



A cura di:

Kira Huppertz
analista

Alexandre Narboni
analista/gestore

Laure Négiar
analista/gestore

Zak Smerczak
analista/gestore

Saluti dal Team Azioni Globali di Comgest!

Nel 1° trimestre del 2023, i membri del **team Azioni globali di Comgest** si sono messi in viaggio e hanno visitato **Stati Uniti, Giappone, Corea e Taiwan** alla ricerca di nuove idee e allo scopo di incontrare alcune delle aziende che dettano i trend settoriali del nostro portafoglio azionario globale. Per alcune di loro, si trattava delle prime visite di nuovo in presenza dopo la fine della pandemia. Nel complesso, abbiamo acquisito preziose informazioni sugli umori e sulle aspettative nei vari Paesi per il 2023 e oltre. L'intelligenza artificiale (IA) rimane un argomento di grande attualità in settori quali la sanità, i fornitori di dati e i semiconduttori. Di seguito sono illustrate le conclusioni chiave alle quali siamo giunti dopo aver esaminato sul campo i temi che sostengono le nostre società *quality growth*.

STATI UNITI

Cauto ottimismo nei settori sanitario e tecnologico

Sulla costa occidentale degli Stati Uniti, Kira Huppertz è stata una delle 8.000 persone che hanno partecipato alla conferenza annuale sull'healthcare organizzata da J.P. Morgan nel centro di San Francisco. Il clima nella Bay Area lascia piuttosto a desiderare per gli standard di gennaio, ma orde di partecipanti hanno comunque sfidato piogge torrenziali, le peggiori degli ultimi 152 anni, per stabilire contatti con le oltre 600 aziende che partecipavano alla più grande conferenza al mondo nel settore sanitario. Dalle riunioni e presentazioni ad alto livello è emerso un cauto ottimismo nel settore sanitario. Tuttavia, alcune problematiche come l'inflazione e la carenza di personale sanitario sono destinate a persistere anche nei trimestri futuri.

Un tema ricorrente del convegno è stato la domanda di bioprocessi (produzione di farmaci biologici), che all'inizio dell'anno sembrava solida, ma che da allora è finita sotto pressione, come evidenziato dai dati sugli utili pubblicati da aziende come **Danaher**,¹ un grande gruppo statunitense che opera nel settore delle *life sciences*. Tra le altre tematiche trattate figuravano il potenziale di utili e la tempistica relative agli asset delle gamma di prodotti (**Eli Lilly**, **Johnson & Johnson**, **AstraZeneca**), il lancio dei prodotti (**Alcon**) e l'onnipresente questione della resilienza alla recessione (**Envista**, **Medidata**, **Lonza**, **Intuitive Surgical**).

Oltre a partecipare alla conferenza sull'healthcare, Kira ha anche incontrato alcune note aziende della Bay Area. **Intuit**, leader nei software di gestione fiscale e finanziaria per le piccole e medie imprese e per i consumatori, ha espresso fiducia nel continuo successo del suo software tradizionale e nell'adozione di recenti integrazioni al proprio ecosistema come l'acquisizione di **Mailchimp** e i servizi di pagamento

¹ Le società evidenziate in verde sono detenute da Comgest. Le società in portafoglio sono soggette a variazioni senza necessità di preavviso. Il riferimento a queste società non deve essere considerato una raccomandazione ad acquistare o vendere un particolare titolo/investimento.

Notes From The Road

incrementali. **Nvidia**, leader nelle unità di elaborazione grafica di fascia alta (GPU) che migliorano la qualità delle immagini e dei video, ha rafforzato la sua posizione competitiva dominante come mai negli ultimi vent'anni grazie alle GPU per giochi, le infrastrutture dei data center e il software (ovvero applicazioni IA), e il settore automobilistico. **Equinix**, leader nella fornitura di servizi di interconnessione e di data center ha ribadito la convinzione nel suo potenziale di crescita e redditività nonostante l'aumento dei costi dell'energia e il contesto di riduzione delle spese.

