

**RENDIMENTI/1** I titoli con un dividend yield elevato e sostenibile hanno fatto meglio del mercato (-5,6% contro -19,2%). Fra le azioni che rendono di più Azimut, Banca Generali ed Eni. E non mancano le società sottovalutate rispetto ai competitor

# Regine del dividendo

di Ester Corvi

**N**on solo migliorano il rendimento totale del portafoglio, ma lo proteggono nella fasi più pericolose dei mercati azionari, che sotto il peso della Brexit, degli attentati terroristici, della crisi delle banche, dell'incertezza sull'esito delle elezioni presidenziali Usa e dei dati contraddittori sulla ripresa economica non riescono a riprendere la via del rialzo, scosse dalla volatilità. Ma per chi guarda al medio termine, le azioni che a Wall Street vengono definite dividend aristocrat (aristocratiche del dividendo), cioè quelle per almeno 25 anni consecutivi hanno incrementato la cedola, sono una certezza nei momenti più bui. L'indice S&P 500 dividend aristocrat ha realizzato infatti una performance del 14,8% da gennaio, più del doppio del benchmark S&P 500 (+7,1%), del 13,6% a un anno (contro +4,9%) e del 13,8% a tre anni (+11%).

La bella sorpresa è che anche a piazza Affari le azioni selezionate secondo questa teoria, basata sulla sostenibilità delle cedole nel tempo, non delude. I titoli che compongono la tabella pubblicata in questa pagina hanno infatti perso da gennaio in media il 5,6%, mettendo a segno una performance decisamente migliore di quella del listino milanese, che nel frattempo ha ceduto il 19,2% (indice Msci Italy total return). Guardando in dettaglio, ci sono sei titoli che rendono più del 5%, in base al dividendo previsto nell'esercizio 2016, che sarà distribuito nella primavera del 2017. Al vertice c'è Azimut holding (8,7%) seguita da B&C Speakers (6,2%), Banca Generali (5,7%), Eni (5,5%), Astm (5,2%) e Astaldi (5%). Le azioni più generose nella distribuzione della cedola, che per almeno vent'anni è stata incrementata o è rimasta stabile, sono invece Atlantia, Recordati e Vittoria Assicurazioni su totale di 25 nomi.

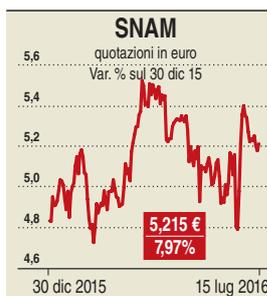
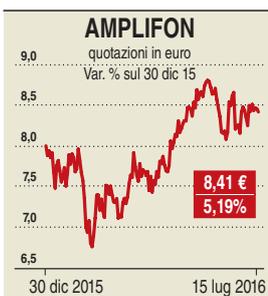
**Il portafoglio.** Ma come si è arrivati a questa selezione? Gli analisti di Cellino & associati sim, utilizzando i dati forniti da FactSet, hanno distinto tre gruppi. Il primo è rappresentato dalle società con 5-10 anni consecutivi di dividendi in crescita o stabili, il secondo con 10-20 anni consecutivi

