

Osservatorio azionario globale

Potere di fissazione dei prezzi: che cos'è?

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | PERSPECTIVA DE INVERSIÓN | OCTOBRE 2019

Il potere di fissazione dei prezzi è una delle caratteristiche principali per un compounder di qualità. Una delle principali differenze tra un compounder e una società ciclica è la capacità del primo di sostenere i ricavi anche quando la domanda nell'economia si contrae. Il potere di determinare i prezzi è una delle qualità indispensabili, insieme ai ricavi ricorrenti, per consentire ai ricavi di rimanere stabili.

Ma cos'è esattamente il potere di fissazione dei prezzi? Le migliori misure quantitative del potere di fissazione dei prezzi sono rappresentate dal margine lordo e dalla stabilità dei margini. Nei nostri portafogli globali, il margine lordo attuale varia tra il 51,5 e il 52,6%, contro la media del 28,1% dell'indice MSCI World, mentre la stabilità dei margini varia tra l'87,4 e l'89,3% contro il 75,5% del mercato nel suo complesso.

Il funzionamento del potere di fissazione dei prezzi può variare in maniera considerevole. Non tutti i marchi forniscono tale potere e non tutte le sue manifestazioni hanno la stessa origine.

Uno dei modi per descrivere il potere di fissazione dei prezzi è considerare il suo opposto. Pensiamo a un'azienda estrattiva. Quello che vende è una materia prima. Quando la domanda cala, i prezzi scendono in linea con la curva dei costi, il che può produrre violente oscillazioni al ribasso in corrispondenza di variazioni relativamente modeste delle previsioni della domanda. Ad esempio, tra il 2013 e il 2015, la crescita della domanda di minerale di ferro è scesa dal 4% al -2% e le

AUTOR



WILLIAM LOCK
Head of International Equity Team



BRUNO PAULSON
Managing Director



DIRK HOFFMANN-BECKING, PH.D.
Executive Director

“Un compounder ha la capacità di sostenere i ricavi anche quando la domanda nell'economia si contrae”

quotazioni di tale metallo sono calate di due terzi. In quella situazione persino per le società di estrazione di minerale di ferro diversificate le vendite sono diminuite di un terzo, l'EBIT si è dimezzato e i rapporti debito netto/EBITDA sono saliti su livelli allarmanti.¹ Le aziende migliori hanno tagliato le spese in conto capitale mantenendosi su livelli bassi per diversi anni, mentre le concorrenti più indebitate hanno dovuto vendere le loro migliori attività. In entrambi i casi, il risultato è stata una distruzione permanente di capitale, giacché la capacità produttiva ha subito una riduzione permanente.

Le società dotate di potere di fissazione dei prezzi dovrebbero essere in grado di mitigare l'impatto di cali della domanda. I marchi sono una fonte ben nota di tale potere, il cui funzionamento è ben illustrato dai casi a seguire.

“I marchi forti sono una fonte ben nota del potere di fissazione dei prezzi”

Una delle società in portafoglio è leader mondiale nel settore degli adesivi. Il suo potere di fissazione dei prezzi deriva dal fatto che spesso gli adesivi costituiscono una porzione molto esigua della base di costo complessiva ma sono un elemento fondamentale del processo produttivo. Ad esempio, un cartone multistrato contiene appena 0,1-0,2 grammi di adesivo, ma l'affidabilità di tale componente gioca un ruolo essenziale in quella del prodotto finale. Il più delle volte, gli adesivi vengono personalizzati per uno specifico prodotto finale che richiede lunghe procedure di collaudo prima di essere dichiarato idoneo alla produzione, ad esempio in campo automobilistico o manifatturiero, e ciò crea elevati costi di conversione per il cliente. Ciò non significa che i produttori di adesivi possano permettersi di applicare prezzi eccessivi, ma consente loro di trasferire i rincari delle materie prime e i costi di conversione valutaria. Se rimarrà all'avanguardia nell'innovazione, la società dovrebbe riuscire ad aumentare i prezzi di pari passo con i vantaggi incrementali che l'innovazione crea per i clienti.²