Più a sud, Alexandre Narboni ha visitato Los Angeles e l'area della Silicon Valley per interagire con aziende in diversi settori, tra cui tecnologia, dispositivi medici, life sciences, tecnologie pulite, intrattenimento e... una certa banca che è finita sulle prime pagine dei giornali di tutto il mondo, First Republic Bank. Questa visita ha coinciso senza volerlo anche con le immediate conseguenze del crollo di Silicon Valley Bank. Sebbene Comgest raramente investa in banche, ci piace incontrare aziende appartenenti a tutti i settori per migliorare la nostra comprensione del contesto economico.

Fatta eccezione per la crisi bancaria del 2023, la California sembra essere in piena espansione con opportunità di crescita a lungo termine. L'intelligenza artificiale sta decisamente suscitando l'entusiasmo di società tecnologiche come le sopra citate Intuit e Nvidia, così come **Ziprecruiter** (concorrente di Indeed, un motore di ricerca di lavoro della società giapponese **Recruit**, una delle nostre società detenute in portafoglio dal 2019) e **Synopsis** nell'industria dei semiconduttori. Il tema della sostenibilità è decollato anche grazie allo slancio impresso dal **Inflation Reduction Act del 2022**, che fornisce incentivi significativi per la decarbonizzazione delle società statunitensi. Nel breve periodo, le aziende hanno indicato di non prevedere un forte rallentamento della domanda, ma con la fine del periodo di "free money" del Covid e con l'inflazione da costi, sono generalmente più sensibili ai costi e rallentano le assunzioni.

Sulla costa orientale, Laure Négiar ha partecipato all'Investor Day di Verisk in New Jersey e, al di là del fiume Hudson, alla J.P. Morgan Industrials Conference a New York. **Verisk**, leader nella fornitura di dati essenziali agli assicuratori statunitensi del settore immobiliare e dei sinistri, ha tenuto il suo primo Investor Day in oltre quattro anni, offrendoci l'apprezzata opportunità di confrontarci con il management faccia a faccia invece di ricorrere alle solite videochiamate. È stato un grande evento, con dimostrazioni di prodotti e chat informali individuali con i responsabili di divisione e di prodotto. Nella presentazione formale sono stati ribaditi gli obiettivi di crescita a medio termine di Verisk come società indipendente e focalizzata sulle assicurazioni a seguito della cessione di asset nei settori dell'energia e dei servizi finanziari. Abbiamo dialogato in modo significativo con l'azienda su questioni relative alla governance e all'execution e finora siamo soddisfatti dei suoi progressi.

Abbiamo interagito con molte società anche in occasione della conferenza di J.P. Morgan Industrials, spesso in un contesto raccolto, come ad esempio con società leader nel settore HVAC (riscaldamento, la climatizzazione, la ventilazione e la purificazione dell'aria) come **Carrier**, **Trane** e **Watsco** (concorrenti di **Daikin**), la società chimica **Westlake** (una parte della sua attività compete con **Shin-Etsu Chemical**), la società di trattamento delle acque **Ecolab**, **Otis** (leader globale nel settore degli ascensori e delle scale mobili) e la società di gas e chimica **Air Products** (un omologo di **Linde**). Dalle nostre riunioni sono emersi alcuni temi chiave: 1) la legge statunitense *Inflation Reduction Act (IRA)* del 2022 sta attirando importanti investimenti negli Stati Uniti, 2) il trend dell'onshoring/nearshoring/reshoring, in gran parte dovuto ai problemi geopolitici e alle sfide delle catene di fornitura post-Covid, è reale e crea significative opportunità commerciali per varie società industriali statunitensi, e 3) i fattori ESG rappresentano una grande opportunità per le società industriali statunitensi che in larga misura li hanno approvati e recepiti.

KEY MEETING THEMES:

— 2022 US INFLATION REDUCTION ACT (IRA):

attracting major investment in the US

— ONSHORING / NEARSHORING / RESHORING:

