la pubblicità online possano riaccelerare i tassi di crescita, essendo la penetrazione di entrambe ancora assai contenuta. Per esempio, l'eCommerce (che rappresenta poco più del 5% del retail spending in America e forse intorno al 2% nel resto del mondo) può evidenziare una crescita annuale di lungo periodo pari a circa il +10%. Per quanto riguarda la pubblicità online, è interessante sottolinearne una caratteristica molto attraente per le imprese, ovvero che è performance-based, essendo l'efficacia molto più facilmente misurabile. Essa viene infatti sempre più quantificata in base a price-to-click o price-to-action.

- sicuramente l'utilizzo e la dipendenza da parte delle persone nei confronti di Internet è aumentata sensibilmente nel corso degli ultimi anni. Ormai la gente è disposta a tagliare su molte spese

discrezionali, ma forse difficilmente è disposta a rinunciare alla banda larga per navigare sulla rete. E assai probabile che alcune società Internet di qualità, in questa fase economica, stiano guadagnando quote di mercato nei confronti dei rivali tradizionali, alle prese con problemi di finanziamento del magazzino, di chiusure negozi, di real estate, etc..

- la proliferazione di smartphone (attesi 600 milioni di pezzi venduti nel 2012) e la fruizione di online video, saranno fattori molto importanti per l'aumento del traffico Internet nei prossimi anni. Piani tariffari più contenuti, apparecchi più potenti, browser migliorati e network più veloci faciliteranno questo trend. Molti televisori saranno Internet-enabled e permetteranno la fruizione di contenuto in formato a pieno schermo. Nella parte Data Mobile, quello che sembra fare la differenza è l'offerta di applicativi multimediali, quali quelli offerti dall' Apps-Store di Apple, la cui crescita è risultata esponenziale. In altri segmenti, come quello dei social network o dei Video, è al momento ancora difficile capire come le società saranno in grado di monetizzare veramente i propri investimenti. Infatti, gli oltre 5 miliardi di filmati visti su YouTube, ancora non riescono a liberare le proprie potenzialità in termini puramente economici. Sarà sicuramente interessante vedere in quali

formati soprattutto il video advertising si andrà a evolvere nel corso dei prossimi anni.

- l'utilizzo di Internet sarà anche favorito dagli investimenti ingenti per migliorare tutta l'infrastruttura delle rete, da parte dei pacchetti di stimolo dei vari governi nazionali. Il presidente Obama, che del resto è risultato molto abile nell'utilizzo di piattaforme quali Twitter, YouTube o Facebook, è diventato molto popolare nella Silicon Valley. Per il proprio piano di ammodernamento della rete a banda larga, ha deciso di includere nel proprio team di consulenza direttamente il CEO di Google, Eric Schmidt.

- la competizione sarà ancora più intensa, soprattutto se negli altri segmenti dell'economia la crescita sarà stentata. In particolare, mi attendo che sarà Microsoft uno dei soggetti più attivi in questo ambito, essendo la società alla disperata ricerca di opportunità di crescita al di fuori del business tradizionale dei PC. La società sta cercando di creare una nuova strategia Internet e sta cercando di colmare l'enorme ritardo nei confronti di Google. Quest'ultima a sua volta sta ampliando l'offerta di servizi e applicazioni forniti sul Web, nonchè sta cercando, tramite il nuovo sistema operativo Android, di entrare nel mondo del Wireless Data, andando a competere più da vicino anche con società come Nokia e Apple.

- un altro trend forte che sta emergendo è il concetto di Software as a Service (SaaS) o Hardware as a Service (HaaS). Questi servizi permettono la "virtualizzazione" o "remotizzazione" di un Data Center, di qualsiasi dimensione, sulla rete. Il cliente accede quindi al servizio direttamente da Internet, senza preoccuparsi di quale sistema lo stia

effettivamente fornendo. Il cliente può pagare a consumo, riducendo sensibilmente i costi operativi relativi all'infrastruttura in Information Technology che altrimenti avrebbe dovuto sostenere al proprio interno. E' la diffusione di un modello di business più simile a una utility tradizionale, che fattura in base ai consumi, piuttosto che a una società di software che fa pagare una licenza.

- Internet sta quindi determinando una collisione sempre più forte tra vari segmenti di business che in passato erano separati da confini ben chiari e marcati. La convergenza tra PC / telefonini / sistemi operativi / Software / Applicazioni/ modelli di business/ appare sempre più inevitabile e lo scontro sarà violento.

I titoli dot.com sono più difensivi rispetto al passato?

Sì, in effetti possiamo dire che i titoli del settore presentano caratteristiche di difensività maggiore rispetto al passato. I modelli di business risultano ora decisamente più stabili, le grosse società generano molti più profitti e molto più Free Cash Flow (Cash Flow operativo al netto degli investimenti in capex), permettendo loro di far fronte ai periodi di crisi in maniera decisamente più appropriata. Del resto, in seguito allo scoppio della bolla Internet all'inizio degli anni 2000, molte di queste società erano



già dovute passare per una fase di forte ristrutturazione e rifocalizzazione del proprio business. Le società non hanno debito, bensì cassa netta, e sono in grado di finanziare tutti gli investimenti tramite risorse interne.

Le nuove generazioni sono senz'altro più propense all'utilizzo di Internet a scapito di altri Media tradizionali, che già da anni stanno soffrendo un continuo calo di clienti. Attenzione però al fatto, che le nuove generazioni sono anche meno propense a pagare per i servizi online, essendo abituate a usufruire in maniera gratuita di servizi quali i social networking o a generare direttamente i contenuti da offrire alla rete.