Il potere di fissazione dei prezzi nel settore dei rating dimostra che persino il mondo della finanza può ospitare dei compounder al suo interno. Una delle fonti di tale potere è che, sebbene il costo di un tantum dell'assegnazione di un rating a un'obbligazione investment grade si aggiri sui 7-8 pb, il beneficio di possedere un rating al posto di vendere il titolo come un'emissione non classificata è quantificabile a circa 30 pb l'anno. Ad esempio, su un'obbligazione societaria da USD 500 milioni, l'emittente risparmia all'incirca USD 15 milioni pagando potenzialmente una commissione pari a meno di USD 500.000. Di conseguenza, l'agenzia di rating in

cui investiamo è riuscita a spingere al rialzo i prezzi del 3-4% l'anno in questo ramo di attività. L'assegnazione di rating è, inoltre, un'attività a contatto con gli investitori, che offre servizi analitici e informativi. Ampliando l'insieme di dati e le opzioni di invio, la società è riuscita a incrementare il rapporto prezzo/mix di prodotti dell'8-9% annuo.³

Nel settore sanitario il funzionamento del potere di fissazione dei prezzi è abbastanza semplice in quanto attiene alla protezione fornita dai brevetti. Nel campo dei dispositivi medici, tuttavia, il quadro è un po' più complesso ma anche più sostenibile nel lungo termine. Molti di questi dispositivi sono meno costosi dei trattamenti farmacologici di alto profilo, ma non meno importanti ai fini dei risultati medici. La diagnostica deve essere accurata, le pompe a siringa devono iniettare il quantitativo corretto di medicinale e i fluidi intravenosi devono essere sicuri. La qualità del processo di produzione è fondamentale. Sono pochi i produttori in grado di soddisfare questi standard, e ciò aiuta le aziende medtech a preservare il loro potere di determinazione dei prezzi. Tuttavia, visto l'elevato tasso di innovazione di questo settore, ciò può avvenire solo a patto di riuscire a rimanere in vantaggio rispetto alla concorrenza.

“Per mantenere il potere di fissazione dei prezzi, le aziende devono continuamente incrementare il valore che offrono ai loro clienti”.

Le fonti del potere di fissazione dei prezzi variano da settore a settore e, talvolta, da società a società, ma il minimo comune denominatore è che tale potere non dipende unicamente dal posizionamento di mercato. Per mantenere il potere di fissazione dei prezzi, le aziende devono continuamente potenziare il valore che offrono ai loro clienti.

Per tale ragione, quando esaminiamo il potere di fissazione dei prezzi non guardiamo solo ai livelli correnti espressi dai margini lordi, ma anche alla strategia d'investimento della società. Se la società continua a investire nei suoi marchi, processi produttivi o effetti di rete, allora vi sono buone probabilità che riuscirà a preservare i margini lordi. In caso contrario, i suoi clienti potrebbero opporre resistenza ai cambiamenti di prezzo o all'innovazione dei prodotti, consentendo alle concorrenti di sostituirla o destabilizzarla. Ecco perché diamo così tanto risalto alla governance, all'allocazione del capitale e all'interazione con il management: ci consentono di capire se la crescita attuale, di cui il potere di fissazione dei prezzi è una componente essenziale, è o meno sostenibile.

¹ EBIT = earnings before interest and taxes (utili prima degli interessi e delle imposte); EBITDA = earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (utili prima di interessi, imposte e ammortamento).

² Fonte: Henkel AG

³ Fonte: Moody's, Presentazione per gli investitori, T3 2019.