significant opportunities for US industrials

— ESG: big business for US

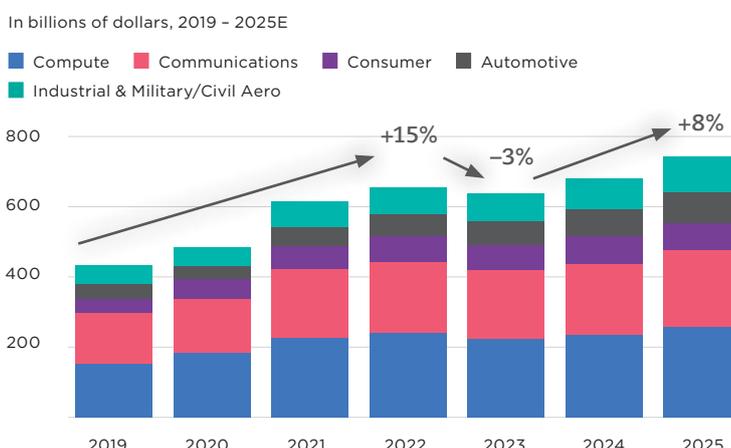
ASIA

Mercato dominante, ma in evoluzione, dei semiconduttori

I semiconduttori, un pilastro della vita moderna, sono praticamente alla base di tutto ciò che ci circonda: smartphone, computer, trasporti, apparecchiature mediche, produzione e altro ancora. Questi minuscoli scrigni sono anche caratterizzati da una delle catene di fornitura più complesse al mondo, del valore di circa mezzo trilione di dollari, con una domanda che si prevede in aumento (cfr. figura 1).² A causa dell'importanza cruciale delle infrastrutture di questo settore e delle perduranti tensioni geopolitiche tra Stati Uniti e Cina, nel 2023 i fattori macroeconomici sfavorevoli legati alle ritorsioni dei singoli Paesi in materia di limitazioni delle esportazioni hanno spesso occupato le prime pagine dei giornali.

A febbraio Zak Smerczak ha deciso di approfondire le sue conoscenze sulla catena di fornitura del settore e ha deciso quindi di partecipare a un viaggio focalizzato sulla tecnologia che l'avrebbe portato in Giappone, Corea del Sud e Taiwan. Dagli incontri con le aziende e i rappresentanti locali è emerso chiaramente che nonostante alcune turbolenze temporanee nella catena di fornitura degli ASIC (circuiti integrati per un'applicazione specifica), delle GPU (unità di elaborazione grafica) e di altri chip logici, i volumi e i prezzi dell'industria dei semiconduttori dovrebbero tornare ai livelli del 2022 grazie alla crescente domanda nei vari settori che è stata riferita da diversi leader regionali:

Figura 1. Vendite di semiconduttori per mercato finale



Fonte: [Oliver Wyman](#), maggio 2023.

- **UMC**: il secondo maggior chipmaker di Taiwan e la terza *foundry* al mondo
- **Renesas**: nel 2025 il chipmaker giapponese **produrrà semiconduttori di prossima generazione** costituiti da carburo di silicio
- **Global Wafers**: chipmaker taiwanese: produce wafer di silicio
- **Tokyo Electron**: produttore giapponese di chip; ritiene che la **concorrenza sul fronte dell'intelligenza artificiale generativa** sarà fruttuosa.



Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (**TSMC**), la *foundry* più importante al mondo e del Paese, fornisce alle aziende come **Apple** e **Nvidia** i microchip che azionano i loro dispositivi e i loro processori. TSMC prevede prestazioni più elevate nella seconda metà del 2023 grazie ai progressi dei suoi nodi di processo, leader del settore. Questi nodi da 2 e 3 nanometri (nm) (ovvero circa 30.000 volte più piccoli di un capello umano), possono contenere miliardi di transistor, aumentando la loro densità, e quindi si ha una maggiore velocità di elaborazione. A fronte di una domanda crescente – smartphone più intelligenti o da server e data center, con i prossimi nodi da 2nm di TSMC la velocità dovrebbe migliorare del 15% e l'energia utilizzata diminuire del 30%.³ Nonostante la decisione della Cina di limitare

² [Oliver Wyman](#), maggio 2023.

³ [Comunicato stampa TSMC](#), 27 aprile 2023.

Notes From The Road

le esportazioni di due metalli (gallio e germanio) ampiamente utilizzati nei semiconduttori, TSMC ha dichiarato di non aspettarsi alcun impatto diretto sulla sua produzione.⁴

All'interno della catena di fornitura dei semiconduttori, la tecnologia EUV (Extreme Ultraviolet Lithography) stampa pattern complessi in cui sono alloggiati i transistor di un chip. Questa tecnologia continua a essere la migliore per migliorare continuamente i nodi. Viste le continue tensioni geopolitiche tra Stati Uniti e Cina, i macchinari per litografia – costituiti da numerose componenti e miliardi di dollari di investimenti – sono fondamentali per la futura potenza di calcolo.⁵ Abbiamo incontrato alcuni fornitori leader in questo campo, tra cui: **Hoya** (Giappone; produce substrati per maschere, un elemento chiave nei semiconduttori), **Gudeng** (Taiwan; fornisce soluzioni di trasporto), **Lasertec** (Giappone; sviluppa sistemi di ispezione per le apparecchiature per chipmaking).