Società	Dividend Yield 2016.*		Anni crescita dividendo**	Rendim. da inizio anno (total return)	Prezzo in € al 14/07/2016	P/e 2016		P/e 2017	
	Titolo	Media europa				Titolo	Media europa	Titolo	Media europa
◆ Azimut Holding	8,7%	5,2%	tra 5 e 10	-34,2%	14,8	12,6	10,0	10,3	10,0
◆ B&C Speakers	6,2%	2,4%	tra 5 e 10	-10,3%	6,6	12,1	29,1	11,3	19,0
◆ Banca Generali	5,7%	5,1%	tra 5 e 10	-30,5%	19,2	13,6	10,9	12,2	8,7
◆ Eni	5,5%	5,6%	tra 5 e 10	11,3%	14,9	100,2	14,3	23,0	10,0
◆ Astm	5,2%	3,7%	tra 5 e 10	-12,0%	10,0	6,2	16,7	6,5	16,1
◆ Astaldi	5,0%	3,7%	tra 10 e 20	-21,9%	4,2	4,1	14,8	3,5	13,3
◆ Erg	4,9%	3,6%	tra 10 e 20	-9,5%	10,3	17,1	12,0	18,3	12,1
◆ Snam	4,8%	5,3%	tra 5 e 10	12,7%	5,2	17,2	14,1	16,3	14,0
◆ Beni Stabili	4,7%	4,4%	tra 5 e 10	-18,7%	0,5	13,4	18,2	11,9	17,2
◆ Atlantia	4,3%	3,7%	almeno 20	-6,3%	22,5	17,6	16,7	16,3	16,1
◆ Save	4,2%	3,7%	tra 5 e 10	2,5%	12,8	19,3	16,7	20,1	16,1
◆ Marr	3,9%	3,2%	tra 10 e 20	-0,2%	18,3	20,0	17,9	18,3	16,0
◆ Hera	3,8%	4,8%	tra 10 e 20	3,5%	2,4	19,1	12,4	17,7	12,4
◆ Credito Emiliano	2,9%	5,1%	tra 5 e 10	-15,2%	5,7	11,4	10,9	10,8	8,7
◆ Vittoria Ass.	2,4%	6,0%	almeno 20	-8,9%	8,9	7,3	9,2	7,6	8,7
◆ Recordati	2,3%	1,6%	almeno 20	16,1%	27,6	25,5	16,4	23,2	14,3
◆ Luxottica Group	2,1%	2,1%	tra 5 e 10	-23,6%	45,4	24,4	23,9	22,1	21,7
◆ Brembo	1,9%	2,5%	tra 5 e 10	11,5%	49,0	15,8	11,5	14,1	10,4
◆ Sol	1,6%	2,7%	tra 10 e 20	2,4%	8,3	19,5	18,5	16,7	17,2
◆ DiaSorin	1,3%	1,3%	tra 5 e 10	16,4%	55,7	27,5	27,5	23,9	24,0
◆ Exor	1,1%	5,2%	tra 5 e 10	-17,8%	34,2	11,3	10,0	11,9	10,0
◆ Davide Campari	1,0%	2,5%	tra 10 e 20	10,9%	8,8	25,2	25,1	21,0	22,3
◆ Reply	0,9%	1,1%	tra 10 e 20	-1,2%	123,4	17,9	26,7	15,4	21,4
◆ Amplifon	0,7%	1,3%	tra 5 e 10	6,2%	8,5	27,5	27,5	23,3	24,0
◆ Banca Finnat	n.d.	5,2%	tra 5 e 10	-22,1%	0,3	15,2	10,0	13,3	10,0
◆ Media	3,5%	3,6%		-4,9%		20,2	17,1	15,7	15,2

\* Stima dei dividendi che saranno pagati nel 2017 \*\*Anni consecutivi durante i quali il dividendo è cresciuto o è rimasto stabile

Fonte: elab. Cellino & Associati Sim su dati FactSet

GRAFICA MF-MILANO FINANZA



di dividendi in aumento o stabili e il terzo con almeno 20 anni consecutivi di cedole in miglioramento o stabili. Come già rilevato, i nomi di quest'ultimo aggregato sono solo tre: Atlantia, che ha un rendimento della cedola del 4,3%, Recordati (1,6%) e Vittoria Assicurazioni (6%). Sette titoli compongono invece il secondo gruppo (Campari, Hera, Erg, Reply, Marr, Sol e Astaldi) e 15 il primo (Eni, Luxottica, Snam, Exor, Banca Generali, Brembo, Azimut, Diasorin, Credito Emiliano, Amplifon, Beni Stabili, Astm, Save, Banca Finnat Euramerica e B&C Speakers). Rispetto al metodo tradizionale, che seleziona i titoli solo in base alle

cedole, in questo caso è stato applicato un sistema diverso incentrato sulla loro sostenibilità nel tempo, sebbene il dividend yield medio sia comunque attraente (3,5%) e in linea con la media europea. Il principale vantaggio che si ottiene non è solo quello di individuare un gruppo di titoli che sono in grado di realizzare un total return medio (performance più rendimento della cedola) superiore a quello dell'indice di mercato, ma di ottenere anche un portafoglio ben diversificato sia sotto il profilo settoriale sia per capitalizzazione. Un punto a favore rispetto ai portafogli high dividend, che sono generalmente sovraccarichi di titoli finanziari e utility.

