



MARKET INSIGHT

Agosto 2017



L'ARRIVO AL POTERE DI MOON STIMOLA LA COREA

Sooheorang, la tigre bianca, è la mascotte ufficiale delle Olimpiadi invernali che si terranno a PyeongChang, in Corea del Sud, a febbraio 2018. Questo animale ben presente nella cultura e mitologia coreana simbolizza la protezione, un elemento che atleti e spettatori sperano non mancherà, date le attuali tensioni con la Corea del Nord.

Nel frattempo gli spiriti guida si sono impossessati del mercato azionario della Corea del Sud che quest'anno fa registrare un rialzo del 20% in valuta locale, mettendo a segno uno dei migliori risultati in Asia nel 2017. L'apprezzamento è stato guidato dagli utili, con quelli delle società coreane che hanno registrato una forte crescita nel continente asiatico nel corso dell'anno in esame. Di conseguenza il KOSPI rimane uno dei mercati più convenienti della regione, con il relativo indice scambiato a un rapporto prezzo a termine/utigli (P/E) di solo 9,6 volte.

Motivi delle differenze tra le valutazioni
Infatti, il grafico illustra l'ampio scarto tra le valutazioni dei titoli coreani e quelle delle azioni asiatiche, con l'indice MSCI Corea attualmente scambiato al 40% in meno rispetto all'indice MSCI Asia ex-Giappone che ha un P/E pari a 14,4 volte. Tale sconto può essere parzialmente spiegato dall'indice di

redditività del capitale proprio (ROE) delle società coreane, inferiore al 15% rispetto ai concorrenti della regione. Si deve inoltre tenere conto del premio al rischio geopolitico, dato che la minaccia di uno scontro militare con la Corea del Nord continua a rappresentare un pericolo reale e sempre presente.

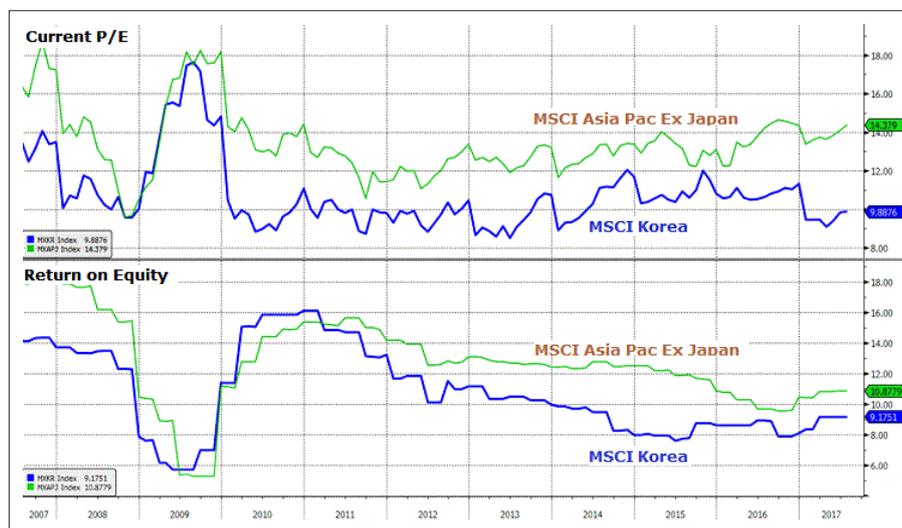
Esiste tuttavia una ragione strutturale che giustifica il ROE più basso e il considerevole sconto del mercato, ed è in particolare la presenza in Corea del Sud di imprese conglomerate a conduzione familiare inefficienti dette chaebol, che sono caratterizzate da partecipazioni incrociate complesse e poco trasparenti, una scarsa cultura della corporate governance che porta a gravi casi di corruzione dei vertici, e uno scarso track record di generazione di valore per gli azionisti che si traduce in dividendi bassissimi per le società coreane in generale. Se in passato le chaebol hanno svolto un ruolo importante nella costruzione del paese, attualmente queste imprese conglomerate sono spesso società di piccole dimensioni che soffocano lo sviluppo e ostacolano l'innovazione.