Analogamente alle discussioni in corso in altri settori, la capacità di Open AI e dei grandi modelli linguistici di riconoscere, prevedere, tradurre e generare testi e altri contenuti sembra poter rappresentare un progresso epocale – ma difficile da quantificare nel settore del chipmaking – anche se **Nvidia** è attualmente la piattaforma più generativa, con **Microsoft e Google che si stanno dando battaglia per conquistare la pole position**. Visto che saranno necessarie più CPU e GPU per consentire all'intelligenza artificiale generativa di formulare risposte complete, non è chiaro se ciò sarà ottenuto attraverso un aumento del volume o un'accelerazione della tecnologia. Tra le aziende focalizzate su questo mercato di nicchia figurano: **ASpeed** (azienda fabless che si occupa del design di circuiti integrati), **AIchip** (chipmaker fabless specializzato in soluzioni ASIC).

Ai chip dei semiconduttori è stata data assoluta priorità nei programmi governativi visto che i problemi della catena di fornitura a partire dalla pandemia hanno avuto pesanti ripercussioni nel mondo e causato di conseguente una carenza globale di chip. L'onshoring della produzione dei semiconduttori è quindi diventato cruciale per l'importanza nazionale del settore a livello mondiale, ma in particolare negli Stati Uniti, dove il **CHIPS and Science Act (CHIPS Act)** del 2022 e l'**Inflation Reduction Act** dovrebbero stimolare la competitività e le infrastrutture del Paese. Anche l'Unione europea e il Giappone stanno incoraggiando l'onshoring offrendo incentivi alle aziende.



Nel frattempo, il mercato dei chip di memoria, che ha costi fissi importanti ed è un prodotto di largo consumo, rimane ciclico – con il produttore a più basso costo di DRAM (che accelerano le prestazioni dei processori per computer) o di tecnologia flash NAND (archiviazione non volatile dei dati utilizzata nei dispositivi portatili) che sta conquistando quote di mercato. La Corea del Sud, che domina questo settore, è sede delle aziende leader: **Samsung** e **SK Hynix**. Il mercato dei chip di memoria è maturo per la crescita futura in quanto i grandi modelli linguistici, come ChatGPT, hanno bisogno di chip di memoria ad alte prestazioni per i loro modelli generativi di intelligenza artificiale al fine di formulare risposte di tipo umano sulla base di conversazioni passate e preferenze degli utenti.⁶

⁴ Reuters, 6 luglio 2023.

⁵ MIT Technology Review, 23 giugno 2023.

⁶ CNBC, 6 luglio 2023.

Notes From The Road



A cura di: il team d'investimento globale di Comgest

LUGLIO 2023

CONCLUSIONE

Dai nostri diversi punti di osservazione in tutto il mondo, abbiamo constatato che le nostre riflessioni interne si rispecchiano a livello locale. A livello globale, ci troviamo in un mondo post-Covid in cui la geopolitica e gli interventi fiscali sembrano determinare le spese in conto capitale, la domanda e le decisioni d'investimento fondamentali. Sebbene il fermento sull'intelligenza artificiale sia notevole, in tutti i settori vi sono energia, incertezza e prudenza in egual misura perché le persone stanno cercando di comprenderne limiti e vantaggi.

Nell'ambito dei semiconduttori, le rivalità stanno sfidando e rimodellando il contesto mentre le aziende si muovono per garantire le loro catene di fornitura, puntano a innovare ulteriormente e soddisfare la crescente domanda. Nel complesso, crediamo che le prospettive per le azioni globali rimangano ottime, soprattutto se si scava sotto la superficie alla ricerca delle società che beneficeranno di queste tendenze settoriali a lungo termine.