CONSIDERAZIONI SUI RISCHI

Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo d'investimento del portafoglio sarà raggiunto. I portafogli sono esposti al rischio di mercato, ovvero la possibilità che il valore di mercato dei titoli detenuti dal portafoglio diminuisca. Di conseguenza, l'investimento in questa strategia può comportare una perdita per l'investitore. Inoltre, la strategia può essere esposta ad alcuni rischi aggiuntivi. I mutamenti che investono l'economia mondiale, la spesa al consumo, la concorrenza, i fattori demografici, le preferenze dei consumatori, le norme varate dai governi e le condizioni economiche possono influire negativamente sulle **società che operano su scala globale** e produrre sulla strategia un impatto negativo maggiore rispetto a quello che si sarebbe avuto se il patrimonio fosse stato investito in un più ampio ventaglio di società. Le valutazioni dei **titoli azionari** tendono in genere a oscillare anche in risposta a eventi specifici in seno a una determinata società. Gli investimenti **nei mercati esteri** comportano rischi specifici, quali rischi di cambio, politici, economici e di mercato. **I titoli delle società a bassa capitalizzazione comportano rischi particolari**, come l'esiguità delle linee di prodotto, dei mercati e delle risorse finanziarie, e possono registrare una maggiore volatilità di mercato rispetto a quelli di società più consolidate di dimensioni maggiori. I rischi associati agli investimenti nei **Mercati Emergenti** sono maggiori di quelli associati agli investimenti nei Mercati Sviluppati esteri. **I portafogli non diversificati** spesso investono in un numero più ristretto di emittenti. Pertanto, le variazioni della situazione finanziaria o del valore di mercato di un singolo emittente possono causare una maggiore volatilità. Strategia di vendita di opzioni. La vendita di opzioni call comporta il rischio che, al momento dell'esercizio dell'opzione, il portafoglio sia costretto a vendere il titolo o lo strumento sottostante (o a regolare per contanti un importo di pari valore) a un prezzo svantaggioso o inferiore al rispettivo prezzo di mercato. Durante la vita dell'opzione, il portafoglio – in quanto emittente di un'opzione call – perde la possibilità di trarre vantaggio dagli incrementi di valore del titolo o dello strumento sottostante a copertura dell'opzione che superino la somma del premio e del prezzo di esercizio, ma rimane esposto al rischio di perdite qualora il prezzo del titolo o dello strumento sottostante dovesse diminuire. Inoltre, la strategia di vendita di opzioni call potrebbe non proteggere completamente il portafoglio dalle svalutazioni del mercato. Esistono rischi particolari associati alla vendita di opzioni non coperte che espongono il portafoglio a perdite potenzialmente significative.

DEFINIZIONI

Gli **utili prima degli interessi e delle imposte (EBIT, Earnings before interest and taxes)** misurano la redditività di una società includendo tutti i redditi e le spese (operative e non) esclusi i pagamenti degli interessi e delle imposte. **L'utile prima di interessi, imposte e ammortamenti (EBITDA)** corrisponde all'utile netto più interessi, imposte e ammortamenti e può essere utilizzato per analizzare e confrontare la redditività di diverse società e settori, poiché è depurato dagli effetti delle decisioni di finanziamento e di contabilità.

INFORMAZIONI SUGLI INDICI

L'indice **MSCI World** è un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato corretta per il flottante che misura la performance dei listini azionari dei Mercati Sviluppati. Il termine "flottante" è riferito alla quota di azioni in circolazione considerate disponibili per l'acquisto da parte degli investitori sui mercati azionari quotati. La performance dell'indice è espressa in dollari USA e prevede il reinvestimento dei dividendi netti. L'indice non è gestito e non include spese, commissioni né oneri di vendita. Non è possibile investire direttamente in un indice.

DISTRIBUZIONE

Il presente documento è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non sia vietata dalle leggi e normative vigenti.

Irlanda – Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Sede legale: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Irlanda. Società registrata in Irlanda con il numero 616662. Regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda. **Regno Unito** – Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra. Registrazione n. 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA. **Dubai** – Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Emirati Arabi Uniti. Telefono: +97 (0)14 709 7158). **Germania** – Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Francoforte, Germania (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italia** – Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited, una società registrata nel Regno Unito, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (FCA), e con sede legale in 25 Cabot Square, Canary Wharf, London, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) con sede in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Milano, Italia, registrata in Italia con codice fiscale e P. IVA

08829360968. **Paesi Bassi** – Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, Paesi Bassi. Telefono: 31 2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority nel Regno Unito. **Svizzera** – Stanley & Co. International plc, London, Zurich Branch, autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA). Iscritta al Registro di commercio di Zurigo CHE-115.415.770. Sede Legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera, telefono +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41(0) 44 588 1074.