Questa differenza di valutazioni può in realtà essere causata anche da un'economia stagnante. La Corea del Sud,

in quanto economia aperta e basata sulle esportazioni, è stata penalizzata dal crollo subito dal commercio estero in seguito alla crisi finanziaria del 2008. Il periodo d'oro in cui la crescita del PIL a due cifre aveva portato il paese ad essere considerato una delle quattro economie definite con il nome originale di Tigri Asiatiche è passato da tempo e la Corea del Sud ha, da allora, dovuto adattarsi a una crescita molto più lenta, con una media compresa tra il 2,5% e 3,5% negli ultimi tre anni. Settori tradizionalmente solidi, come la cantieristica navale e la logistica, hanno subito ribassi in seguito ai tempi difficili culminati con il fallimento della Hanjin a febbraio. Le condizioni economiche poco favorevoli hanno generato un preoccupante aumento della disoccupazione giovanile, che attualmente supera il 10%. Anche l'indebitamento dei consumatori è nel frattempo aumentato, con il rapporto debito/PIL delle famiglie vicino al 95%, ad indicare un possibile sovraindebitamento dei sudcoreani che potrebbe rappresentare un rischio potenziale in caso di un prossimo aumento dei tassi di interesse.

Arriva il presidente Moon

Nonostante tutti questi problemi, c'è un crescente ottimismo riguardo alla possibilità che la Corea del Sud sia giunta a un punto di svolta. Una delle principali ragioni è il nuovo presidente, Moon Jae-in, che ha assunto l'incarico in un periodo difficile per il paese ma che ha iniziato rapidamente a concretizzare le sue promesse elettorali. Sul fronte economico ha già aumentato il salario minimo del 16,4%, portandolo vicino all'obiettivo di KRW 10 000 da raggiungere entro il 2020, nell'intento di ridurre le disparità di reddito. Le prossime mosse includono il lancio di misure di stimolo fiscale per KRW10 mila miliardi (USD 9 miliardi) e la creazione di oltre 800 000



"Confronto tra P/E e ROE"

posti di lavoro aggiuntivi nel settore pubblico, una strategia immediata per contrastare la disoccupazione giovanile. La strategia a medio-lungo termine per ricalibrare l'economia comporta il sostegno della quarta industrializzazione delle piccole e medie imprese, riconoscendo la necessità di coinvolgere tali imprese, che continuano ad essere la principale fonte di creazione di posti di lavoro, nel cambiamento di paradigma verso un'economia più digitale che il paese sta cercando di realizzare.

Il presidente Moon ha inoltre adottato misure per ristrutturare le imprese coreane. La riforma delle chaebol è una delle priorità principali che ha comportato la nomina di Jang Ha-Sung, un sostenitore di lunga data della corporate governance, che occuperà la posizione nuovamente creata di capo di gabinetto per la politica economica. La nomina arriva sulla scia di quella di Kim Sang-jo, anch'egli fervente critico del sistema delle imprese conglomerate, detto anche "cecchino delle chaebol", che ha ricevuto l'incarico di dirigere l'autorità antitrust coreana. È probabile che queste nomine chiave continueranno a guidare il processo di riforma delle grandi imprese conglomerate allo scopo di instaurare pratiche commerciali più eque tra piccole e grandi imprese, portando così potenzialmente allo sviluppo delle piccole e medie imprese.

Nei fatti si registrano segni di progresso nello scenario delle imprese coreane, con il gruppo Lotte che ha annunciato ristrutturazioni per ridurre le partecipazioni incrociate, e Samsung che si è impegnata al riacquisto di azioni proprie per incrementare i rendimenti degli azionisti. Inoltre il National Pension Service, che rappresenta il terzo più grande fondo pensione al mondo, si sta preparando, a quanto riferito, ad adottare un codice di gestione, ossia una serie di linee guida per promuovere pratiche di investimento responsabili, che è stato introdotto a dicembre 2016. Il fatto di incoraggiare i grandi investitori istituzionali a richiedere l'applicazione di buone pratiche i materia di corporate governance aiuterà le imprese a velocizzare il

processo di riforme. Un esempio in questo senso è rappresentato dal Giappone, un altro paese in cui in passato la corporate governance era scarsamente applicata, che ha registrato un netto miglioramento del ROE delle imprese nipponiche in seguito al lancio dei codici di gestione e di corporate governance loro applicabili e all'esigenza dimostrata da tali aziende di essere incluse nel nuovo indice Nikkei400 delle società con il ROE più elevato. Un simile scenario in Corea potrebbe facilmente ridurre il divario tra il ROE dei titoli coreani e quello dei titoli asiatici, provocando una rivalutazione del rating di mercato.