Quindi, nonostante questi titoli, dallo scoppio della crisi finanziaria nella seconda metà del 2007, abbiamo performato in media meglio rispetto all'indice generale, mostrando un Beta decisamente più basso rispetto al passato, tuttavia non dobbiamo scordare che il settore rimarrà volatile e soggetto al ciclo economico.

Titoli preferiti

Nel complesso, a mio parere, i titoli Internet presentano caratteristiche molto interessanti e dovrebbero in qualche misura trovare spazio all'interno di qualsiasi portafoglio azionario. Le valutazioni, pur essendo a premio rispetto al mercato in generale, risultano attraenti se consideriamo le opportunità di crescita.

Al momento i titoli del settore maggiormente rappresentati all'interno dei nostri portafogli sono i seguenti:

- **YAHOO:** La società, che ha appena cambiato i propri vertici e sta ripensando a tutta la propria strategia, è leader soprattutto nel display advertising, con una quota di oltre il 25%. Nei motori di ricerca tuttavia non riesce a tenere testa a Google; complessivamente nell'online advertising ha una quota di mercato di circa il 18%.

Ritengo imminente un rinnovato interesse per la società da parte di Microsoft. L'accordo sarebbe favorevole dal punto di vista strategico ad entrambe; Microsoft raggiungerebbe una massa critica in ambito Internet, mentre Yahoo sfrutterebbe le sinergie di R&D per tenere testa a Google nei motori di ricerca. La nuova entità avrebbe una quota di mercato nella pubblicità online di circa il 26%; questo segmento continua ad avere crescita estremamente interessanti, grazie alla penetrazione rispetto al mercato pubblicitario globale ancora contenuto.

Il consenso di mercato pone il P/E atteso a 27, la crescita attesa nel medio termine può attestarsi intorno al +20%.

- **AMAZON:** è uno dei leader mondiali nell'online retail, con quota di mercato in aumento. La penetrazione dell'eCommerce rispetto al totale del

retail spending rimane ancora bassa ed è destinata senz'altro a crescere in futuro.

Amazon cresce 20 punti percentuali di più del settore dell'eCommerce, continuando l'espansione geografica e delle categorie di prodotti vendute. Inoltre in questa fase di crisi,

aumentano i venditori terzi che utilizzano e pagano per sfruttare l'infrastruttura di Amazon. La strategia della società è



quella di incrementare i volumi, sfruttare le economie di scala e massimizzare la generazione di Free Cash Flow. Aree di crescita sono rappresentate dal download della musica (Amazon MP3), Video on Demand e Kindle, il nuovo lettore dei libri digitali. Infine, una grossa opportunità è rappresentata dal nuovo business del Web service, un servizio che permette alle aziende di acquistare potenza di calcolo “by the hour”, accedendo da Internet sull'infrastruttura di Amazon e pagando solo le ore effettivamente utilizzate. La società detiene uno dei Ritorni sul Capitale (70% circa) più elevati tra le società operanti in Internet e riesce a

sfruttare l'effetto leva di un ciclo negativo del capitale circolante. La crescita può attestarsi nel medio periodo a +25%, il P/E atteso per l'anno prossimo è un po' al di sopra di 30.

Altri titoli che ritengo estremamente interessanti da seguire come investimenti di lungo termine sono senz'altro Google (leader nei motori di ricerca, online advertising e servizi Web), Salesforce.com (leader nel fornire alle aziende Software on Demand sulla rete) e, tra le small cap, Logmein (fornitore di servizi per la connettività remota)

Stefano Ghio, CFA
Allianz Global Investors Italia SGR
s.ghio@allianzgi.it

Avvertenze

Il presente documento è stato redatto ed approvato da Allianz Global Investors Italia SGR S.p.A. (società del Gruppo Allianz). Allianz Global Investors Italia SGR S.p.A. è una società di diritto italiano, con sede legale in Piazza Velasca 7/9 – 20122 Milano, sottoposta alla vigilanza di Banca d'Italia. Il presente documento si propone di fornire notizie utili per scopi informativi e/o di discussione. Non intende essere un documento di carattere legale e/o di natura fiscale. Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, soggette a variazioni nel tempo, sono quelle di Allianz Global Investors Italia SGR S.p.A. o delle società del Gruppo, al momento della redazione del documento medesimo. E' vietata la duplicazione, pubblicazione o trasmissione dei contenuti del presente documento, anche parziale, a persone non autorizzate. I dati e le informazioni contenuti nel presente documento derivano da fonti sia pubbliche che interne opportunamente verificate. Tuttavia, Allianz Global Investors Italia SGR S.p.A. non può essere ritenuta responsabile dell'incompletezza e affidabilità delle informazioni che derivano da fonti esterne alla società stessa né risponde per eventuali danni o perdite derivanti dall'uso delle informazioni fornite. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono offerta o sollecitazione del pubblico risparmio in nessuna giurisdizione in cui la società non è abilitata ad operare direttamente o per il tramite di soggetti a ciò abilitati. Per le opportunità di investimento presentate nel documento non vi è alcuna garanzia di Allianz Global Investors Italia SGR S.p.A. o delle società del Gruppo Allianz. Le performance illustrate si riferiscono al passato e non sono indicative di quelle future.