Stati Uniti – I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. I conti separati gestiti in base alla Strategia illustrata comprendono diversi valori mobiliari e potrebbero non replicare la performance di un indice. Si raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi e i costi della Strategia prima di effettuare un investimento. È richiesto un livello patrimoniale minimo. Il modulo ADV, Parte 2, contiene informazioni importanti sul gestore degli investimenti.

Prima di investire si consiglia di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi, le commissioni e le spese dei comparti. I prospetti contengono queste e altre informazioni sui comparti. Una copia del prospetto può essere scaricata dal sito morganstanley.com/im o richiesta telefonando al numero +1-800-548-7786. Si prega di leggere attentamente il prospetto prima di investire.

Morgan Stanley Distribution, Inc. è il distributore dei comparti Morgan Stanley.

NON GARANTITO DALLA FDIC | PRIVO DI GARANZIA BANCARIA | RISCHIO DI PERDITA DEL CAPITALE | NON GARANTITO DA ALCUN ENTE FEDERALE | NON È UN DEPOSITO

Hong Kong – Il presente documento è stato pubblicato da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong e reso disponibile esclusivamente ai "professional investor" (investitori professionali) ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance di Hong Kong (Cap 571). Il suo contenuto non è stato verificato o approvato da alcuna autorità di vigilanza, ivi compresa la Securities and Futures Commission di Hong Kong. Di conseguenza, fatte salve le esenzioni eventualmente previste dalle leggi applicabili, questo documento non può essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico a Hong Kong. **Singapore** – Il presente documento non deve essere considerato come un invito a sottoscrivere o ad acquistare, direttamente o indirettamente, destinato al pubblico o a qualsiasi soggetto di Singapore che non sia (i) un "institutional investor" ai sensi della Section 304 del

Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("SFA"), (ii) una "relevant person" (che comprende un investitore accreditato) ai sensi della Section 305 dell'SFA, fermo restando che anche in questi casi la distribuzione viene effettuata nel rispetto delle condizioni specificate dalla Section 305 dell'SFA o (iii) altri soggetti, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile emanata dalla SFA. Il presente materiale non è stato esaminato dalla Monetary Authority of Singapore. **Australia** – La presente pubblicazione è diffusa in Australia da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, AFSL n. 314182, che si assume la responsabilità del relativo contenuto. Questa pubblicazione e l'accesso alla stessa sono destinati unicamente ai "wholesale client" conformemente alla definizione dell'Australian Corporations Act.

Giappone – Il presente documento è destinato ai soli investitori professionali e viene diffuso o distribuito unicamente a scopi informativi. Per i destinatari che non siano investitori professionali, il presente documento viene fornito in relazione alle attività di Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") concernenti i mandati di gestione discrezionale degli investimenti ("IMA") e i mandati di consulenza di investimento ("IAA") e non costituisce una raccomandazione o sollecitazione di transazioni od offerte relative a uno strumento finanziario specifico. In base ai mandati discrezionali di gestione degli investimenti, il cliente stabilisce le politiche di gestione di base in anticipo e incarica MSIMJ di prendere tutte le decisioni di investimento sulla base di un'analisi del valore e di altri fattori inerenti ai titoli e MSIMJ accetta tale incarico. Il cliente delega a MSIMJ i poteri necessari per effettuare gli investimenti. MSIMJ esercita tali poteri delegati sulla base delle decisioni d'investimento prese da MSIMJ e il cliente non impartisce istruzioni individuali. Tutti gli utili e le perdite degli investimenti spettano ai clienti; il capitale iniziale non è garantito. Si raccomanda di valutare gli obiettivi d'investimento e le tipologie di rischio prima di effettuare un investimento. La commissione applicabile ai mandati di gestione discrezionali o di consulenza d'investimento si basa sul valore degli attivi in questione moltiplicato per una determinata aliquota (il limite massimo è il 2,16% annuo inclusivo d'imposta), calcolata proporzionalmente alla durata del periodo contrattuale. Alcune strategie sono soggette a una commissione condizionata (contingency fee) in aggiunta a quella sopra menzionata. Potrebbero essere applicati altri oneri indiretti, come ad esempio le commissioni di intermediazione per l'acquisto di titoli inglobati in altri strumenti. Poiché questi oneri e spese variano a seconda delle condizioni contrattuali e di altri fattori, MSIMJ non è in grado di illustrare in anticipo aliquote, limiti massimi, ecc. Si raccomanda a tutti i clienti di leggere attentamente la documentazione fornita in vista della stipula del contratto prima di sottoscriverne uno. Il presente documento è distribuito in Giappone da MSIMJ, n. registrazione 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)), membro di: Japan Securities Dealers Association, The Investment Trusts Association, Giappone, Japan Investment Advisers Association e Type II Financial Instruments Firms Association.