Sul fronte politico, il presidente Moon ha annunciato l'ambizioso obiettivo di portare a termine la denuclearizzazione della penisola coreana entro il 2020, promettendo a questo scopo di firmare un trattato di pace con la Corea del Nord se quest'ultima decidesse di abbandonare il programma nucleare. Non c'è dubbio che i negoziati con Pyongyang saranno difficili e il presidente Moon perseguirà probabilmente una doppia strategia basata su pressioni e dialogo. Ponendosi alla guida del processo di pace con la Corea del Nord, il presidente Moon contribuirà a ridurre le tensioni nella regione, riequilibrando gli interessi opposti di Stati Uniti e Cina. Le trattative metteranno alla prova le doti diplomatiche del presidente Moon che fino ad ora ci ha dato un assaggio delle sue capacità dissipando abilmente le tensioni riguardanti il controverso sistema di difesa antimissilistico THAAD, il cui completo dispiegamento è stato rimandato in vista della valutazione del suo impatto ambientale. Qualsiasi progresso dei negoziati con Pyongyang ridurrà il premio al rischio geopolitico.

Anche se sono ancora diversi gli eventi che potrebbero far deragliare le lodevoli iniziative del presidente Moon, egli è riuscito a portare a termine in modo incoraggiante i primi 100 giorni di mandato. Avremo una migliore visibilità sui progressi della Corea del Sud quando tutto il mondo si ritroverà a PyeongChang tra 200 giorni.



DARYL LIEW
SENIOR PORTFOLIO MANAGER,
SINGAPORE

“ La Corea del Sud registra quest’anno un rialzo del 20% in valuta locale, mettendo a segno uno dei migliori risultati in Asia nel 2017. ”

INFORMAZIONE IMPORTANTE - Il presente contenuto viene fornito da REYL & Cie Holding SA o/e una delle sue entità (qui di seguito "REYL") solo a titolo indicativo, è destinato solo ad un uso interno e non potrà in nessun caso costituire un'offerta, una consulenza o una raccomandazione di acquistare o vendere un valore mobiliare o di effettuare qualsiasi transazione, né peraltro una consulenza di altro tipo, in particolare all'attenzione di un destinatario che non sia un investitore qualificato, accreditato, eleggibile e/o professionale. Esso è destinato ad un uso esclusivo da parte del suo destinatario e non potrà, per qualsivoglia altra ragione, essere trasferito, stampato, scaricato, utilizzato o riprodotto. REYL dedica la massima attenzione alla preparazione ed all'aggiornamento delle informazioni di tale contenuto, ottenute da fonti autorevoli, senza tuttavia garantirne la pertinenza, l'esattezza, l'eshaustività. Pertanto REYL, nonché i suoi amministratori, direttori, dipendenti, operatori ed azionisti, non assumono alcuna responsabilità per le perdite ed i danni di qualsivoglia natura derivanti dall'uso delle informazioni di tale contenuto. Esso è previsto esclusivamente per un destinatario che comprenda ed assuma tutti i rischi impliciti ed espliciti che ne derivano. Tutte le decisioni prese dal destinatario in materia di investimenti dipendono dalla sua sola responsabilità e si basano esclusivamente sulla sua valutazione indipendente (e da quella dei suoi consulenti professionisti) della sua situazione finanziaria, dei suoi obiettivi di investimento, dei rischi specifici, dei criteri di eleggibilità, delle conseguenze giuridiche, fiscali, contabili, nonché sulla sua interpretazione delle informazioni. REYL non si assume nessuna responsabilità per quanto riguarda l'adeguatezza o meno delle informazioni, delle opinioni, dei valori mobiliari, dei prodotti citati in questo contenuto. Le performance passate di un valore mobiliare non garantiscono le sue performance future. Il presente contenuto è stato preparato da un dipartimento di REYL che non costituisce un'unità organizzativa responsabile dell'analisi finanziaria. REYL è soggetta a esigenze normative e prudenziali distinte ed alcuni valori mobiliari e prodotti di investimento non possono essere offerti in tutte le giurisdizioni o a qualsiasi tipo di destinatario. Il destinatario deve dunque conformarsi alle normative locali. Non vi è alcuna intenzione da parte di REYL di offrire valori mobiliari o prodotti di investimento in paesi o giurisdizioni ove tale offerta fosse illegale in virtù del diritto interno applicabile.