RISCHI PRINCIPALI

- L'investimento comporta dei rischi, compresa la possibile perdita di capitale
- il valore di tutti gli investimenti e del reddito da essi derivante è soggetto a oscillazioni al ribasso e al rialzo
- Le variazioni dei tassi di cambio possono influire negativamente sia sul valore dell'investimento, sia sul livello di guadagno percepito
- I mercati emergenti possono essere più volatili e meno liquidi dei mercati più sviluppati e, quindi, possono comportare rischi maggiori

RISERVATO ESCLUSIVAMENTE AGLI INVESTITORI PROFESSIONALI

INFORMAZIONI IMPORTANTI

Il presente documento è rivolto soltanto agli investitori professionali/qualificati ed è a loro riservato.

Il presente documento non costituisce una consulenza di investimento

Questo materiale ha scopo puramente informativo e non costituisce una consulenza in materia di investimenti. Non deve essere considerato una sollecitazione all'acquisto o un'offerta di vendita di un titolo. Non prende in considerazione gli obiettivi di investimento, le strategie, la situazione fiscale o l'orizzonte di investimento di un determinato investitore. È da considerarsi incompleto senza le informazioni fornite a voce dai rappresentanti di Comgest. Le opinioni espresse nel presente documento sono soggette a modifiche senza preavviso.

Il presente documento non è una raccomandazione di investimento

Questa cartolina di viaggio contiene riferimenti a specifiche società incontrate dai professionisti degli investimenti di Comgest durante il/i loro recente/i viaggio/i. Nessuna menzione di specifiche società deve essere considerata una raccomandazione di acquisto o vendita di un particolare titolo o investimento. Le partecipazioni in portafoglio alle quali il presente documento si riferisce potrebbero non essere detenute al momento del ricevimento della presente pubblicazione e sono soggette a modifiche senza preavviso. Non si deve presumere che gli investimenti citati siano stati o saranno redditizi, né che le raccomandazioni o le decisioni adottate in futuro saranno redditizie.

Comgest non fornisce consulenza fiscale o legale ai propri clienti e tutti gli investitori sono vivamente invitati a rivolgersi ai propri consulenti fiscali o legali in merito a qualsiasi potenziale investimento.

Notes From The Road



A cura di: il team d'investimento globale di Comgest

LUGLIO 2023

Non si tratta di una ricerca di investimenti

Le informazioni contenute nella presente comunicazione non consistono in una “ricerca in materia di investimenti” e sono classificate come “comunicazione di marketing” ai sensi della direttiva MIFID II. Ciò significa che la presente comunicazione di marketing (a) non è stata redatta in conformità ai requisiti giuridici volti a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e (b) non è soggetta ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione della ricerca in materia di investimenti.

Esclusione di responsabilità per i risultati

Le performance passate non sono indicative di rendimenti futuri.

Informazioni fornite con riserva di modifiche senza preavviso

Alcune informazioni contenute nel presente documento sono state ottenute da fonti terze e tali informazioni non sono state verificate indipendentemente da Comgest. Comgest o qualsiasi altro soggetto non rilasciano dichiarazioni, garanzie o impegni, espressi o impliciti, in merito all'accuratezza o alla completezza di tali informazioni. Comgest non ha necessariamente compiuto dei tentativi per verificare tali informazioni e non ne garantisce l'accuratezza. Nessuna delle società menzionate in questo documento “Notes From The Road” deve essere considerata come una raccomandazione d'investimento ed è quindi riportata a puro titolo illustrativo. Tutte le opinioni e le stime costituiscono il nostro giudizio alla data di pubblicazione del presente materiale e sono soggette a modifiche senza preavviso.

Limitazioni all'uso delle informazioni

Questo materiale e le informazioni ivi contenute non possono essere riprodotti (in tutto o in parte), ripubblicati, distribuiti, trasmessi, visualizzati o altrimenti sfruttati in alcun modo da terzi senza il previo consenso scritto di Comgest.

Limitazione di responsabilità

Alcune informazioni contenute in questa presentazione sono state ottenute da fonti ritenute affidabili, ma non può esserne garantita l'accuratezza. Comgest non si assume alcuna responsabilità in relazione all'accuratezza o alla completezza delle informazioni.

Esclusione di responsabilità del marchio

I nomi dei prodotti, i nomi delle aziende e i loghi qui citati sono marchi o marchi registrati dei rispettivi proprietari.