NOTA INFORMATIVA

EMEA – La presente comunicazione di marketing è stata pubblicata da Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra con il n. 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

Poiché non è possibile garantire che le strategie d'investimento risultino efficaci in tutte le condizioni di mercato, ciascun investitore deve valutare la propria capacità di mantenere l'investimento nel lungo termine e in particolare durante le fasi di ribasso dei mercati. Prima di investire, si raccomanda agli investitori di esaminare attentamente i documenti d'offerta relativi alla strategia/al prodotto. Vi sono importanti differenze nel modo in cui la strategia viene realizzata nei singoli veicoli d'investimento.

I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. I conti separati gestiti in base alla Strategia illustrata comprendono diversi valori mobiliari e potrebbero non replicare la performance di un indice. Si raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi e i costi della Strategia prima di effettuare un investimento.

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale, redatta esclusivamente a scopi informativi ed educativi, che non costituisce un'offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una specifica strategia d'investimento. Le informazioni ivi contenute non tengono conto delle circostanze personali del singolo investitore e non rappresentano una consulenza d'investimento, né vanno in alcun modo interpretate quale consulenza fiscale, contabile, legale o normativa. A tal fine, nonché per conoscere le implicazioni fiscali di eventuali investimenti, si raccomanda agli investitori di rivolgersi a consulenti legali e finanziari indipendenti prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento.

Ove non diversamente indicato nel presente documento, le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio, sono basati sui dati disponibili alla data di redazione e non in date future e non saranno aggiornati né altrimenti rivisti per riflettere informazioni rese disponibili in un momento successivo o circostanze o modifiche sopraggiunte successivamente alla data di pubblicazione.

Le previsioni e/o stime fornite sono soggette a variazioni e potrebbero non realizzarsi. Le informazioni concernenti i rendimenti attesi e le prospettive di mercato si basano sulla ricerca, sull'analisi e sulle opinioni degli autori. Tali conclusioni sono di natura speculativa, potrebbero non realizzarsi e non intendono prevedere la performance futura di alcun prodotto specifico di Morgan Stanley Investment Management.

MSIM non ha autorizzato gli intermediari finanziari a utilizzare e distribuire il presente documento, a meno che tale utilizzo e distribuzione avvengano in conformità alle leggi e normative vigenti. Inoltre, gli intermediari finanziari sono tenuti ad assicurarsi che le informazioni contenute nel presente documento siano adatte ai soggetti a cui trasmettono il presente documento alla luce delle circostanze e degli obiettivi di costoro. MSIM non può essere ritenuta responsabile e declina ogni responsabilità in merito all'utilizzo proprio o improprio del presente documento da parte degli intermediari finanziari.

Il presente documento non può essere riprodotto, copiato o trasmesso, integralmente o in parte, e i suoi contenuti non possono essere divulgati a terzi, senza l'esplicito consenso scritto di MSIM.

Tutte le informazioni di cui al presente documento sono informazioni proprietarie tutelate dalla legge sul diritto d'autore.