Fra le 25 società considerate ce ne sono infatti due del settore alimentare, sette del finanziario, tre dell'industriale, due del petrolifero, tre del farmaceutico-salute, due della tecnologia, tre dei trasporti, due utility e una di beni di consumo. Non solo. Anche il livello di capitalizzazione delle azioni è piuttosto vario, spaziando dalle big cap alle mid e small. Accanto a Eni, Luxottica e Atlantia, che a piazza Affari hanno un valore di mercato rispettivamente di 53, 21,7 e 18,5 miliardi di euro, ci sono titoli come Banca Generali e Brembo, vicine ai 3 miliardi, e Astm, Vittoria assicurazioni e Save, che capitalizzano meno di un miliardo.

Un altro aspetto rilevante di questo portafoglio è che non viene privilegiato uno stile di investimento rispetto a un altro, come quando succede scegliendo le società a maggiore dividend yield, che di norma sono titoli value (di valore), caratterizzati quindi da un basso rapporto prezzo/utile (p/e) e un'elevata capitalizzazione. Le azioni scelte in base a questa metodologia sono invece sia value che growth (alto rapporto prezzo/utile).

**Il confronto.** Oltre a individuare i titoli di piazza Affari con i rendimenti più elevati e sostenibili, il passo successivo è quello di confrontarli con i gruppi europei dello stesso

settore, per verificare se sono sottovalutati o sopravvalutati rispetto ai competitor. Sono stati così presi in considerazione il rapporto prezzo/utile, calcolato sulla base delle attese dei risultati 2016 e 2017 e il rapporto prezzo/patrimonio netto (p/bv). «A livello di singolo titolo i risultati devono essere analizzati con una certa cautela», spiega Silvio Olivero, responsabile dell'ufficio studi di Cellino & Associati sim, «perché ogni società ha peculiarità che andrebbero tenute presenti in un'analisi comparativa di così ampio respiro, ma a livello generale emerge che le azioni selezionate sono mediamente sopravvalutate. Un risultato che non deve stupire. Si spiega tenendo conto del diffuso timore che caratterizza ormai da tempo l'operato degli investitori, alla continua ricerca di sicurezza». Questi titoli, che hanno alle spalle una sequenza relativamente lunga di cedole stabili, possono apparire rassicuranti agli investitori che, preferendoli ad altri, ne hanno determinato una sopravvalutazione relativa rispetto ai settori di riferimento. «Attenzione quindi», fa notare Olivero, «perché la tendenza a sovraperformare di queste azioni potrebbe interrompersi in qualsiasi momento, se gli investitori riscoprissero la voglia di rischiare», ma per ora sembra un'eventualità lontana.

Scorrendo la graduatoria, non mancano però le società che sono ancora convenienti rispetto ai competitor. È il caso di Astm, che ha un p/e 2016 di 6,2, molto al di sotto della media europea (16,7), di B&C Speakers (12 contro 29), di Astaldi (4,1 rispetto a 14,8), di Vittoria Assicurazioni (7,3 contro 9,2) e Reply (17 contro 26,7). In linea invece Amplifon e Campari.

#### La versione europea.

Tornando all'indice S&P 500 dividend aristocrats, che negli ultimi dieci anni ha costantemente battuto il benchmark, compresi i periodi di crisi più nera, a fine giugno i primi dieci (top holding) che lo componevano erano McCormick, Cincinnati Financial, At&t, Bard C.R., Clorox, Consolidated Edison, Sysco, Medtronic, Cintas e Kimberly-Clark, spaziando dal settore finanziario all'industria, alle tlc e ai beni di consumo. Esiste anche una versione simile per i titoli europei, lo S&P euro high yield dividend aristocrat che, come ci si poteva aspettare, ha battuto il benchmark (S&P euro) da gennaio (+1,8% contro -5%), a un anno (-1,5% rispetto a -12%) e tre anni (+10% e +8,8%). (riproduzione riservata)