Informativa sulle persone giuridiche

Comgest S.A. è una società di gestione di portafoglio regolamentata dall'*Autorité des Marchés Financiers*, con sede legale in 17, square Edouard VII, 75009 Parigi, Francia.

Comgest Asset Management International Limited è una società di investimento regolamentata dalla Central Bank of Ireland (Banca centrale irlandese) e registrata come Consulente per gli Investimenti presso la *Securities Exchange Commission* statunitense. La sua sede legale è presso 46 St. Stephen's Green, Dublino 2, Irlanda.

I professionisti degli investimenti di Comgest sono impiegati da Comgest S.A., Comgest Asset Management International Limited, Comgest Far East Limited, Comgest Asset Management Japan Ltd. e da Comgest Singapore Pte. Ltd.

Comgest Far East Limited è regolamentata dalla *Securities and Futures Commission* di Hong Kong. Comgest Asset Management Japan Ltd. è regolamentata dalla *Financial Service Agency of Japan* (registrata presso il Kanto Local Finance Bureau (n. Kinsho 1696)). Comgest Singapore Pte Ltd, è una società di gestione di fondi in licenza e consulente finanziario esente (per investitori istituzionali ed accreditati), regolamentata dalla Monetary Authority of Singapore.

Notes From The Road



A cura di: il team d'investimento globale di Comgest

LUGLIO 2023

SOLTANTO PER IL REGNO UNITO:

Il presente documento non è distribuito, né è stato approvato ai sensi dell'articolo 21 del *Financial Services and Markets Act 2000* (FSMA) da una persona autorizzata ai sensi della suddetta legge. Il presente commento viene comunicato solo ai professionisti dell'investimento ai sensi dell'articolo 19, paragrafo 5, *Financial Services and Markets Act 2000* (*Financial Promotions*) Order 2005 (la FPO o Ordinanza del 2005 che modifica la legge sui servizi e mercati finanziari del 2000 in materia di promozioni finanziarie). Gli Investimenti sono disponibili soltanto per i professionisti dell'investimento e qualsiasi invito, offerta o contratto d'acquisto sarà rivolto unicamente a professionisti dell'investimento. Chiunque non sia un professionista dell'investimento non dovrebbe farvi affidamento o agire sulla base di questo commento o dei suoi contenuti. I soggetti in possesso del presente documento sono tenuti a informarsi in merito ad eventuali restrizioni applicabili. Nessuna parte del presente commento deve essere pubblicata, distribuita o altrimenti resa disponibile, in tutto o in parte, a qualsiasi altro soggetto.

SOLTANTO PER HONG KONG:

Questa divulgazione non è stata esaminata dalla *Securities and Futures Commission* di Hong Kong.

SOLTANTO PER SINGAPORE:

Questa divulgazione non è stata esaminata dalla *Monetary Authority* di Singapore.

SOLTANTO PER L'AUSTRALIA:

Comgest Far East Limited è regolamentata dalla *Securities and Futures Commission*, ai sensi della legislazione di Hong Kong, che differisce dalla legislazione australiana. Comgest Far East Limited è esente dall'obbligo di possedere un'autorizzazione australiana per i servizi finanziari, ai sensi dell'*Australian Corporations Act*, la legge australiana sulle società, con riferimento ai servizi finanziari forniti. Il presente materiale è destinato esclusivamente a "clienti all'ingrosso" e non è destinato ad "investitori al dettaglio" (come definiti nell'*Australian Corporations Act*).

Comgest Singapore Pte. Ltd. è regolamentata dalla *Monetary Authority* di Singapore ai sensi della legislazione di Singapore, che differisce dalle leggi australiane. Comgest Singapore Pte. Ltd. è esente dall'obbligo di possedere un'autorizzazione australiana per i servizi finanziari ai sensi dell'*Australian Corporations Act* con riferimento ai servizi finanziari forniti. Il presente materiale è destinato esclusivamente a "clienti all'ingrosso" e non è destinato ad "investitori al dettaglio" (come definiti nell'*Australian Corporations Act*).

comgest.com

AMSTERDAM	HONG KONG	SYDNEY
BOSTON	LONDRA	TOKYO
BRUXELLES	MILANO	VIENNA
DUBLINO	PARIGI	
DÜSSELDORF	SINGAPORE	